

# 1. Konjunkturtendensene internasjonalt

Veksten i verdensøkonomien er fortsatt svak. I euroområdet avtok veksten noe i 2. kvartal, mens den tok seg opp i både Sverige, Storbritannia og USA etter et svakt 1. kvartal. I de to sistnevnte landene har utviklingen over tid vært såpass god at det kan gå mot renteøkninger i løpet av høsten. Lav inflasjon og moderat vekst gjør imidlertid at sentralbankene trolig vil gå forsiktig fram. Euroområdet kom i sommer fram til en ny avtale med Hellas om finansiering av statsgjeld. Dette løste likevel bare problemet på kort sikt, og en kan ikke se bort fra at urolighetene blusser opp i finansmarkedene igjen når nye milepæler nærmer seg, så lenge grekerne ikke får skrevet ned statsgjelden betydelig. Dette skaper stor usikkerhet og kan bidra til å holde investeringene nede, i mange europeiske land på svært lave nivåer. Det er her nøkkelen til et mer robust oppsving ligger. Investeringene økte markert sist vinter, men falt noe tilbake igjen i 2. kvartal. På bakgrunn av den høye arbeidsledigheten venter vi at investeringene kun vil øke forsiktig framover. Med høy statsgjeld, arbeidsledighet på over 11 prosent og svært lav prisvekst er det lenge til den europeiske sentralbanken (ESB) vil øke rentene.

I framvoksende økonomier er bildet noe delt. I råvareeksporterende land som Brasil og særlig Russland faller BNP, mens veksten fortsatt er sterk i India som nyter godt av lave råvarepriser. I Kina tok BNP-veksten seg ifølge offisiell statistikk opp til 7,0 prosent i 2. kvartal, men det er mye som tyder på at veksten er i ferd med å avta, også på lengre sikt. Vi ser allerede klare tegn på at Kinas etterspørsel etter blant annet råvarer faller. En markert nedgang i det kinesiske aksjemarkedet i sommer ble i august forsterket etter at myndighetene lot den kinesiske valutaen yuan svekke seg mot amerikanske dollar. Depresieringen utløste en markert nedgang på verdens børser. Ved utgangen av august hadde den kinesiske børsen falt med rundt 40 prosent fra toppen i juni, mens børsene Euroområdet, USA og Norge var ned

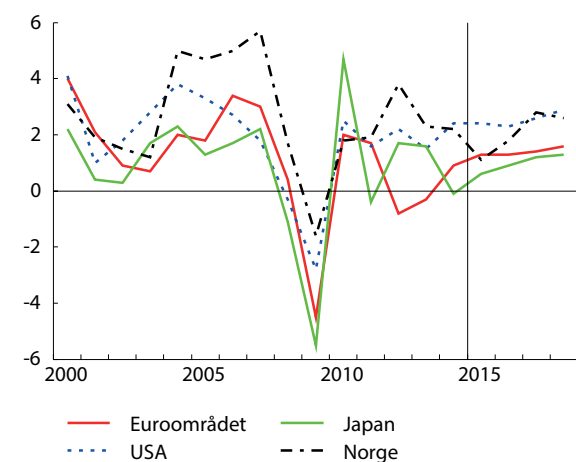
5-10 prosent i løpet av august, etter å ha korrigert litt opp igjen mot slutten av måneden.

Oljeprisen har vist store svingninger det siste året. Etter å ha ligget rundt 110 dollar fatet i drøye tre år falt den til under 50 dollar i løpet av andre halvår i fjor. Deretter økte den til om lag 65 dollar fatet i våres, før den igjen falt markert i løpet av sommeren. Ved inngangen til september var oljeprisen rundt 50 dollar fatet. Fordi dollaren har styrket seg handelsvektet med 15 prosent siden i fjor sommer har oljeprisen falt mindre målt i andre valutaer. Målt i dollar var oljeprisen 55 prosent lavere enn ved toppen i juni i fjor. Målt i euro var nedgangen på 45 prosent og i norske kroner på 40 prosent.

Det er flere årsaker til det kraftige oljeprisfallet siden i fjor sommer. Veksten i oljeetterspørselen har avtatt internasjonalt, blant annet som følge av lavere økonomisk vekst og omstillinger i kinesisk økonomi. Økt fokus på miljø og energieffektivisering kan også ha bidratt til å dempe etterspørselen etter olje. Dessuten har tilbudet av olje økt som følge av ny utvinningsteknologi, særlig i USA. Sist, men ikke minst, OPEC endret sin strategi og tillater lavere oljepriser enn på svært lenge uten å justere sin produksjon. Dette for å vinne markedsandeler og prise ut alternative energikilder og leverandører.

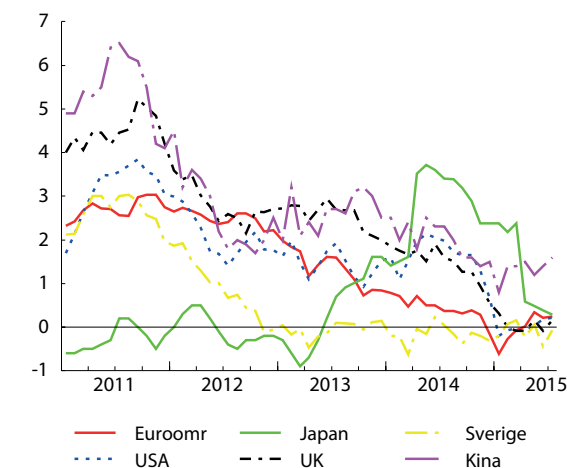
Vi ser nå tegn til at markedet responderer på den lave oljeprisen. Veksten i oljeetterspørselen ser ut til å øke, mens tilbudet er i ferd med å avta utenfor OPEC, blant annet som følge av at mange av de nye amerikanske oljefeltene ikke er lønnsomme på dagens prisnivåer. Oljetilbudet fra OPEC samlet viser foreløpig ikke tegn til å falle, selv om tall fra IEA indikerer at Saudi Arabia reduserte sin oljeproduksjon noe i juli for å kompensere for rekordhøy produksjon i Irak. Vi legger til grunn at oljeprisen nå er nær bunnen og vil øke noe fra årsskiftet. Mye tyder imidlertid på at utvinningskostnadene ved de nye oljefeltene i USA

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



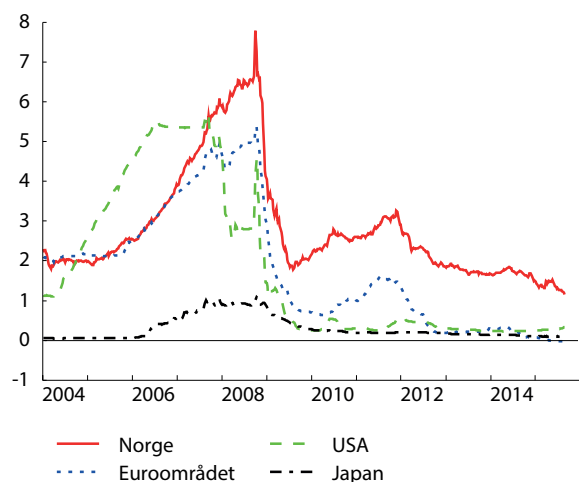
Kilde: Macrobond og Statistisk sentralbyrå

Figur 1.2. Inflasjon i utvalgte land. 12-månedersvekst i KPI



Kilde: Macrobond

Figur 1.3. Internasjonale renter. 3-måneders pengemarkedsrente



Kilde: Macrobond

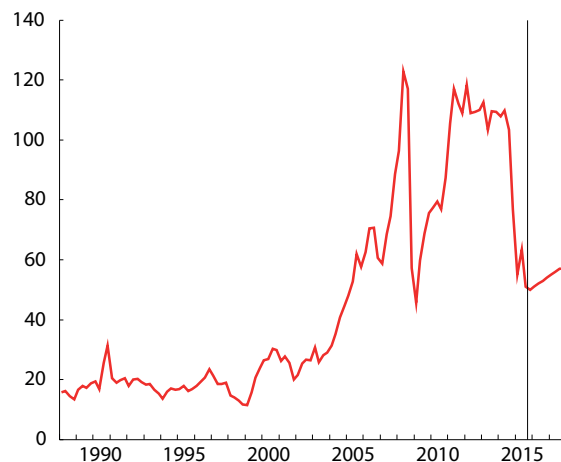
faller raskere enn tidligere antatt, slik at tilbudet her vil reagere relativt raskt på stigende priser. Vi har nedjustert hele oljeprisbanen med drøye 10 dollar fatet siden forrige konjunkturrapport, slik at oljeprisen øker gradvis fra 50 dollar fatet i 4. kvartal i år til 62 dollar i 2018.

Lave oljepriser stimulerer normalt verdensøkonomien, men fører også med seg en omfordeling av inntekter fra oljeeksporterende til oljeimporterende land. Land med stor eksport er blant andre Russland, Canada, Mexico, Venezuela og Norge, samt flere land i Midtøsten og Afrika. De største nettoimportørene er framvoksende økonomier som Kina og India, men også store deler av OECD-sfæren, som Japan, euroområdet og USA, selv om sistnevnte har redusert sin nettoimport markert de siste årene. Det lave avgiftsnivået i USA gjør at gjenomsnittet til husholdningene og transportsektoren er relativt stort der. Bensinprisen i USA er nå nesten 30 prosent lavere enn toppen i juni i fjor, mens den bare er 10 prosent lavere i euroområdet.

De fleste råvarer har falt i pris det siste året, deriblant metaller, matvarer og jordbruksprodukter. Dermed har også land med omfattende eksport av andre råvarer opplevd et markert inntektsfall. Sammen med svak utvikling i realøkonomien har prisfallet på råvarer bidratt til svært lav vekst i konsumprisen i mange land, særlig i OECD-området. Det er utsikter til lav inflasjon internasjonalt de nærmeste årene. I euroområdet venter vi at den tar seg langsomt opp, fra så vidt over 0 i år til 1,5 prosent i 2018. Moderat økonomisk vekst, lav inflasjon og høy statsgjeld duker for lave renter gjennom hele prognoseperioden, selv om vi venter at de vil ta seg noe opp, først i Storbritannia og USA, men etter hvert også litt i euroområdet mot slutten av prognoseperioden.

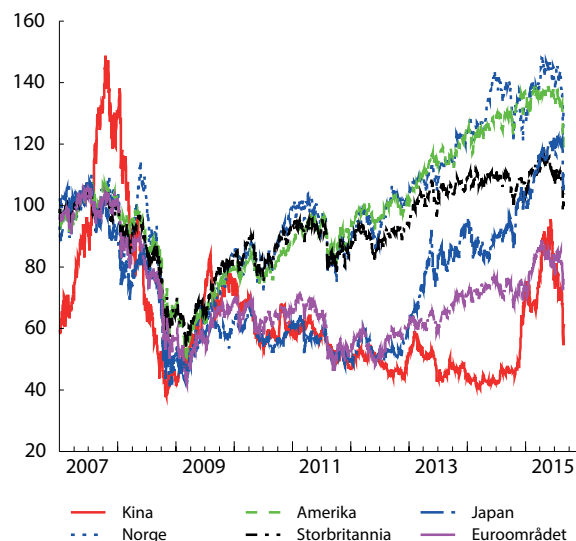
Med vekstrater i OECD-området nær det vi nå anslår som trendvekst betyr det at konjunkturbunnen nærmer seg og at Norges handelspartnere samlet sett er på vei inn i en ny oppgangskonjunktur neste år, først i USA og Storbritannia, deretter i euroområdet. Dette må imidlertid ses i sammenheng med den store konjunkt-

Figur 1.4. Oljepris, Brent blend. USD



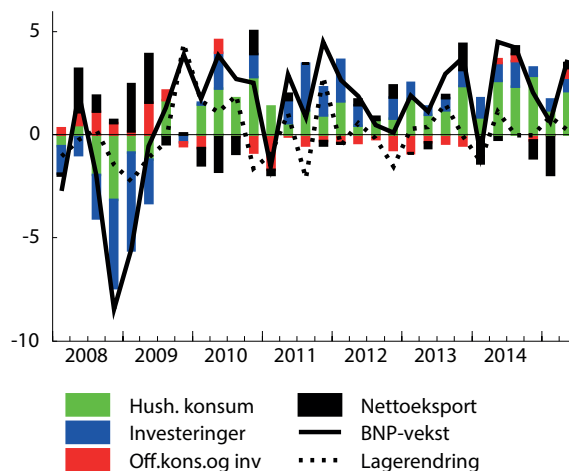
Kilde: Macrobond og SSB

Figur 1.5. Internasjonale aksjeindekser. 2007=100



Kilde: Macrobond

Figur 1.6. 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 |
| Euroområdet                              |           |      |      |      |      |      |      |      |      |      |      |      |      |      |      |
| 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  | 1,3  | 1,4  | 1,6  |
| IMF                                      |           |      |      |      |      |      |      |      |      |      |      | 1,5  | 1,7  | 1,6  | 1,6  |
| USA                                      |           |      |      |      |      |      |      |      |      |      |      |      |      |      |      |
| SSB                                      | 3,8       | 3,3  | 2,7  | 1,8  | -0,3 | -2,8 | 2,5  | 1,6  | 2,3  | 2,2  | 2,4  | 2,4  | 2,3  | 2,6  | 2,9  |
| IMF                                      |           |      |      |      |      |      |      |      |      |      |      | 3,1  | 3,1  | 2,7  | 2,4  |
| Sverige                                  |           |      |      |      |      |      |      |      |      |      |      |      |      |      |      |
| SSB                                      | 4,3       | 2,8  | 4,7  | 3,4  | -0,6 | -5,2 | 6,0  | 2,7  | -0,3 | 1,3  | 2,1  | 2,7  | 2,3  | 2,6  | 2,9  |
| IMF                                      |           |      |      |      |      |      |      |      |      |      |      | 2,7  | 2,8  | 2,7  | 2,5  |
| Storbritannia                            |           |      |      |      |      |      |      |      |      |      |      |      |      |      |      |
| SSB                                      | 2,5       | 2,8  | 3,0  | 2,6  | -0,3 | -4,3 | 1,9  | 1,6  | 0,7  | 1,7  | 2,6  | 2,5  | 2,2  | 2,5  | 2,8  |
| IMF                                      |           |      |      |      |      |      |      |      |      |      |      | 2,7  | 2,3  | 2,2  | 2,2  |
| Kina                                     |           |      |      |      |      |      |      |      |      |      |      |      |      |      |      |
| SSB                                      | 10,1      | 11,3 | 12,7 | 14,2 | 9,6  | 9,2  | 10,4 | 9,3  | 7,8  | 7,8  | 7,4  | 6,6  | 6,3  | 5,8  | 5,4  |
| IMF                                      |           |      |      |      |      |      |      |      |      |      |      | 6,8  | 6,3  | 6,0  | 6,1  |
| Handelspartnere <sup>1</sup>             |           |      |      |      |      |      |      |      |      |      |      |      |      |      |      |
| SSB                                      | 3,1       | 2,6  | 3,8  | 3,3  | 0,6  | -3,2 | 3,4  | 2,3  | 0,6  | 1,0  | 1,9  | 2,2  | 2,2  | 2,4  | 2,5  |
| IMF                                      |           |      |      |      |      |      |      |      |      |      |      | 2,4  | 2,5  | 2,4  | 2,4  |
| 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  | 0,4  | 0,2  | 1,1  | 1,2  | 1,5  |
| IMF                                      |           |      |      |      |      |      |      |      |      |      |      | 0,1  | 1,0  | 1,2  | 1,4  |
| Andre land<br>(anslag fra IMF fom. 2015) |           |      |      |      |      |      |      |      |      |      |      |      |      |      |      |
| 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.

turnedgangen i kjølvannet av finanskrisen, slik at produksjonen mange steder i OECD-området fortsatt er på et lavt nivå, og at vi regner med at trendveksten nå er betydelig lavere enn før finanskrisen. Lavere trendvekst skyldes blant annet at perioden med gjeldsfinansiert vekst er over (for denne gang) i OECD-området og at vekstmodellen i en del store framvoksende økonomier ikke er bærekraftige. Dels fordi den har vært basert på høye og stigende råvarepriser, som i Russland og Brasil, og dels på svært høy investeringsvekst som i Kina. De to førstnevnte må lære seg å leve med lavere råvarepriser, mens kineserne er inne i en omstillingsfase der den langvarig høye investeringsveksten skal erstattes av mer saktevoksende konsum som motor i den kinesiske økonomien. Vekstanslagene våre for de nærmeste årene er gjennomgående noe lavere enn anslagene til for eksempel IMF og Consensus Forecasts.

### 1.1. Moderat vekst i USA

I USA økte BNP med 3,7 prosent i 2. kvartal i år, sesongjustert, årlig rate, etter en vekst på bare 0,6 prosent kvartalet før. En viktig årsak til svingningene skriver seg fra husholdningenes konsum, men også eksporten tok seg kraftig opp, etter et fall i kvartalet før. Investeringene fortsatte å vokse, om enn noe langsommere. Den amerikanske dollaren har styrket seg markert og bidratt til høy vekst i importen og svak utvikling i eksporten det siste året. Riktignok økte eksporten igjen i 2. kvartal i år, men ikke like mye som den falt i kvartalet før. Det er flere faktorer som kan ventes å legge en demper på veksten også framover. Sterk dollar og svak internasjonal etterspørsel kan fortsette å bremse eksporten en god stund framover. Lav oljepris vil dempe aktiviteten i den amerikanske oljesektoren, men også bidra til å holde husholdningenes etterspørselsvekst oppe. Vi venter et langsomt oppsving framover med

vekstrater økende gradvis fra i overkant av 2 prosent til knappe 3 prosent i 2018.

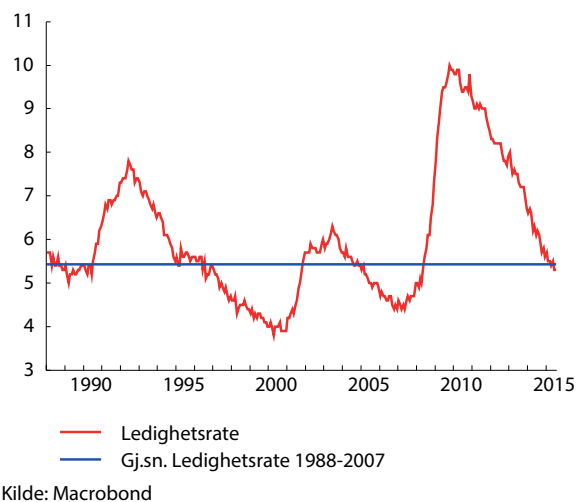
Veksten i husholdningenes konsum tok seg markert opp i 2. kvartal, til 3,1 prosent. Oppgangen var bredt basert, med markert økning både i varige og ikke-varige konsumgoder så vel som i tjenester. Den svake konsumutviklingen kvartalet før kan i stor grad tilskrives en svært kald januar måned, som førte til en markert nedgang i detaljhandelen. Det svake 1. kvartalet kan også ha hatt et innslag av korreksjon etter høy vekst i andre halvår i fjor. Den lave oljeprisen innebærer en betydelig stimulans av husholdningenes etterspørsel. Bensinprisene var i slutten av august 30 prosent lavere enn i fjor sommer. Arbeidsledigheten har dessuten fortsatt å falle, og boligmarkedet bedres sakte, men sikkert. Imidlertid er lønnsveksten moderat og husholdningenes gjeld fremdeles høy. Sammen med en forventet oppgang i oljeprisen framover vil dette bidra til å dempe veksten i husholdningenes etterspørsel.

Den amerikanske dollaren har styrket seg med 15 prosent handelsvekt siden i fjor sommer. Det har sammen med svakere internasjonal etterspørsel lagt en klar demper på eksporten. Riktignok økte eksporten med 5,2 prosent i 2. kvartal, men det må ses i lys av fallet på 6,0 prosent i kvartalet før. Industriproduksjonen falt markert gjennom første halvår, men økte igjen i juli. Mange oljeprodusenter har lagt ned oljeproduksjonen og utsatt investeringer på bakgrunn av lave oljepriser. Samlet økte investeringene i 2. kvartal med 5,2 prosent. Investeringer i bygg og anlegg økte, mens maskininvesteringer falt. Boliginvesteringene fortsatte å vokse klart for femte kvartal på rad. Boligprisene hadde i mai steget med 4,9 prosent siden samme måned året før, selv om prisveksten stagnerte i våres. Mer oppdatert statistikk for igangsettingstillatelser og omsetning kan imidlertid indikere en moderat positiv utvikling i boligmarkedet.

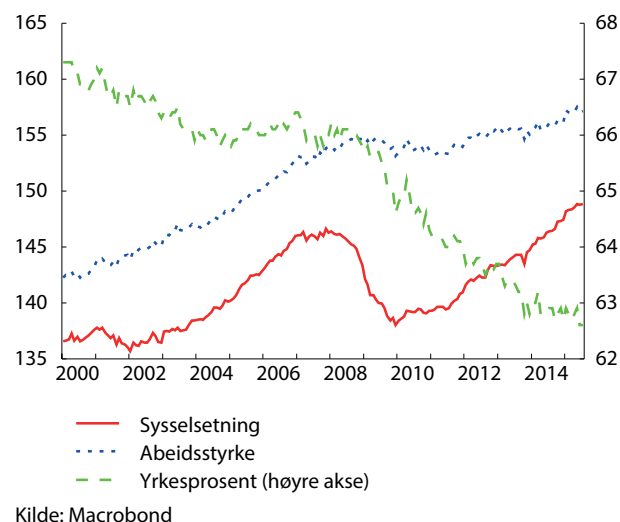
Arbeidsledigheten var i juli 5,3 prosent. Det er nær halvparten av toppnivået fra 2009 og om lag som gjennomsnittet over de siste 20 årene før finanskrisen. En stor del av nedgangen kan tilskrives at mange har gitt opp å søke arbeid, noe som har ført til et fall i yrkesandelen, målt ved andelen av befolkningen over 16 år som regnes med i arbeidsstyrken, fra om lag 66 prosent før finanskrisen til i underkant av 63 prosent nå. Det siste året har imidlertid arbeidsstyrken vokst med nesten samme fart som befolkningen, slik at nedgangen i yrkesandelen har stoppet opp. Ettersom sysselsettingen har steget raskere enn arbeidsstyrken har arbeidsledigheten fortsatt å falle. Svak lønnsutvikling for folk flest indikerer imidlertid at det fortsatt er betydelig slakk i arbeidsmarkedet.

Inflasjonen, målt ved 12-månedersveksten i konsumprisindeksen (KPI), falt til nær null rundt siste årsskifte, etter å ha ligget mellom en og to prosent de foregående to årene. Den underliggende prisveksten, målt ved KPI justert for energi- og matvarer, har imidlertid

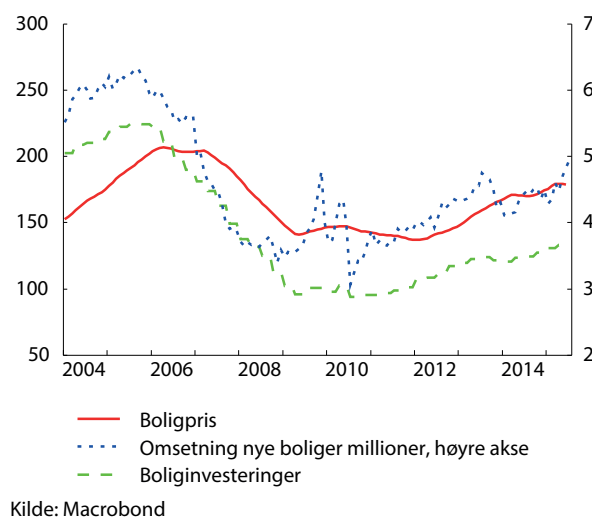
Figur 1.7. USA. Arbeidsledighet



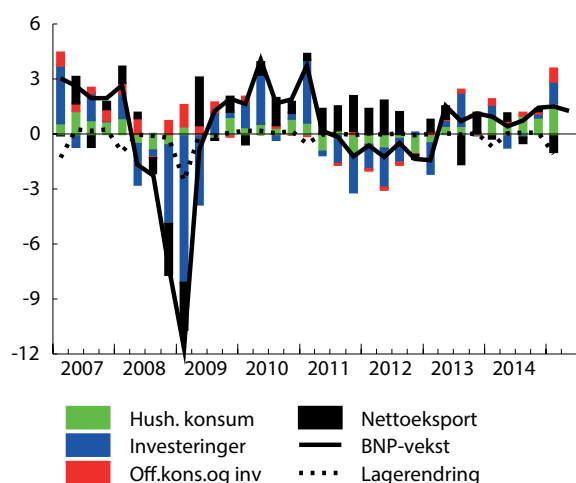
Figur 1.8. USA. Arbeidsmarkedet



Figur 1.9. USA. Boligmarkedet

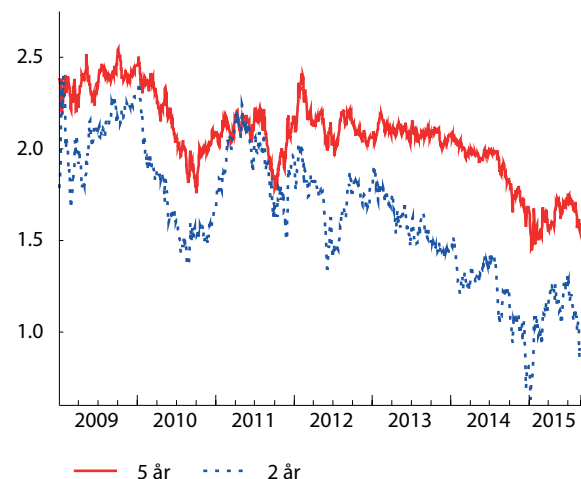


Figur 1.10. Euroområdet. Bidrag til BNP-vekst. Sesongjustert, årlig rate



Kilde: Macrobond

Figur 1.11. Euroområdet. Inflasjonsforventninger. Euro inflasjonsswap



Kilde: Macrobond

vært meget stabil i underkant av 2 prosent siden 2012 og i juli i år ble den målt til 1,8 prosent. Med fallende råvarepriser og svak internasjonal etterspørsel, samt fortsatt slakk i det hjemlige arbeidsmarkedet venter vi at inflasjonen vil holde seg godt under inflasjonsmålet på 2 prosent framover.

Pengepolitikken har blitt strammet gradvis inn over de siste par årene. Først da den amerikanske sentralbanken (Fed) våren 2013 annonserte at de kvantitative lettelsene nærmet seg slutten og førte til at lange renter umiddelbart økte med mellom 0,5 og 1,0 prosentpoeng, dernest da utfasingen av lettelsene faktisk ble implementert fra tidlig i 2014. Fra sommeren 2014 til i dag har dessuten dollaren styrket seg med 15 prosent handelsvektet, og i sommer har korte renter begynt å øke på forventninger om at Fed skal begynne å sette opp styringsrenta i løpet av høsten. Med moderate vekstutsikter, lav inflasjon og høy statsgjeld som gir lite rom for finanspolitiske stimulanser i årene som kommer, ventes renteoppgangen å bli meget moderat.

## 1.2. Langsom gjeninnhenting i Europa

Til tross for en klart svekket euro, lave og fallende oljepriser, negative styringsrenter samt kvantitative lettelser og skattereduksjoner, fortsetter realøkonomien å vise svakhetstegn i euroområdet. I 2. kvartal avtok veksten noe, til 1,3 prosent, sesongjustert og regnet som årlig rate. Den svakere utviklingen i 2. kvartal skyldtes hovedsakelig svak vekst i flere av euroområdets største økonomier. Riktignok vokste den tyske økonomien med 1,8 prosent, men i Frankrike stoppet veksten helt opp. Euroområdets femte største økonomi, Nederland, vokste med kun 0,3 prosent. I Italia har BNP nå vokst tre kvartaler på rad, etter å ha falt så å si sammenhengende i tre år, men med 0,7 prosent i 2. kvartal er veksten fortsatt lav. Imidlertid var utviklingen positiv i deler av Sør-Europa. I både Portugal og Spania har veksten tiltatt. Også den greske økonomien vokste igjen i 2. kvartal.

For euroområdet samlet har veksten kommet både i offentlig og privat etterspørsel og i eksporten. Detaljhandelsstatistikk kan imidlertid indikere at veksten i husholdningenes etterspørsel har avtatt den senere tiden. Investeringene er fortsatt på svært lave nivåer, og tilløpet til et oppsving i 1. kvartal ble fulgt opp av en svak utvikling i 2. kvartal, da investeringene falt både i Tyskland og Frankrike.

Industriproduksjonen i euroområdet vokste sammenhengende fra august i fjor til februar i år, men har siden falt. Mange bedrifter i Europa har trolig investeringsplaner som ikke er satt i gang, til tross for bedret konkurranseevne, rekordlave renter, god likviditet og investeringsfremmende politikk. Dette kan skyldes flere forhold. I lys av den svake produktivitetsutviklingen kan det tolkes som et strukturelt fravær av etterspørsel, eller såkalt sekulær stagnasjon. Alternativt kan investeringstørken sees på som en nødvendig konsekvens av tidligere eksesser. I så fall vil investeringene ikke ta seg opp før gjeldsnivået er normalisert. Skulle det første være tilfelle vil det imidlertid ha klare implikasjoner for den type motkonjunkturpolitikk som bør føres, da pengepolitikken i en slik situasjon først og fremst vil bidra til feilallokering av ressurser og kan føre til bobler i verdipapirer, eiendom og bolig. Ekspansiv finanspolitikk, rettet mot å fylle tomrommet i etterspørselen som mangelen på private initiativ skaper, vil derimot kunne ha klare positive effekter. Finanspolitikken har de siste par årene blitt noe mindre kontraktiv, men som de nylig avsluttede gjeldsforhandlingene mellom EU og Hellas har vist, er fokuset fortsatt først og fremst på strukturelle reformer og budsjettkontroll.

Inflasjonen falt kraftig i euroområdet mot slutten av fjoråret og i første del av 2015, hovedsakelig som følge av lavere energipriser. Etter å ha bunnet ut på -0,6 prosent i januar, målt ved 12-månedersveksten i konsumprisene, tok imidlertid inflasjonen seg opp til 0,3 prosent i mai. En kortvarig økning i oljeprisen og svekkelse av euroen er viktige faktorer bak denne utviklingen. Siden den gang har imidlertid inflasjonen avtatt noe blant annet som følge av et nytt oljeprisfall, og i marke-

det for framtidige inflasjonskontrakter har de implisitte forventningene til inflasjonen igjen falt noe. Det kan også indikere at markedet har liten tro på effekten av de kvantitative lettelsene. Pengepolitikken i euroområdet tror vi derfor 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.

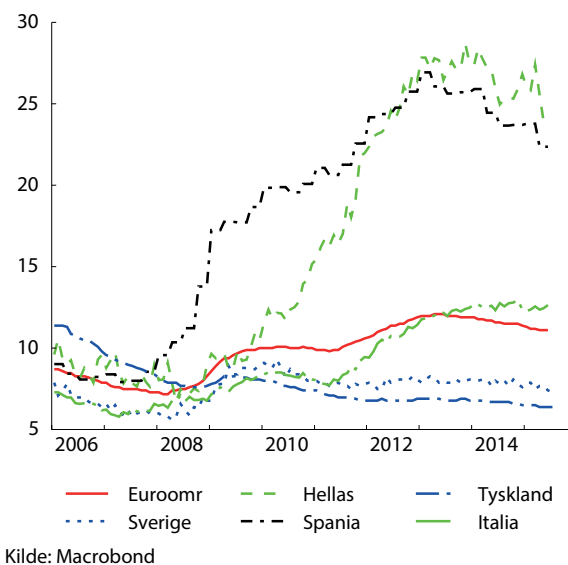
Vi venter at veksten i euroområdet vil ta seg gradvis opp, men ikke mer enn at euroområdet fortsatt vil være i en lavkonjunktur fram til slutten av prognoseperioden. I tråd med dette anslår vi at veksten inneværende blir på i overkant av 1 prosent, for så å ta seg litt opp gjennom prognoseperioden til 1,6 prosent i 2018. En slik utvikling er imidlertid betinget av at investeringene begynner å vokse på bred basis, da høy gjeld i privat og offentlig sektor kombinert med en lite akkommoderende finanspolitikk, fortsatt vil virke hemmende på innenlandsk etterspørsel forøvrig. Dette underbygger at sentralbanken vil holde renta på svært lave nivåer gjennom hele prognoseperioden, selv om vi venter at den vil øke noe mot slutten.

Dekomponeringen av BNP for 2. kvartal er i skrivende stund kun publisert for noen av landene i euroområdet. De franske tallene viser at stagnasjonen i 2. kvartal kom som følge av svak etterspørselsvekst fra husholdningene og fallende investeringer, mens eksporten vokste betydelig – og langt raskere enn importen. Offentlig konsum og investeringer fortsatte å gi klare positive bidrag til veksten i 2. kvartal, slik vi har sett helt siden begynnelsen av finanskrisen i 2008. Investeringstørken i næringslivet har vedvart til tross for at regjeringen har implementert en rekke reformer for å stimulere investeringene, blant annet ved å kutte i bedriftsbeskatningen. Uten et signifikant omslag i investeringene er det lite trolig at veksten vil ta seg særlig opp, en nødvendig betingelse for blant annet å få redusert arbeidsledigheten, som i juni var på 10,2 prosent.

Euroområdets største økonomi, Tyskland, vokste med 1,8 prosent i 2. kvartal i år, sesongjustert og regnet som årlig rate, hovedsakelig på grunn av frisk eksportvekst. Det offentlige konsumet har helt siden finanskrisen gitt vesentlige og relativt stabile bidrag til det tyske vekstforløpet. Med tilførsel av store mengder likviditet og ekstraordinært lave renter, lave og fallende energipriser og en svak euro, kunne en forventet høyere vekst i den tyske økonomien. Imidlertid var det knapt nok vekst i husholdningenes konsum, og med en ny nedgang i investeringene la det en klar demper på BNP-veksten.

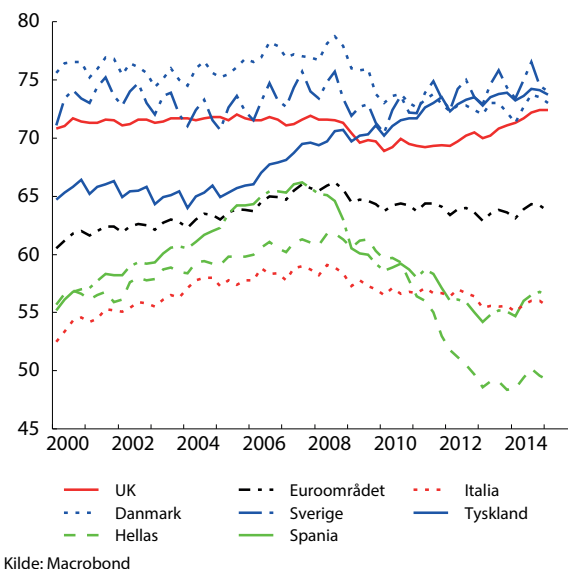
Italiensk økonomi har nå vokst forsiktig tre kvartaler på rad. Det italienske statistikkbyrået har ennå ikke publisert disaggregerte tall, men skriver at det største vekstbidraget denne gang kom fra innenlandsk etterspørsel, mens nettoeksporten bidro til å trekke veksten ned. I Spania har BNP vokst i syv kvartaler på rad, og i 2. kvartal med hele 3,8 prosent, noe som bekrefter et markert omslag. Den spanske økonomien er imidlertid

Figur 1.12. Euroområdet: Arbeidsledighet i utvalgte land



Kilde: Macrobond

Figur 1.13. Euroområdet: Sysselsettingsandeler i utvalgte land

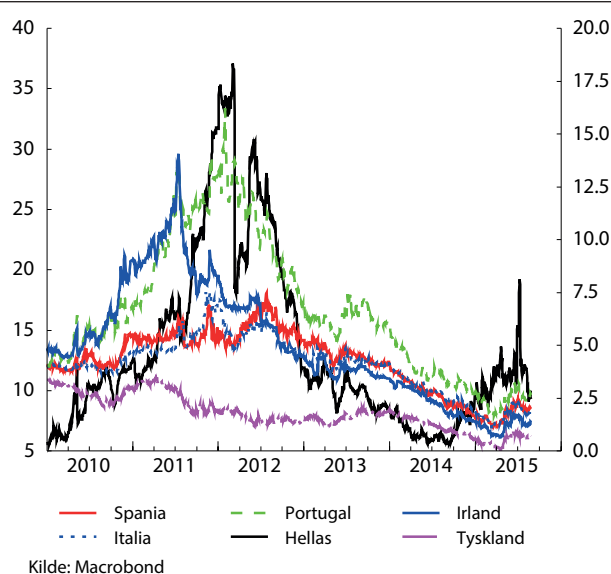


Kilde: Macrobond

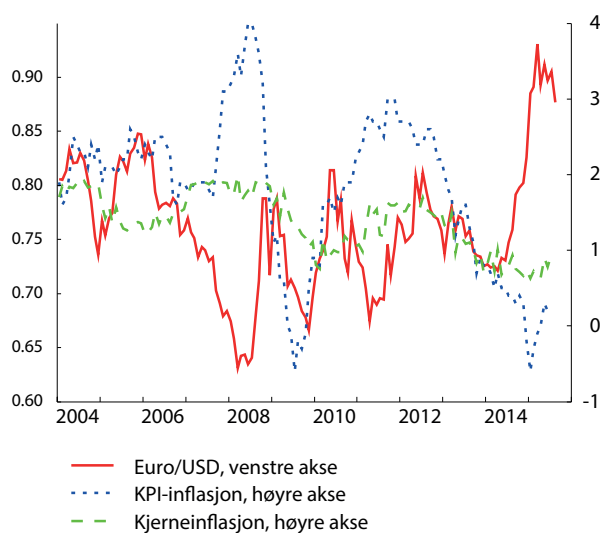
fortsatt i en dyp lavkonjunktur, og arbeidsledigheten lå i juni fortsatt godt over 20 prosent, mens inflasjonen i juli falt til 0 prosent. I Hellas fortsatte den skjøre veksten i 2. kvartal. BNP har dermed vokst i de siste seks kvartalene. Arbeidsledigheten har også falt noe, men var likevel 25 prosent ved siste observasjon i mai. Sommerens gjeldsavtale med euroområdet hindret at grekerne måtte forlate eurosamarbeidet, men strenge krav om innstramming og strukturelle reformer vil dempe veksten framover, og kan i tillegg bli en kilde til usikkerhet i tiden som kommer.

I Storbritannia tok veksten seg opp til 2,8 prosent i 2. kvartal i år. Med unntak av 1. kvartal i år har dermed veksten vært rundt 3 prosent de siste fem kvartalene. Data for dekomponert BNP fra anvendelsessiden var ikke tilgjengelig i skrivende stund, men på tilgangssiden ser vi at industriproduksjonen fortsatte å øke i 2. kvartal, mens veksten i bygg og anlegg har stoppet opp. Inflasjonen har siden februar i år fluktuert rundt

Figur 1.14. 10-års statsobligasjonsrenter i utvalgte europeiske land



Figur 1.15. Euroområdet: 12 mnd. inflasjon og valutakurs



0 og ble i juli registrert til 0,2 prosent. Med utsikter til moderat lønnsvekst, inflasjonsdempende effekter fra et sterkt pund og lave oljepriser, vil inflasjonen trolig holde seg lav også framover. Nedgangen i arbeidsledigheten stoppet opp i vår, og var på 5,6 prosent i mai. Alt i alt er det derfor fortsatt sannsynlig at den engelske sentralbanken vil vente litt med å sette opp styringsrenta, selv om tiden med nullrente nærmer seg slutten. Med avslutningen av kvantitative lettelse har pengepolitikken allerede klare kontraktive effekter i form av høyere lange renter. Det britiske pundet har dessuten styrket seg med 6-7 prosent handelsvekt siden i vinter.

Gjennom fjoråret var den økonomiske veksten i Sverige bredt basert, med positive bidrag fra så vel offentlig og privat konsum som eksport og investeringer. Siden 1. kvartal i år har imidlertid investeringene falt noe tilbake og eksportveksten tilnærmet stoppet opp. I 2. kvartal var likevel BNP-veksten på hele 4 prosent regnet som årlig rate. Det har sammenheng med et kraftig fall

i importen, som blant annet kan forklares av den svake investeringsutviklingen og at den svenske kronen har svekket seg med i overkant av 10 prosent siden begynnelsen av fjoråret. Dessuten ble importen på slutten av fjoråret drevet kraftig opp som følge av en rekke midlertidige forhold. Den underliggende veksten i svensk økonomi er derfor betydelig svakere enn 2. kvartalstallet for BNP skulle tilsi. Arbeidsledigheten har siden oktober i fjor falt fra i overkant av 8 til 7,3 prosent i juli i år. Konsumprisene har imidlertid ikke steget på over to år og inflasjonen var svakt negativ i juni. Som følge av dette valgte Sveriges Riksbank å kutte styringsrenta med nye 0,1 prosentpoeng i slutten av juli slik at den nå ligger på -0,35 prosent. Ved samme anledning kjøpte Riksbanken statsobligasjoner for ytterligere 45 milliarder svenske kroner. Riksbanken står overfor et dilemma da både boligprisene og gjelda vokser friskt.

Den danske økonomien fortsatte å vokse i 1. kvartal, med 0,9 prosent målt som årlig rate, en klar nedgang fra 2,1 prosent kvartalet før. Veksten kom hovedsakelig som følge av et kraftig fall i importen. Både eksporten og innenlandsk etterspørsel falt. Unntaket var private investeringer, som økte med 3,1 prosent, men dette må sees i sammenheng med en nedgang på hele 12 prosent i kvartalet før. Selv om investeringsveksten har tatt seg noe opp det siste halvannet året, er den underliggende trenden fortsatt svak. Det sterke importfallet er trolig knyttet til kronesvekkelsen i første halvdel av inneværende år. Arbeidsledigheten lå på 6,4 prosent i juni i år, ned fra en topp på 8,1 prosent for tre år siden. Det siste året har nedgangen kommet samtidig med en økning i sysselsettingsraten på nesten 2 prosentpoeng. 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. Usikkert i Kina, fortsatt bedring i India

I følge offisiell kinesisk statistikk var BNP-veksten i Kina 7,0 prosent i 2. kvartal i år, sesongjustert og regnet som årlig rate, opp fra 5,6 prosent i kvartalet før. Etter å ha ligget rundt 10 prosent før finanskrisen og i overkant av 7 prosent de siste fire årene, venter vi at den økonomiske veksten vil avta framover, til om lag 5 prosent mot slutten av prognoseperioden.

Det er flere usikkerhetsmomenter knyttet både til den økonomiske utviklingen i Kina nå, og til utsiktene fremover. En viktig indeks for stemningen i industrien viser den laveste noteringen siden finanskrisen, og antyder at den reelle veksten kan ligge i underkant av de rapporterte tallene. Den varslede omleggingen av økonomien i retning av konsumdrevet vekst lar også vente på seg. I juni falt både nybilsalget (ofte brukt som en ledende indikator) og konsumenttilliten markert. Samtidig fører de reduserte investeringene til at Kinas import har avtatt vesentlig inn i 2015. Det gjelder særlig råvarer som olje og gass. Kinas boligmarked har fortsatt å bedre seg noe, til tross for rapporter om ubebodde og nybygde

spøkelsesbyer. I juli ble prisene på nye boliger rapportert å stige i nesten halvparten av landets største byer. Det er også knyttet mye usikkerhet til høye gjeldsnivåer både blant husholdninger og foretak. Dette vil trolig fortsette å skape usikkerhet, men i motsetning til mange av Europas gjeldsbelastede stater sitter kinesiske myndigheter på betydelige reserver de kan sette inn dersom situasjonen skulle forverre seg.

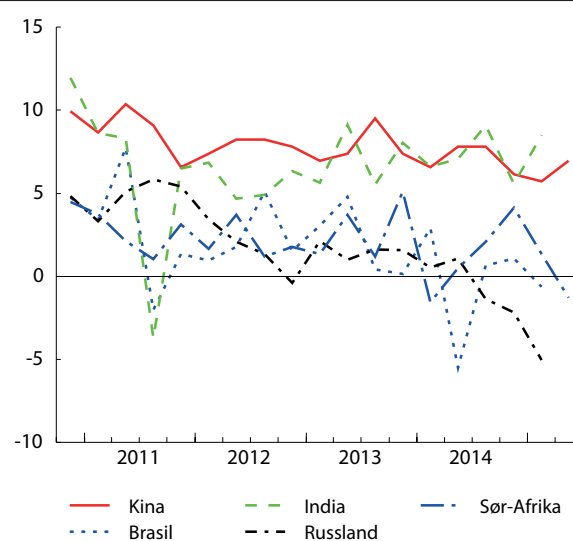
Siden før sommeren har mye oppmerksomhet vært rettet mot Kinas valuta, yuan, og også mer nylig mot utviklingen i landets aksjemarkeder. Ved inngangen til september har de ledende børsene falt med omlag 35 prosent siden toppen før sommeren. Fallet kommer etter svært sterk oppgang over det seneste året, og fortsatt er de viktigste indeksene nesten 50 prosent høyere enn ved inngangen til 2014. En bekymring er at husholdningene rammes av fallet, men fortsatt utgjør aksjer i underkant av 10 prosent av husholdningenes formue, slik at effekten isolert sett er ventet å være begrenset. Som et svar på dette og den noe svakere realøkonomiske utviklingen, har myndighetene ved inngangen til september igjen satt ned renta, fra 4,85 til 4,6 prosent. I tillegg har de varslet at de vil tilføre bankene mer likviditet og redusere reservekapitalkravene.

Før sommeren varslet den kinesiske sentralbanken en ny retning for landets valuta, yuan. Etter å ha holdt valutakursen kunstig svak i årene fram mot 2005, har yuan siden den gang styrket seg med om lag 50 prosent mot sine handelspartnere. De siste par årene har i praksis yuan vært bundet til amerikanske dollar, og dermed appresiert mot nesten alle andre av verdens større valutaer. Dollarens sterke utvikling har nå medført at myndighetene omsider har besluttet å slippe opp på denne bindingen, for å spare den kinesiske økonomien for en altfor sterk valutakurs. Svekkelsen på om lag 3 prosent gjennom sommeren, har skapt store overskrifter, men den nye retningen framstår også som den mest fornuftige politikken kinesiske myndigheter kan føre.

Den positive utviklingen i India fortsetter. Landet nyter godt av fallende råvare- og matvarepriser og i årets 1. kvartal var veksten på friske 8,5 prosent, som er vesentlig over nivået de siste årene. Fra et relativt lavt nivå er nå India i ferd med å ta over som den raskest voksende av BRICS-landene. Lav inflasjon åpner for ytterligere kutt fra landets sentralbank, som vil gi ytterligere stimulan til økonomien.

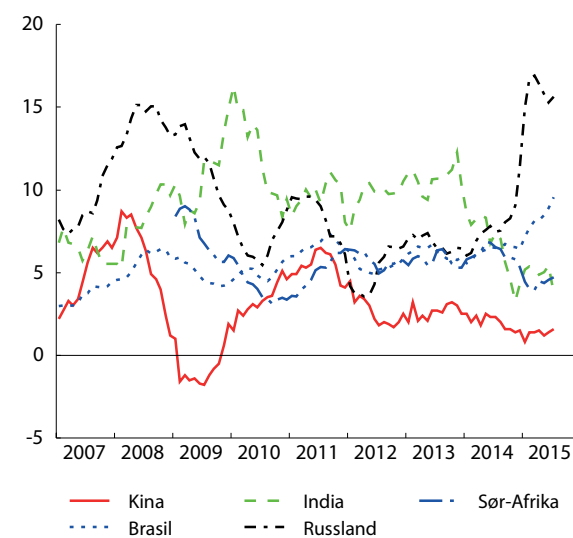
Russlands svake økonomiske utvikling fortsetter. Den oljeavhengige økonomien virker nærmest å være i fritt fall – i årets første kvartal falt BNP med 5 prosent, sesongjustert og målt som årlig rate. Foreløpige tall tyder på en liknende utvikling i 2. kvartal. Inflasjonen har nå til en viss grad stabilisert seg i overkant av 15 prosent, som er det høyeste nivået siden finanskrisen. Sentralbanken har imidlertid satt ned styringsrenta fra toppnivået ved forrige årsskifte til 11 prosent. Handelsboikotten fra Vesten opprettholdes, og sammen med en lav investeringsvilje ser utsiktene framover mørke ut.

Figur 1.16. **Framvoksende økonomier. BNP-vekst fra samme periode året før**



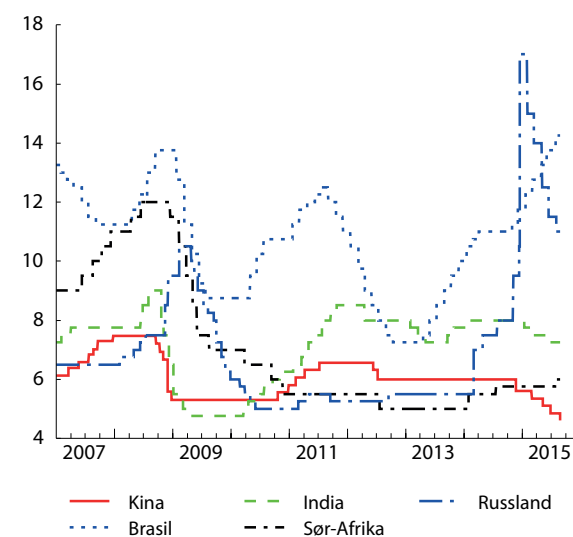
Kilde: Macrobond

Figur 1.17. **Framvoksende økonomier. Inflasjon**



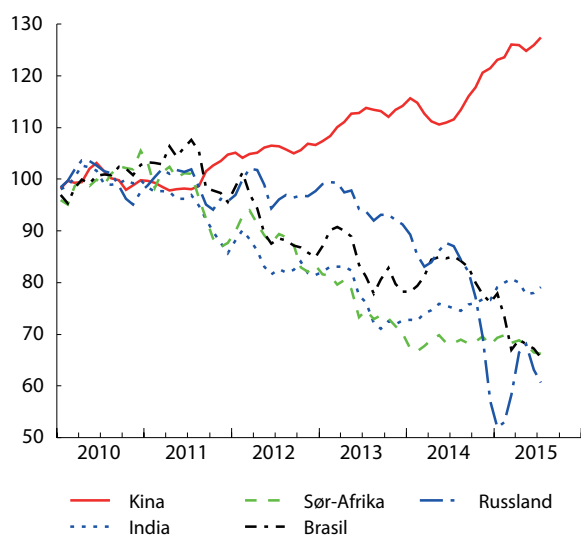
Kilde: Macrobond

Figur 1.18. **Framvoksende økonomier. Styringsrenter**

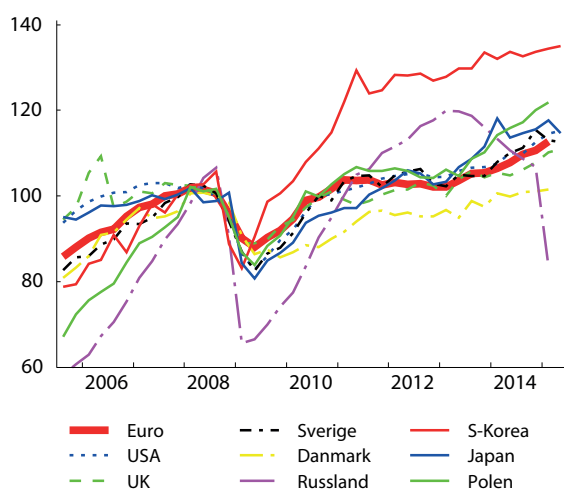


Kilde: Macrobond

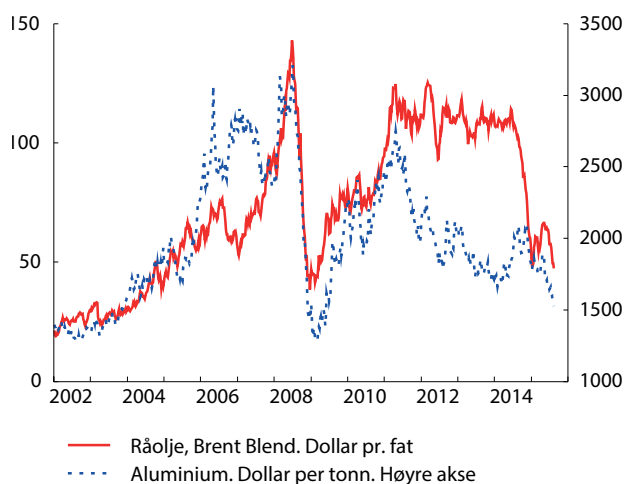
Figur 1.19. Framvoksende økonomier. Valutakurser, BIS, nominell indeks



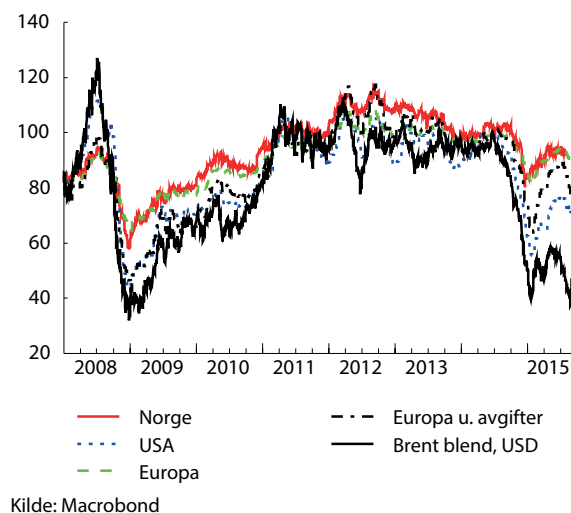
Figur 1.20. Import Norges handelspartnere. Sesongjustert 2008=100



Figur 1.21. Spotpris råolje og aluminium



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



Sammenliknet med Norge pumpes en mye større andel av de løpende inntektene fra olje- og gassvirksomheten i Russland direkte inn i økonomien. Med lave oljepriser vil Russlands økonomi fortsette å rammes hardt.

Utsiktene er dystre også i Brasil, den andre av de to oljeeksporterende BRICS-økonomiene. BNP har falt de to siste kvartalene, og i likhet med Russland sliter Brasil med høy og stadig økende inflasjon. I juli kom inflasjonen opp i nesten 10 prosent, og sentralbanken (som opererer med et inflasjonsmål på 4,5 prosent) har svart med å øke renta fortløpende, nå sist til 14,25 prosent i sommer. Husholdningene har en relativt stor beholdning av gjeld med flytende rente, som medfører en kraftig kontraktiv impuls fra pengepolitikken. Svake offentlige finanser gjør at myndighetene strammer inn finanspolitikken selv om økonomien er i en nedgangskonjunktur. Dermed er det duket for en meget svak utvikling i den brasilianske økonomien også framover.

#### 1.4. Avtakende vekst i Japan og Sør-Korea

I Japan falt BNP med 1,6 prosent i 2. kvartal, sesongjustert og målt som årlig rate, etter en oppgang på hele 4,4 prosent i kvartalet før. Som stor oljeimportør har japansk økonomi en klar fordel av den lave oljeprisen. Oljeprisnedgangen har imidlertid også bidratt til å bringe inflasjonen ned mot null igjen etter en periode med stigende priser. Dermed kan det se mørkt ut for sentralbankens mål om å nå stabil inflasjon på rundt 2 prosent innen midten av neste år.

I Sør-Korea har den økonomiske veksten avtatt siden i fjor høst og var på 1,2 prosent i 2. kvartal. Det er i hovedsak det private konsumet som trekker ned veksten. Husholdningenes tilbakeholdenhet forklares i stor grad med et utbrudd av MERS-viruset tidligere i år. Utbruddet er nå under kontroll og forventes å være utryddet i løpet av september. Likevel rakk utbruddet å skape mye frykt i befolkningen. For å opprettholde aktiviteten har myndighetene bidratt med ekspansive stimulanser via både finans- og pengepolitikken. Veksten ventes dermed å ta seg noe opp igjen.

### Boks 1.1. Utviklingen i oljemarkedet

Oljeprisen var om lag 110 dollar fatet i gjennomsnitt i årene 2011-2013. I fjor sommer økte oljeprisen til noe under 115 dollar per fat, men falt deretter til nær 45 dollar fatet i midten av januar i år. Siden steg oljeprisen til 65 dollar i mai i år, men har deretter falt og lå i slutten av august på om lag 50 dollar per fat.

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 Jemen. Dessuten har sanksjonene mot Irans oljeeksport fortsatt på grunn av landets atomvåpenprogram. Oljeprisen falt etter sommeren som følge av økt produksjon i Libya og til dels Irak. På sitt ministermøte 27. november i fjor vedtok OPEC ikke å redusere produksjonen på tross av oljeprisfallet slik mange forventet, og dette bidro til at oljeprisen falt ytterligere gjennom fjoråret. OPEC har etter dette møtet til nå økt produksjonen med rundt 1,4 millioner fat daglig. I tillegg har den lave oljeprisen hittil bare til en viss grad ført til lavere vekst i produksjonen av lettolje fra tette bergarter i USA.

IEA (International Energy Agency) forventer at den globale etterspørselen etter råolje vil øke med 1,6 millioner fat per dag i 2015, og ytterligere med 1,4 millioner fat i 2016. Dette er høyere enn tidligere forventet og skyldes først og fremst den lave oljeprisen. Økningen utenfor OECD 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 også at etterspørselen i OECD vil øke noe i år, mens den vil holde seg om lag uendret i 2016.

Råoljeproduksjonen utenfor OPEC forventes av IEA å øke med 1,1 millioner fat daglig i 2015. Dette er mindre enn man tidligere forventet og skyldes den lave oljeprisen. Størsteparten av økningen i år er antatt å komme i OECD. Økningen i OECD er først og fremst forventet å komme i USA og i mindre grad i Canada, mens produksjonen i Nordsjøen vil holde seg om lag uendret. 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. På grunn av den lave oljeprisen forventer IEA at produksjonen utenfor OPEC vil falle med 0,2 millioner fat per dag neste år. Det forventes en liten økning i USA og Canada, mens produksjonen reduseres noe i blant annet Europa og Russland.

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 over de siste tre månedene, vil de globale lagrene av råolje øke med hele 1,9 millioner fat daglig i 2015 og ytterligere med 0,9 millioner fat til neste år. Dette vil isolert sett legge et press nedover på prisene, i tillegg til at de samlede lagrene av råolje og produkter i OECD aldri har vært så høye som nå.

Iran har de siste årene eksportert 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 avtale som blant annet innebærer lettelse for oljeeksporten fra og med neste år, dersom avtalen blir implementert. Det er usikkert i hvilken grad Iran vil makte å øke sin oljeeksport hvis avtalen settes i verk, men det vil uansett bidra til å legge en demper på den videre prisutviklingen.

Det hersker usikkerhet om størrelsen på OPECs ledige produksjonskapasitet, men de fleste analytikere anslår den til noe over 2 millioner fat per dag (når man ser bort ifra den ledige kapasiteten i Iran, Libya, Nigeria og Irak). Dersom den globale etterspørselen fortsetter å øke etter 2016 og produksjonen utenfor OPEC begynner å falle, kan man etter hvert få en nedbygging av lagrene og et visst press oppover på oljeprisen.

Vi legger til grunn at oljeprisen vil holde seg om lag på 50 dollar fatet fra nå og ut neste år og deretter stige til 62 dollar mot slutten av 2018.

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

|                                        | Prognose    |             |             |             | Prognose    |             |             |             |             |             |             |             |
|----------------------------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
|                                        | 2013        | 2014        | 2015        | 2016        | 15,1        | 15,2        | 15,3        | 15,4        | 16,1        | 16,2        | 16,3        | 16,4        |
| <b>Etterspørsel</b>                    | <b>91,9</b> | <b>92,6</b> | <b>94,2</b> | <b>95,6</b> | <b>93,6</b> | <b>93,5</b> | <b>94,5</b> | <b>95,2</b> | <b>94,8</b> | <b>94,8</b> | <b>96,0</b> | <b>96,8</b> |
| OECD                                   | 46,0        | 45,6        | 46,1        | 46,2        | 46,6        | 45,1        | 46,1        | 46,5        | 46,4        | 45,3        | 46,2        | 46,7        |
| Europa                                 | 13,6        | 13,4        | 13,6        | 13,5        | 13,6        | 13,4        | 13,8        | 13,5        | 13,3        | 13,5        | 13,8        | 13,5        |
| Amerika                                | 24,1        | 24,1        | 24,4        | 24,5        | 24,2        | 24,1        | 24,5        | 24,7        | 24,5        | 24,2        | 24,6        | 24,9        |
| Asia Oseania                           | 8,4         | 8,2         | 8,1         | 8,1         | 8,8         | 7,7         | 7,8         | 8,3         | 8,7         | 7,6         | 7,8         | 8,3         |
| Tidligere Sovjetunionen                | 4,7         | 4,8         | 4,8         | 4,8         | 4,6         | 4,8         | 4,9         | 4,8         | 4,6         | 4,7         | 4,9         | 4,9         |
| Resten av verden                       | 41,2        | 42,2        | 43,4        | 44,6        | 42,4        | 43,6        | 43,5        | 43,9        | 43,8        | 44,8        | 44,9        | 45,2        |
| <b>Tilbud</b>                          | <b>91,2</b> | <b>93,7</b> | <b>96,1</b> | <b>96,5</b> | <b>95,3</b> | <b>96,5</b> | <b>96,3</b> | <b>96,3</b> | <b>96,3</b> | <b>96,2</b> | <b>96,5</b> | <b>96,7</b> |
| OPEC <sup>1</sup>                      | 36,6        | 36,6        | 38          | 38,6        | 37,0        | 38,1        | 38,4        | 38,4        | 38,5        | 38,5        | 38,6        | 38,6        |
| OECD                                   | 21          | 22,8        | 23,5        | 23,7        | 23,8        | 23,7        | 23,2        | 23,5        | 23,8        | 23,5        | 23,5        | 24,0        |
| Tidligere Sovjetunionen                | 13,9        | 13,9        | 13,9        | 13,7        | 14,0        | 14,0        | 13,8        | 13,8        | 13,8        | 13,7        | 13,6        | 13,6        |
| Resten av verden                       | 19,7        | 20,3        | 20,7        | 20,5        | 20,5        | 20,7        | 20,9        | 20,6        | 20,2        | 20,5        | 20,8        | 20,5        |
| <b>Lagerendring (og diverse)</b>       | <b>-0,7</b> | <b>1,0</b>  | <b>1,9</b>  | <b>0,9</b>  | <b>1,6</b>  | <b>3,0</b>  | <b>1,8</b>  | <b>1,1</b>  | <b>1,5</b>  | <b>1,4</b>  | <b>0,5</b>  | <b>-0,1</b> |
| Etterspørsel rettet mot OPEC           | 37,3        | 35,7        | 36,1        | 37,7        | 35,3        | 35,1        | 36,7        | 37,3        | 37,1        | 37,0        | 38,0        | 38,7        |
| Gjennomsnittlig oljepris (Brent Blend) | 108,5       | 98,5        |             |             | 55,2        | 63,4        |             |             |             |             |             |             |
|                                        |             |             |             |             |             |             |             |             |             |             |             |             |
| Oljepris, prognoser SSB                |             |             |             |             |             |             |             |             |             |             |             |             |
|                                        | 2015        | 2016        | 2017        | 2018        |             |             |             |             |             |             |             |             |
|                                        | 54,9        | 52,5        | 56,3        | 59,5        |             |             |             |             |             |             |             |             |

Kilde: IEA: Oil Market Report August 2015 og SSB.

<sup>1</sup> Prognosen for råoljeproduksjonen i OPEC er laget av Statistisk sentralbyrå.