

1. Internasjonal økonomi

Den økonomiske veksten avtok klart hos Norges handelspartnere samlet i 2. kvartal i år. Både i euroområdet og USA var veksten svak, og i Sverige har det vært en klar avmatning de siste to kvartalene. I Øst-Europa derimot, er utviklingen relativt sterk, og både i Polen og Ungarn var veksten tilbake rundt 4 prosent i 2. kvartal etter en svak start på året. Blant de framvoksende økonomiene er bildet noe blandet. I India har veksten fortsatt rundt 7 prosent inn i 2016, og i Kina tok veksten seg markert opp igjen i 2. kvartal, til 7,4 prosent. I store råvareeksporterende land som Brasil, Russland og Sør-Afrika, der BNP har falt markert i kjølvannet av råvareprisnedgangen de siste årene, ser nedgangen ut til å nærme seg slutten, hjulpet av at råvareprisene igjen har økt i 2016.

I euroområdet var det særlig investeringene som sviktet i 2. kvartal, etter en gryende oppgang siden i fjor sommer. Også i Sverige og USA falt investeringene i 2. kvartal, men fra høyere nivå. Dette indikerer at den økonomiske veksten er meget skjør. I Storbritannia derimot var BNP-veksten overraskende høy i 2. kvartal, og det er foreløpig ikke så mye som tyder på noen markert nedtur i 3. kvartal, slik mange varslet som følge av at folkeavstemningen i juni endte i favør av britisk EU-utmeldelse. Vi har imidlertid nedjustert anslagene for Storbritannia noe de nærmeste kvartalene, men langt mindre enn for eksempel Bank of England. Storbritannia er dessuten en såpass liten handelspartner for Norge at den direkte effekten på norsk eksport blir beskjeden. Vi tror heller ikke de indirekte økonomiske effektene av Brexit blir store. Det har vært beskjedne reaksjoner i internasjonale finansmarkeder, bortsett fra en markert svekkelse av britiske pund som isolert sett bidrar til å dempe de negative effektene.

Vi legger til grunn at den økonomiske veksten i OECD-området vil ta seg langsomt opp gjennom prognose-

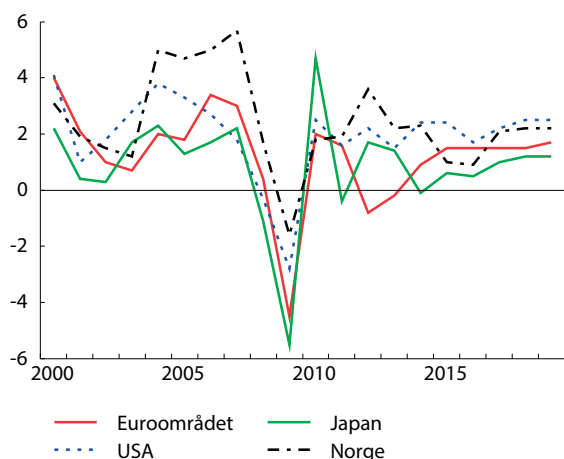
perioden. Arbeidsledigheten er fortsatt meget høy i mange land, og det vil ta lang tid før den kommer ned på mer normale nivåer. Høy gjeld i offentlig og privat sektor bidrar til å dempe oppgangen. I framvoksende økonomier venter vi at Brasil og Russland etter hvert vil begynne å vokse igjen, men både der og i Kina venter vi betydelig lavere vekst på lang sikt enn det som lenge har vært vanlig i disse landene. Samlet sett betyr dette at Norges handelspartnere kan passere konjunkturbunnen rundt kommende årsskifte. Den påfølgende oppgangen ser ut til å bli meget forsiktig.

Vi regner med at trendveksten hos de fleste av Norges handelspartnere er lavere enn før finanskrisen. Dette må ses i sammenheng med høy gjeld både i privat og offentlig sektor i mange land. I Kina kommer i tillegg omstillingen til en mer konsumdrevet økonomi. Dette innebærer at det nå behøves en lavere økonomisk vekst for at vi skal definere noe som en konjunkturoppgang, nærmere bestemt ved at BNP vokser raskere enn trendveksten. I tillegg kan det se ut til at sammenhengen mellom veksten i BNP og internasjonal etterspørsel er noe endret, slik at en gitt BNP-vekst genererer mindre internasjonal etterspørsel enn før. Dette bidrar til å senke veksten i markedsindikatoren ytterligere, se boks 1.1.

1.1. Svak utvikling i amerikansk økonomi

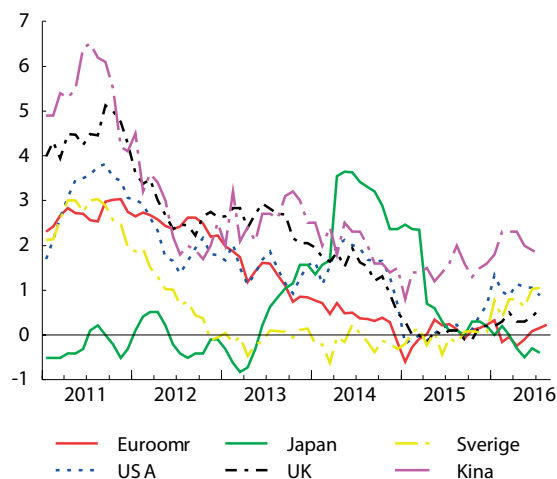
Etter to år med en økonomisk vekst på rundt 2,5 prosent har det siden i fjor høst vært en klar avmatning i amerikansk økonomi. Årets andre kvartal var det tredje på rad med en BNP-vekst på rundt 1 prosent, sesongjustert og målt som årlig rate. Med en befolkningsvekst som øker i om lag samme tempo er dermed BNP-veksten per person lik null. Det er særlig investeringene som trekker ned, med et fall på hele 4 prosent siden 3. kvartal i fjor. Riktignok kan en stor del av dette tilskrives lagernedbygging, men også eksporten har falt klart

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

Boks 1.1. Langsommere globalisering?

I KVARTS beregnes den internasjonale etterspørselen etter norske varer og tjenester ved å vekte sammen Norges handelspartneres import med norske eksportvekter. Når vi lager prognoser for denne etterspørselen framover, vekter vi sammen våre BNP-anslag for de samme landene multiplisert med den estimerte historiske sammenhengen mellom BNP og import for hvert enkelt land.

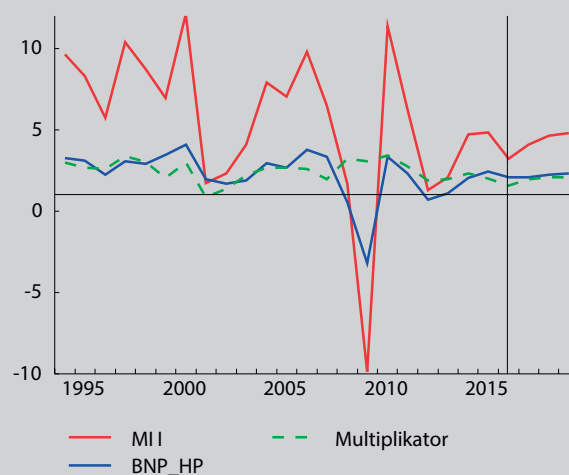
I internasjonale lavkonjunkturer rammes ofte handelen mellom land relativt sterkt. Ifølge våre estimater har importen hos Norges handelspartnere normalt og i gjennomsnitt vokst omtrent 2,3 ganger raskere enn BNP. Forholdstallet varierer landene imellom, fra 1,5 for Kina til 2,6 for Danmark og med euroområdet plassert noe over gjennomsnittet med 2,5 prosent. I forrige internasjonale lavkonjunktur, på begynnelsen av 2000-tallet, falt denne multiplikatoren ned mot 1 prosent i en toårsperiode, for deretter å ta seg opp igjen med konjunkturerne. Siden 2012 har multiplikatoren igjen falt, til rundt 2,0 prosent, og i 2016 ligger den ifølge våre anslag nå an til å bli på bare 1,6 prosent. Dette betyr at etterspørselsimpulsene til norsk økonomi for tiden er enda svakere enn veksten i handelspartnerens BNP isolert sett skulle tilsi.

Det kan være at det kun er konjunkturelle faktorer som har ført til nedgangen i multiplikatoren denne gangen også. Det er imidlertid gode argumenter for at den vil være lavere enn før også på lengre sikt. Det er flere tegn til økende proteksjonisme internasjonalt, blant annet på grunn av høy arbeidsledighet og store flyktningestrømmer. Motstanden mot internasjonale handelsavtaler som Trans Pacific Partnership (TPP) og Transatlantic Trade and Investment Partnership (TTIP) er økende, og vi ser en klar tendens til en økende skepsis mot EU i mange europeiske land, ikke minst i Storbritannia som er i ferd med å melde seg ut. Økte politiske spenninger kan øke hyppigheten av handelsboikotter og andre typer handelsrestriksjoner, som for eksempel Russland ble utsatt for etter annekasjonen av Krim-halvøya i 2014. Den kinesiske økonomien er inne i en omstilling der høyere konsumvekst skal (delvis) kompensere

for lavere investeringsvekst. Konsum har normalt en lavere importandel enn investeringer. Det bidrar til å redusere kinesisk importvekst for en gitt BNP-vekst. De to siste årene har kinesisk import vokst langsommere enn landets BNP, mens multiplikatoren tidligere som nevnt har vært på rundt 1,5 prosent. For Norges handelspartnere samlet har vi lagt til grunn at multiplikatoren relativt raskt vil ta seg opp fra dagens lave nivå, men at den fra neste år vil stabilisere seg på et lavere nivå enn tidligere, rundt 2,0 prosent.

Lavere BNP-trendvekst hos Norges handelspartnere og en mindre multiplikator fra BNP til internasjonal etterspørsel innebærer ifølge våre anslag en reduksjon i trendveksten i den internasjonale etterspørselen hos Norges handelspartnere til knappe 4 prosent, mot rundt 5,5 prosent før finanskrisen.

Årsvekst i BNP (BNP HP) og internasjonal etterspørsel (MII) hos Norges handelspartnere samt utviklingen i forholdet mellom disse (Multiplikator)



Kilde: Macrobond

de siste to årene, som en følge av at den amerikanske dollaren styrket seg med mer enn 20 prosent handelsvektet i samme periode. Offentlige utgifter, som er på en svakt stigende bane igjen, falt noe i 2. kvartal. Det eneste klare lyspunktet i 2. kvartal var husholdningenes etterspørsel, som vokste med hele 4,4 prosent.

Mye av det som har dempet veksten er av midlertidig art. Oljeprisen har kommet noe opp igjen og vil bidra til økte investeringer, selv om dette også kan dempe den robuste veksten i husholdningenes etterspørsel noe. Dessuten må lagernedbyggingen, som har trukket ned veksten de siste fem kvartalene, forventes å gå mot slutten. Dollaren ser også ut til å ha passert toppen, og har svekket seg noe den siste tiden. Denne bedringen i kostnadsmessig konkurranseevne vil stimulere eksporten. Selv om finanspolitikken ikke kan omtales som ekspansiv, har offentlige utgifter økt siden 2014, etter kraftige kutt i de foregående årene. Nedgangen i 2. kvartal ventes å være midlertidig, og snu til ny oppgang allerede inneværende høst. Månedstatistikk peker

i retning av at BNP-veksten vil bli høyere i 3. kvartal, med en positiv utvikling både i industrien og i detaljhandelen. Vi legger til grunn at veksten tar seg gradvis opp igjen i amerikansk økonomi framover, men at oppgangen blir meget moderat, slik at årsveksten øker fra 1,4 prosent i år til 2,5 prosent i 2019.

Det er særlig i olje- og oljerelaterte næringer at investeringene har falt, men nedgangen har etter hvert også spredd seg til andre næringer. Investeringer i forskning og utvikling skiller seg positivt ut, med høy vekst også inn i 2016. Oljeprisen har nå kommet godt opp fra rekordlave nivåer ved årsskiftet, og ventes å øke ytterligere noe framover. Det har bidratt til at oljeproduksjonen har sluttet å falle. Dermed kan både produksjon og investeringer begynne å vokse igjen. Industriproduksjonen falt med drøye 2 prosent fra inngangen til 2015 og fram til våren 2016, men har vokst klart i juni og juli i år. Den amerikanske dollaren ventes å svekke seg ytterligere litt framover. Dermed reverseres den kraftige negative impulsen til konkurranseutsatt næringsliv noe.

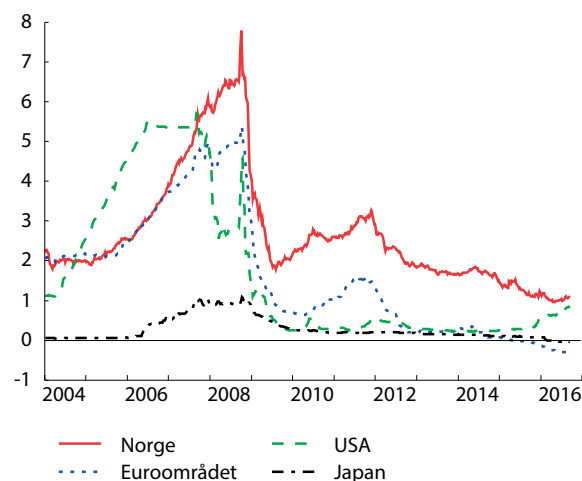
Husholdningenes etterspørsel har vokst med rundt 3 prosent de siste to årene. Når det relativt svake 1. kvartalet i år ble etterfulgt av et sterkt 2. kvartal, kan det se ut til at husholdningenes etterspørsel er tilbake på sporet. Oppgangen var bredt basert, og det var særlig etterspørselen etter varige forbruksvarer som økte markert. Unntaket var bilsalget, som har avtatt det siste året, tross fallende bensinpriser. Husholdningene har begynt å øke sin brutto gjeld igjen de siste par årene men ikke like mye som økningen i disponibel inntekt, slik at gjeldsbelastningen fortsatt er avtakende. Siden toppen i 2008 har husholdningenes gjeld som andel av disponibel inntekt nå falt med 20 prosent, til drøye 100 prosent. Høyinntektsgrupper med lav marginal konsumtilbøyelighet har riktignok stått for mye av inntektsveksten, som demper den positive effekten på konsumet. Omsetningen i detaljhandelen økte markert i sommer etter en periode med stagnasjon sist vinter. Forventningsundersøkelser tyder på at optimismen i husholdningene har økt noe i den samme perioden. Det kan peke mot at husholdningenes konsum fortsetter å øke framover.

Boligmarkedet har imidlertid vist klare svakhetstegn den siste tiden, noe som skaper usikkerhet om den videre utviklingen. Boligprisen har falt noe siden i vinter. Det har vi imidlertid sett de to foregående årene også, etterfulgt av ny oppgang mot slutten av året, og vi ville derfor normalt ikke lagt særlig vekt på det. Men i lys av at boliginvesteringene falt klart i 2. kvartal etter en lang periode med mer eller mindre sammenhengende vekst siden bunnen i 2010, skaper dette usikkerhet med tanke på den videre utviklingen. Med fortsatt svært lave renter og utsikter til noe bedre konjunkturer framover regner vi det som mest sannsynlig at boligmarkedet slår om i en ny, moderat oppgang.

Arbeidsledigheten er nå mer enn halvert siden toppen i 2009, og med 4,9 prosent er ledighetsraten nå under gjennomsnittet for de to tiårene før finanskrisen på 5,4 prosent. Denne nedgangen må imidlertid til dels tilskrives at mange har gitt opp å få seg jobb og trukket seg ut av arbeidsmarkedet. Yrkesdeltakelsen har falt med nesten 4 prosentpoeng siden 2008, til nær 62 prosent i 2015, men ser siden ut til å ha stabilisert seg rundt dette nivået. Som følge av den svake utviklingen i amerikansk økonomi hittil i år har nedgangen i ledighetsraten mer eller mindre stoppet opp. Etter en foreløpig bunn på 4,7 prosent i mai var den i juli tilbake på samme nivå som ved begynnelsen av året.

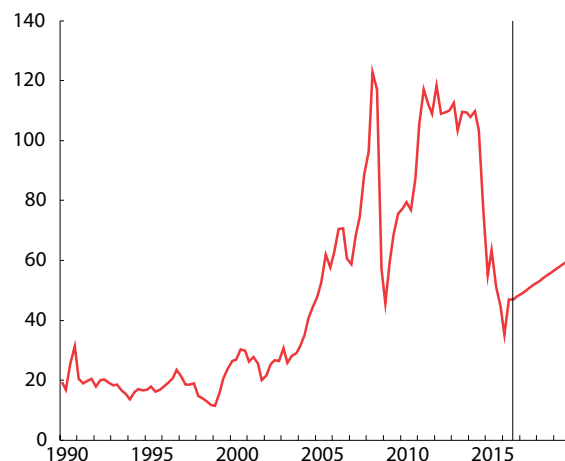
Inflasjonen har tatt seg klart opp i år, etter et drøyt år rundt null som følge av dollarstyrking og fallende oljepriser fra sommeren 2014 og gjennom 2015. I 2016 er disse faktorene i noen grad reversert, og inflasjonen har kommet opp i rundt 1 prosent målt ved 12-månedersveksten i konsumprisindeksen (KPI). Underliggende inflasjon, det vil si KPI justert for mat- og energipriser, har også økt noe, til 2,2 prosent i juli i år. Med inflasjon nær målet og en svak utvikling i realøkonomien kan den amerikanske sentralbanken (Fed) ventes å være

Figur 1.3. Internasjonale renter. 1 måned



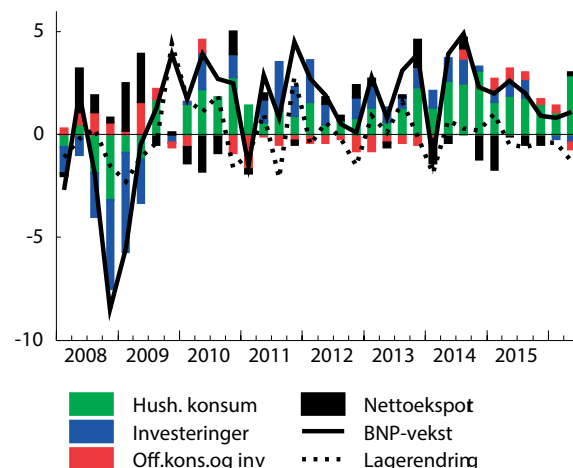
Kilde: Macrobond

Figur 1.4. Oljepris, Brent blend



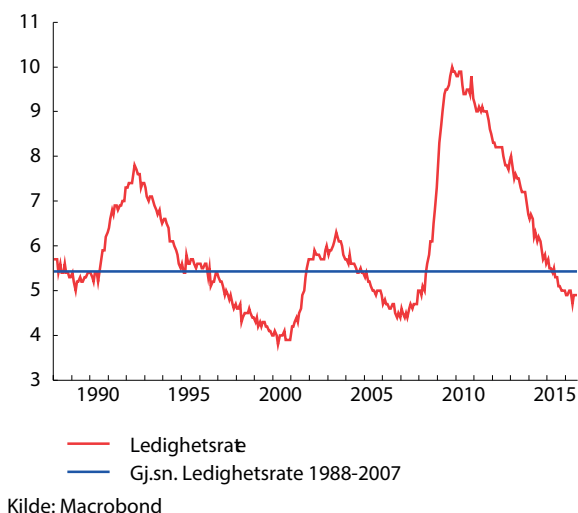
Kilde: Macrobond og Statistisk sentralbyrå

Figur 1.5. USA. Bidrag til BNP-vekst



Kilde: Macrobond

Figur 1.6. USA. Arbeidsledighet



tilbakeholden med ytterligere innstramminger i pengepolitikken. Med bortfall av kvantitative lettelsener og den kraftige dollarstyrkingen er pengepolitikken allerede strammet inn betydelig. I desember i fjor satte Fed opp styringsrenta med et kvart prosentpoeng etter syv år på 0,25 prosent. Siden har den vært uendret på 0,5 prosent. Framover venter vi at Fed vil gå forsiktig fram og at renteøkningen blir meget moderat. Tre måneders pengemarkedsrenter har økt fra bunnen rundt 0,25 prosent i 2014 til 0,8 prosent i høst. Implisitte terminrenter indikerer at pengemarkedsrentene kun forventes å øke til knappe 1,5 prosent ved utgangen av vår prognoseperiode i 2019.

1.2. Langsom bedring i Europa

Den økonomiske veksten i Europa er fortsatt svak og inflasjonen lav. Dette tyder på at de kvantitative lettelsene sammen med rekordlave og sågar negative renter, i liten grad har stimulert realøkonomien, men i stedet bidratt til å blåse opp prisene i verdipapir- og boligmarkedene. Siden bunnpunktet i februar har for eksempel hovedindeksen på den britiske børsen steget med nær 25 prosent, og i Tyskland har renta på tiårige statsobligasjoner vært negativ siden britene bestemte seg for å tre ut av EU samarbeidet i juni. Både i Storbritannia, Sverige og Tyskland har boligprisene steget mye de siste årene.

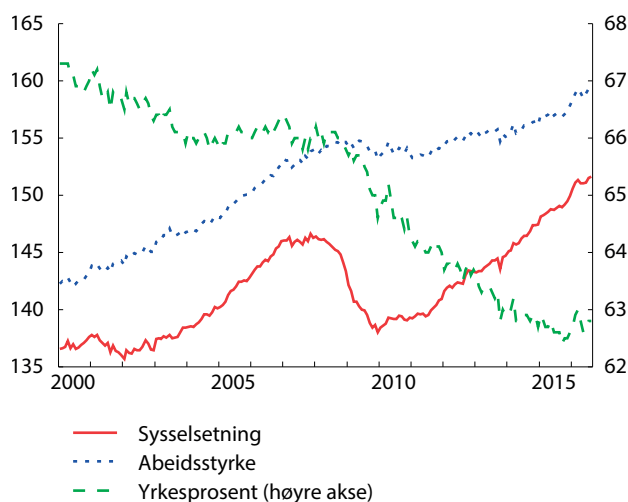
For å få en bærekraftig vekst i Europa er en robust oppgang i investeringene nødvendig. Inntil nå har imidlertid investeringene, med et unntak for boliginvesteringene i enkelte land, kun utvist sporadiske tilløp til vekst, til tross for rekordlave renter og rikelig med likviditet i bankvesenet. Svake konjunkturutsikter, frykt for terror og for mulige konsekvenser av brexit kan bidra til å dempe investeringene også framover.

Høy gjeld og svake markedsutsikter demper både private investeringer og husholdningenes forbruk. Offentlige utgifter har økt noe igjen de siste par årene, etter en periode med svært kontraktiv finanspolitikk, men finanspolitikken bidrar fremdeles i liten grad til å stimulere euro-økonomien samlet sett. Det er betydelige forskjeller mellom landene. Italia, Spania og ikke minst Hellas har strammet kraftig inn, mens Frankrike og særlig Tyskland har ført en til dels ekspansiv finanspolitikk. Resultatet av den svake etterspørselen og manglende investeringer er lav produktjons- og produktivtetsvekst i økonomien som helhet, og høy ledighet - spesielt blant unge.

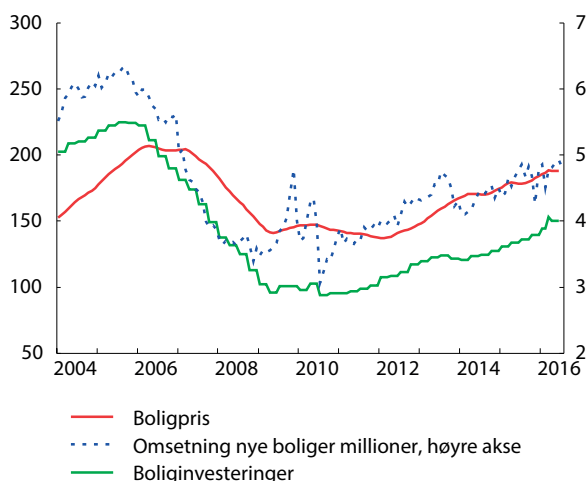
Produktivtetsveksten har avtatt siden midten av 1990-tallet og særlig etter finanskrisen. En vesentlig grunn til den svake utviklingen de senere årene er sykliske forhold knyttet til svak etterspørsel. Det vedvarende lave nivået på investeringene har også ført til fall i kapitalintensiv produksjon.

For euroområdet samlet vokste BNP med 1,1 prosent i årets 2. kvartal, sesongjustert og regnet som årlig rate, ned fra 2,2 prosent i kvartalet før. Som vanlig var

Figur 1.7. USA. Arbeidsmarkedet



Figur 1.8. USA. Boligmarkedet



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	2019
Euroområdet																
SSB	2,3	1,7	3,2	3,1	0,5	-4,5	2,1	1,6	-0,9	-0,3	0,9	1,6	1,6	1,4	1,5	1,7
IMF													1,5	1,6	1,6	1,6
USA																
SSB	3,8	3,3	2,7	1,8	-0,3	-2,8	2,5	1,6	2,2	1,5	2,4	2,4	1,4	2,1	2,5	2,5
IMF													2,4	2,5	2,4	2,1
Sverige																
SSB	4,3	2,8	4,7	3,4	-0,6	-5,2	6,0	2,7	-0,3	1,3	2,3	4,1	2,9	2,0	2,5	2,5
IMF													3,7	2,8	2,5	2,3
Storbritannia																
SSB	2,5	3,0	2,7	2,6	-0,5	-4,2	1,5	2,0	1,2	1,7	2,9	2,2	1,9	1,8	2,3	2,4
IMF													1,9	2,2	2,2	2,1
Kina																
SSB	10,1	11,3	12,7	14,2	9,6	9,2	10,6	9,5	7,7	7,7	7,3	6,9	6,2	6,0	5,4	5,0
IMF													6,5	6,2	6,0	6,0
Handelspartnere¹																
SSB	2,9	2,6	3,8	3,3	0,5	-3,2	3,3	2,3	0,7	1,1	2,0	2,5	2,1	2,1	2,2	2,3
IMF													2,3	2,3	2,2	2,2
	Prisvekst															
	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Euroområdet																
SSB	2,2	2,2	2,2	2,1	3,3	0,3	1,6	2,7	2,5	1,3	0,4	0,1	0,2	0,7	1,0	1,5
IMF													0,4	1,1	1,3	1,5
Andre land (anslag fra IMF fom. 2014)																
USA	2,7	3,4	3,2	2,9	3,8	-0,3	1,6	3,1	2,1	1,5	1,6	0,1	0,8	1,5	2,4	2,5
Sverige	1,0	0,8	1,5	1,7	3,3	1,9	1,9	1,4	0,9	0,4	0,2	0,7	1,1	1,4	1,7	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	0,8	1,9	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	1,4	1,8	2,0	2,2	2,6
Handelspartnere ¹	2,0	2,2	2,2	2,3	3,7	0,7	2,1	3,2	2,3	1,5	0,9	0,5	0,8	1,5	1,7	1,9

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

Kilde: Statistisk sentralbyrå.

det store forskjeller landene imellom. For mens gjeninnhentingen i Spania fortsatte med tilnærmet uforminset styrke, var den totalt fraværende i land som Italia og Frankrike. Etter et sterkt 1. kvartal falt dessuten veksten i Tyskland relativt kraftig tilbake i 2. kvartal

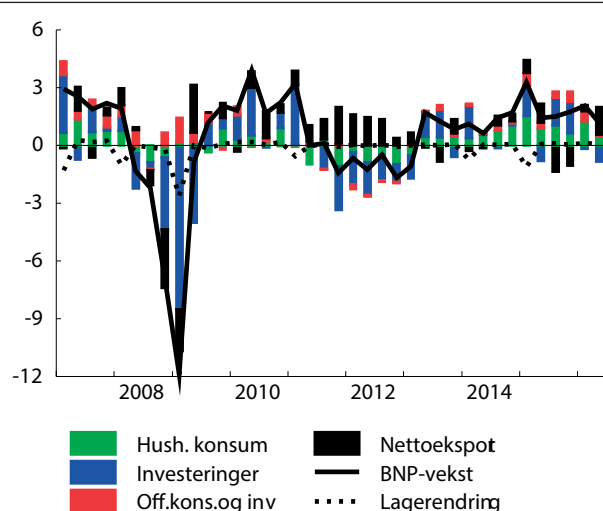
Dekomponeringen av BNP for euroområdet viser at det var innenlandsk etterspørsel som trakk ned veksten i 2. kvartal. Veksten avtok både i offentlig og privat konsum samtidig som investeringene falt. Det var andre kvartalet på rad med fallende investeringer, og i 2. kvartal var nedgangen på hele 4,1 prosent. Det er dermed fremdeles lite som peker mot et klart investeringsoppsving i euroområdet, selv om de har økt noe de siste årene. Eksporten har derimot vokst relativt klart de siste to årene med henholdsvis rundt 5 og 7 prosent, og var tilbake på samme spor i 2. kvartal i år etter en vekstpause i begynnelsen av året. I 2. kvartal økte eksporten

klart både i Tyskland, Italia og, ikke minst, Spania, der oppgangen var på hele 18 prosent.

Inflasjonen i euroområdet har vært rundt null siden slutten av 2014, blant annet som følge fallende oljepriser fra sommeren 2014 og gjennom 2015. Siden siste årsskifte har oljeprisene økt noe igjen, og ventes å øke ytterligere framover, som ventes å bidra til at inflasjonen tar seg langsomt opp gjennom prognoseperioden, til 1,5 prosent i 2019. Med inflasjon klart under målet og en svak realøkonomisk utvikling kan den europeiske sentralbanken (ESB) ventes å komme med nye ekspansive tiltak i tiden som kommer. Dette er tiltak som trolig vil stimulere kreditten til små og mellomstore bedrifter.

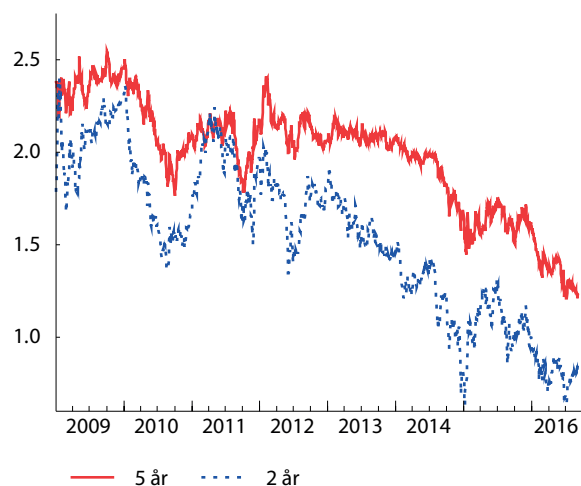
Det er lite som tyder på at euroøkonomien står ovenfor et taktskifte. Høy offentlig gjeld tynger i seg selv, og

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



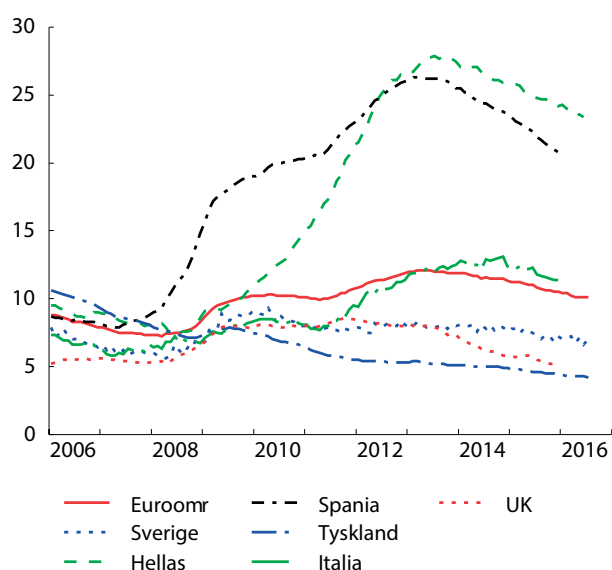
Kilde: Macrobond

Figur 1.10. Euroområdet. Inflasjonsforventninger. Euro inflasjonsswap



Kilde: Macrobond

Figur 1.11. Euroområdet: Arbeidsledighet i utvalgte land



Kilde: Macrobond

vekst- og stabilitetspakten setter klare begrensninger for finanspolitikken også framover, og det er lite som tyder på at nye stimulanser fra pengepolitikken vil få markerte effekter. Med dette som bakteppe legger vi til grunn at veksten i euroområdet kun vil ta seg meget langsomt opp, fra knappe 1,4 prosent i 2017 til 1,7 prosent i 2019. Dette innebærer at euroøkonomien fortsatt vil befinne seg i en lavkonjunktur ved utgangen av prognoseperioden. Rentene vil som følge av dette forbli svært lave. Vi anslår tremåneders pengemarkedsrente til -0,3 prosent som gjennomsnitt for inneværende år, etter hvert økende til 0 prosent mot slutten av 2019.

I Tyskland bidro høyt konsum, blant annet som følge av lave energipriser, til at veksten holdt seg godt oppe i 2015. På slutten av fjoråret var det også høy vekst i næringslivets investeringer, og hjulpet av en mild vinter fortsatte dette inn i 2016. I 2. kvartal i år falt imidlertid investeringene til dels kraftig, og med lavere vekst både i offentlig og privat konsum, bidro dette til at BNP-veksten falt til 1,7 prosent i 2. kvartal i år målt som årlig rate, ned fra 2,9 prosent kvartalet før. Eksporten har utviklet seg positivt, med en vekst på henholdsvis 6,8 og 4,9 prosent i årets to første kvartaler. Arbeidsledigheten har fortsatt å falle, til 4,2 prosent i juli. Inflasjonen som i det siste halvannet år har fluktuert rundt null, lå i august på 0,5 prosent. Målt uten mat- og energivarer var den 1,3 prosent.

I Frankrike falt BNP med 0,2 prosent i 2. kvartal i år målt som årlig rate, etter en periode med relativ god vekst. Husholdningenes konsumvekst stoppet helt opp, og både investeringer og eksport falt noe, mens offentlig konsum fortsetter å vokse jevnt og trutt med om lag 1,5 prosent. Eksporten falt for andre kvartal på rad, og er nå på samme nivå som for et år siden. Arbeidsledigheten har økt noe den siste tiden, og var på 10,3 prosent i juli. Blant dem mellom 16 og 25 år er ledigheten på nærmere 25 prosent.

I Italia stoppet den økonomiske veksten opp i 2. kvartal, etter et forsiktig oppsving gjennom 2015. Den svake utviklingen skyldes svak innenlandsk etterspørsel. Veksten i husholdningenes konsum stoppet opp, og offentlig konsum og investeringer falt. Eksporten viste imidlertid en sterk utvikling også i Italia, som der riktignok må ses i lys av en nedgang i kvartalet før. Italienske myndigheter arbeider for å demme opp for en bankkrise. Statsminister Matteo Renzi sliter allerede med oppslutningen i forkant av en folkeavstemning i november om viktige konstitusjonelle reformer. Skulle han gå på et tap der, har han truet med å gå av. Dette vil i så fall skape rom for Beppe Grillos femstjernersbevegelse som i flere meningsmålinger ligger an til å overta, og således bane veien for en folkeavstemning om hvorvidt Italia bør melde seg ut av EU. Den usikre politiske situasjonen kan bidra til å dempe husholdningenes konsum så vel som næringslivets investeringer.

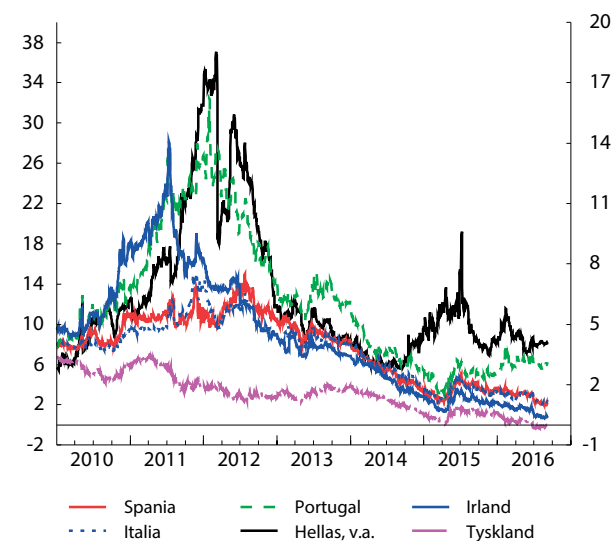
I Spania har den økonomiske veksten vært gjennomgående høy de siste par årene, og i 2. kvartal i år var veksten for sjette kvartal på rad høyere enn 3 prosent målt som årlig rate. Med denne farten vil økonomien være tilbake på nivået fra før finanskrisen tidlig neste år. Veksten i 2. kvartal kom både som følge av svært sterk eksportvekst samt vekst i investeringer og husholdningenes konsum. Det offentlige konsumet falt imidlertid kraftig tilbake, noe som kan ha sammenheng med at Spania i likhet med Portugal, var nære ved å bli bøtelagt av Brussel som følge av å ha brutt budsjettreglene nedfelt i vekst- og stabilitetspakten. Det settes for tiden ikke i gang nye prosjekter i offentlig sektor, noe som spesielt har rammet de som jobber i bygg- og anleggsbransjen. Selv om ledigheten har falt betydelig siden toppen på nesten 27 prosent, lå den i juli fortsatt like i underkant av 20 prosent. Med en ungdomsledighet på nær 44 prosent er det liten tvil om at Spania fortsatt befinner seg i en dyp lavkonjunktur.

Når det gjelder Storbritannia er det vanskelig å si hva den økonomiske effekten av valget om EU-utmelding vil bli på lang sikt. På helt kort sikt har imidlertid de negative effektene i liten grad manifestert seg i statistikken. Aksjekursene har steget med 10 prosent siden juni, detaljhandelen steg med hele 1,4 prosent i juli og arbeidsledigheten fortsetter å falle. Boligprisene fortsatte å vokse klart i juli og i finansmarkedene rapporteres det om at kreditten til ikke-finansielle foretak og husholdninger fortsetter å gå opp. Innkjøpsstjefindeksen hentet seg dessuten inn igjen i august etter fallet måneden før.

Nasjonalregnskapstallene for 2. kvartal i år viste at veksten i Storbritannia var på 2,4 prosent regnet som årlig rate. Dette var økning fra 1,8 prosent kvartalet før og kan tilskrives god vekst i næringslivets investeringer og husholdningenes konsum. Veksten kom til tross for et fall i offentlig konsum. Den engelske sentralbanken har lenge spådd sterke negative konsekvenser for den britiske økonomien av å forlate EU, og kuttet i tråd med det styringsrenta til en ny historisk bunnotering på -0,25 prosent i juli. Samtidig ble det vedtatt å gjenoppta de kvantitative lettelsene som del av en større redningspakke, som også for første gang inkluderer kjøp av private obligasjoner.

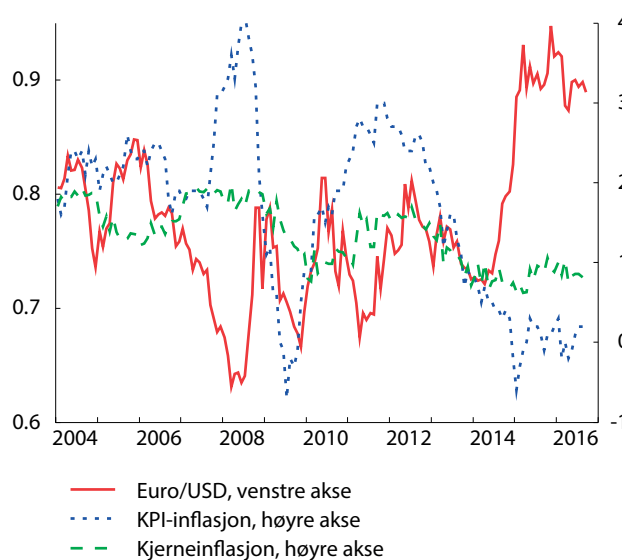
Til tross for disse ekspansive tiltakene senket den engelske sentralbanken sine prognoser klart, slik at BNP nå anslås 2,5 prosent lavere i 2019 enn i prognosene i mai i år, der man antok at folkeavstemningen ville få motsatt utfall. Vi har ikke senket våre anslag for Storbritannia like mye, og vi antar at ringvirkningene til euroøkonomien blir små. Norsk eksport til England utgjør dessuten kun om lag 8 prosent av samlet norsk eksport. Dermed ser det ut til at virkningene på norsk økonomi også blir beskjedne. Våre beregninger viser at selv Bank of Englands relativt pessimistiske anslag kun ville senket samlet internasjonal etterspørsel mot norsk økonomi med knapt et halvt prosent i løpet av

Figur 1.12. 10-års statsobligasjonsrenter i utvalgte europeiske land



Kilde: Macrobond

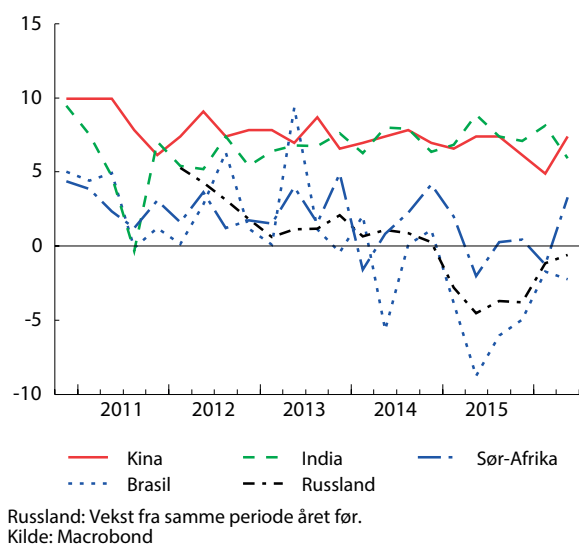
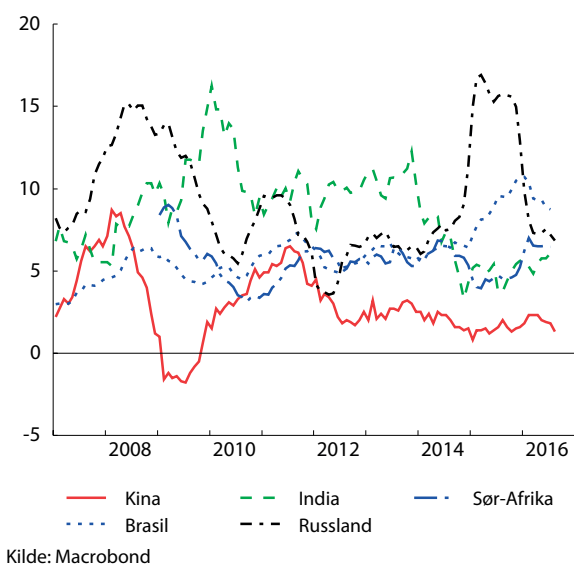
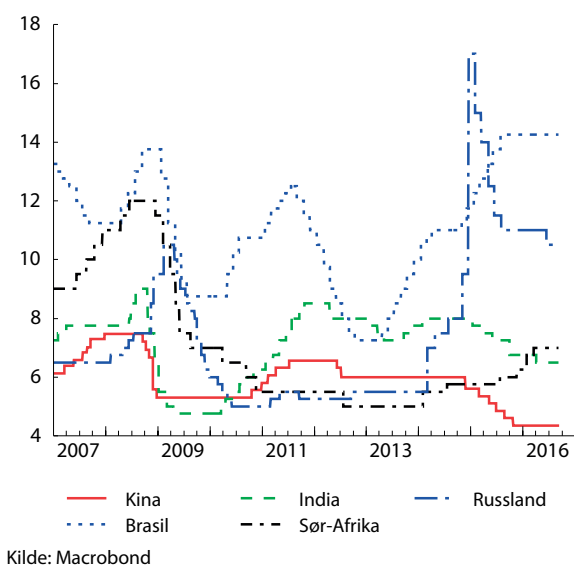
Figur 1.13. Euroområdet. Inflasjon og valutakurs



Kilde: Macrobond.

prognoseperioden, våre anslag med mindre enn halvparten av dette igjen.

Den økonomiske veksten i Sverige har falt klart i år, til henholdsvis 1,7 og 1,1 prosent i årets to første kvartaler, målt som årlig rate, etter å ha vokst med over tre prosent i hvert av de fem foregående kvartalene. Veksten i 2. kvartal var svak både i husholdningenes konsum og investeringer og eksporten gikk ned. Eksporten har nå falt to kvartaler på rad, riktignok etter en oppgang på hele 10 prosent i 4. kvartal i fjor. Unntaket var offentlig etterspørsel, som økte med 2,4 prosent. Industriproduksjonen har falt hittil i år etter et klart oppsving gjennom fjoråret. Nedgangen i arbeidsledigheten ser også ut til å ha stoppet opp. Sveriges Riksbank har videreført sin svært ekspansive pengepolitikk med store oppkjøp av statsobligasjoner og en styringsrente som siden februar i år har ligget på -0,5 prosent. Dette har særlig blitt begrunnet med et ønske

Figur 1.14. **Framvoksende økonomier. BNP-vekst fra kvartalet før**Figur 1.15. **Framvoksende økonomier. Inflasjon**Figur 1.16. **Framvoksende økonomier. Styringsrenter**

om å hindre en svekkelse av tilliten til inflasjonsmålet. Inflasjonen, som har ligget nær null de tre siste årene, tok i januar til å øke og var i juli i overkant av 1 prosent. Kjerneinflasjonen har siden bunnen i mars 2014 økt jevnt og trutt til 1,4 prosent i juli. Vi venter at den økonomiske veksten kun vil ta seg forsiktig opp framover, med noe drahjelp fra økt internasjonal etterspørsel. På grunn av de høye vekstratene rundt årsskiftet gir det likevel en årsvekst på hele 2,9 prosent i år. Deretter venter vi årsvekstrater rundt 2,5 prosent resten av prognoseperioden.

I Danmark har veksten tatt seg opp i 2016 etter klare tegn til stagnasjon gjennom 2015. Veksten i 2. kvartal var riktignok bare 1,8 prosent og dermed klart svakere enn 1. kvartal, da veksten var på 2,7 prosent. Veksten i husholdningenes konsum var meget svak samtidig som investeringene falt. Men en særlig sterk offentlig konsumvekst og noe drahjelp fra eksporten bidro til at veksten ble anstendig. Til tross for en eksportvekst på 3,3 prosent i 2. kvartal, er imidlertid nivået på eksporten fortsatt lavere enn i begynnelsen av 2015. Med nullvekst i offentlige utgifter har husholdningenes etterspørsel vært den viktigste driveren i dansk økonomi de siste par årene. Når husholdningenes etterspørsel kun vokser med 0,6 prosent i 2. kvartal er det derfor bekymringsverdig. Arbeidsledigheten har dessuten steget igjen. Fra et bunnpunkt på 5,9 prosent i januar/februar har den økt til 6,2 prosent i juli, riktignok ned fra en topp på 8,1 prosent i 2012. Inflasjonen har vært i overkant av 0 prosent siden høsten 2013 og ble i juli registrert til 0,3 prosent. Til tross for en svært ekspansiv pengepolitikk, er det lite som tyder på at Danmark står overfor et klart konjunkturomslag. Med litt drahjelp fra en etterhvert forsiktig internasjonal oppgangskonjunktur ser vi for oss at den danske økonomien vil fortsette å vokse moderat i tiden som kommer, med årsveksten gradvis økende fra 1,0 prosent i år til rundt 2 prosent mot slutten av prognoseperioden.

1.3. Høy vekst i Kina og India

I Kina tok den økonomiske veksten seg opp i årets 2. kvartal, til 7,4 prosent sesongjustert og målt som årlig rate, etter en svak start på året med en vekst på kun 4,9 prosent i 1. kvartal. Oppturen i siste kvartal har fått drahjelp av mer ekspansiv finans- og pengepolitikk, blant annet gjennom en lettelse i kapitalkravene ved kjøp av nye boliger.

Utviklingen i husholdningenes konsum er avgjørende for den videre utviklingen. Detaljhandelen har så langt i 2016 vokst med rundt 10 prosent, målt i løpende priser og som årlig rate. Dette er lavere enn vekstratene vi har sett de siste årene på 12-15 prosent, men nedgangen ser foreløpig ut til å ha stoppet opp. I boligmarkedet øker nå prisene på nye leiligheter i 60 av de 70 største byene. Prisutviklingen er ellers karakterisert av stabil inflasjon rundt 2 prosent, om lag halvparten av landets inflasjonsmål på 4 prosent. Sentralbanken har holdt styringsrenta uendret på 4,4 prosent siden oktober i fjor, etter en nedgang på 1,6 prosentpoeng fra slutten

av 2014. Vi legger til grunn at den pågående omstillingen til en mer konsumdrevet økonomi bidrar til at den økonomiske veksten vil avta fra drøye 6 prosent i år til 5 prosent i 2019.

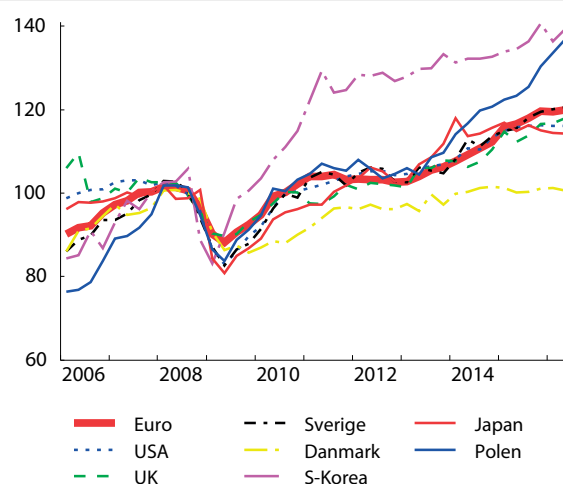
Den indiske økonomien har fortsatt å vokse i stor fart. I årets første kvartal økte BNP med hele 8,1 prosent, sesongjustert og målt som årlig rate, mot en gjennomsnittlig vekst på rundt 7 prosent de siste årene. I 2. kvartal var veksten noe svakere, på knappe 6 prosent. Etter en lengre periode med inflasjon rundt 10 prosent i kjølvannet av finanskrisen kom inflasjonen klart ned ved inngangen til 2015. Lavere mat- og råvarepriser og en stram finanspolitikk bidro til dette. Siden har sentralbanken kuttet styringsrenta med 1,5 prosentpoeng til 6,5 prosent.

1.4. Fra bratt nedtur til svak oppgang i Brasil og Russland framover

I Brasil har BNP fortsatt å falle inn i 2016, dog med forminsket styrke. I årets to første kvartaler var nedgangen på rundt 2 prosent, sesongjustert og målt som årlig rate. Med det har BNP falt med til sammen 8 prosent siden nedturen startet i begynnelsen av 2014. Arbeidsledigheten er nesten doblet i den samme perioden, til nær 12 prosent. Fallende oljepriser har vært den viktigste enkeltårsaken til den økonomiske nedturen. Frykt for Zika-viruset har dessuten rammet turismen, selv om fjorårets fotball-VM og årets sommerolympiade nok har bøtet en del på dette. Den brasilianske valutaen real er fortsatt 30 prosent svakere enn i 2011, til tross for en styrking på nesten 20 prosent etter at oljeprisen tok til å øke rundt siste årsskifte. Likevel fortsetter en kontraktiv rente- og finanspolitikk å dempe den økonomiske veksten. Styringsrenta er satt opp til 14,25 prosent for å motvirke den høye inflasjonen, og finanspolitikken rammes mer eller mindre direkte av oljenedturen. I tillegg er den politiske situasjonen svært usikker, noe som kan bidra til å dempe næringslivets investeringer. Inflasjonen har kommet noe ned, til drøye 8 prosent i juli i år, og dersom den faller ytterligere går det mot kutt i styringsrenta. Sammen med en videre oppgang i oljeprisen kan det dermed ligge an til at BNP så smått vil begynne å vokse igjen neste år, men vi venter at oppgangen blir beskjeden.

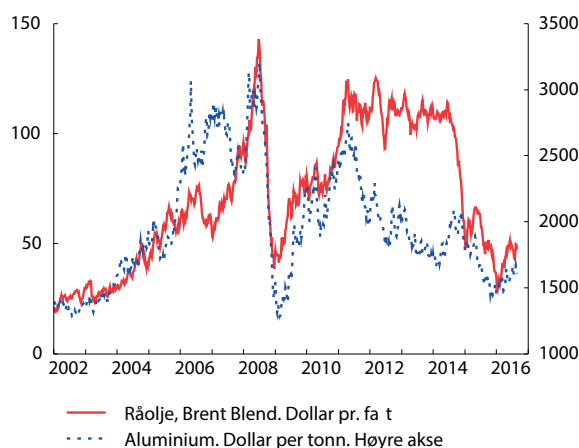
Også i Russland holder den svake økonomiske utviklingen fram. Årets andre kvartal var det sjette på rad med fallende BNP målt fra samme kvartal året før. I 2. kvartal var nedgangen bare på 0,6 prosent, så det ser ut til å nærme seg et fortegnsskifte også i den russiske økonomien. Fortsatt veier de økonomiske sanksjonene mot landet tungt, sammen med den lave oljeprisen. Som i Brasil har inflasjonen kommet noe ned, og den russiske sentralbanken har satt ned styringsrenta, senest i juni til 10,5 prosent. Den var på hele 17 prosent ved inngangen til 2015 for å motvirke at rubelen mer enn halverte sin verdi mot dollar i kjølvannet av oljeprisfallet og den internasjonale handelsboikotten etter invasjonen av Krim-halvøya.

Figur 1.17. Import Norges handelspartnere. Sesongjustert 2008=100



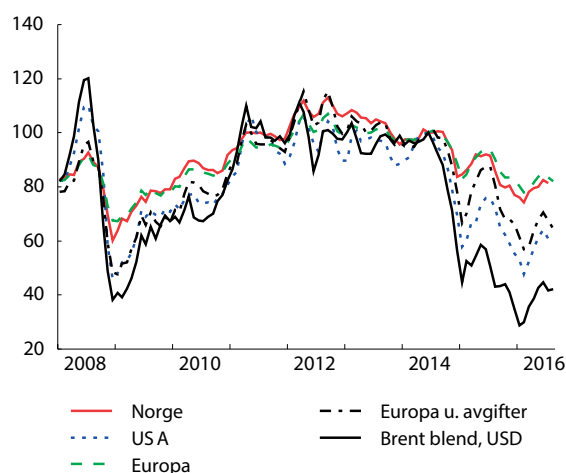
Kilde: Macrobond

Figur 1.18. Spotpris råolje og aluminium



Kilde: Macrobond.

Figur 1.19. Bensinpriser, lokal valuta, juni 2014=100



Kilde: Macrobond

Boks 1.2. Utviklingen i oljemarkedet

Oljeprisen var om lag 110 dollar fatet i gjennomsnitt i årene 2011-2013 og fram til sommeren 2014. Siden var oljeprisen gjennomgående på en fallende trend og lå i begynnelsen av februar i år på om lag 30 dollar fatet. Deretter har oljeprisen steget og lå i begynnelsen av september i underkant av 50 dollar per fat.

Den høye oljeprisen fra 2011 til sommeren 2014 skyldtes blant annet urolighetene i Midtøsten og Nord-Afrika, som medførte redusert oljeproduksjon i flere land. Dessuten fortsatte sanksjonene mot Irans oljeeksport på grunn av landets atomvåpen-program. Oljeprisen falt i 2014 som følge av økt produksjon i USA, Libya og til dels Irak, mens man forventet lavere vekst i etterspørselen spesielt utenfor OECD. På sitt ministermøte i november 2014 vedtok OPEC ikke å redusere produksjonen på tross av oljeprisfallet slik mange forventet, og dette bidro til at oljeprisen falt ytterligere. OPEC har etter dette møtet til nå økt produksjonen med nesten 3 millioner fat daglig. Dette inkluderer økt produksjon i Iran som nå nesten produserer like mye som før sanksjonene ble innført. Oljeprisøkningen de siste tre månedene skyldes først og fremst at produksjonen utenfor OPEC har falt noe.

IEA (International Energy Agency) forventer at den globale etterspørselen etter råolje vil øke med 1,5 millioner fat per dag i 2016, og ytterligere med 1,2 millioner i 2017. Selv om den lave oljeprisen isolert sett fører til økt etterspørsel, vil lavere økonomisk vekst i 2017 trekke i motsatt retning. Økningen utenfor OECD neste år er først og fremst forventet å komme i Kina, India, i andre asiatiske land, og til dels i Afrika. IEA antar også at etterspørselen i OECD vil holde seg om lag uendret i 2017.

Råoljeproduksjonen utenfor OPEC forventes av IEA å falle med 0,9 millioner fat daglig i år på grunn av den lave oljeprisen. Dette skyldes først og fremst en nedgang i produksjonen av lettolje fra tette bergarter i USA. Dette står i sterk kontrast til 2014 da USA økte denne produksjonen med over 1,0 millioner fat per dag. På grunn av en noe høyere fremtidig oljepris, forventer IEA at produksjonen utenfor OPEC vil øke med 0,4 millioner fat daglig neste år. Økningen er først og fremst forventet å komme i Brasil og Kasakhstan.

Dersom OPEC holder framtidig produksjon lik det gjennomsnittlige nivået i juni og juli i år, vil de globale lagrene av råolje øke

med 0,3 millioner fat i 2016, mens det er forventet en marginal nedgang i 2017. Neste år vil etterspørselen gradvis ta igjen tilbudet og det er forventet en nedbygging av lagrene i andre halvår. Dette kan isolert seg legge et visst press oppover på oljeprisen til neste år, selv om de samlede kommersielle lagrene av råolje og raffinerte produkter i OECD fortsatt er høye.

Saudi-Arabia og Russland signaliserte nylig at de vil samarbeide om å stabilisere oljemarkedet. I tillegg har OPEC signalisert at de vil ha uformelle møter med en del oljeproduserende land utenfor kartellet på en energikonferanse i Algerie i slutten av september med sikte på å begrense produksjonen. De fleste analytikere tror derimot ikke det vil bli inngått forpliktende avtaler om å holde igjen på produksjonen på dette møtet.

IEA har i sin Medium-term Oil Market Report sett på utviklingen i etterspørsel og tilbud i perioden 2017-2019. Oljeetterspørselen er forventet å stige med 1,2 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 0,4 millioner fat per dag i året i perioden 2017-2019. Dette er atskillig mindre enn økningen i fjor da produksjonen steg med 1,3 millioner fat daglig. Dette skyldes blant annet at oljeprisfallet har ført til bortfall av investeringer, noe som etter hvert vil gi relativt lite produksjon fra nye felt. Derfor vil ikke den samlede produksjonen utenfor OPEC ta seg mer opp, på tross av at IEA tar hensyn til at oljeproduksjonen i USA etter hvert vil begynne å øke igjen. Alt i alt vil dette føre til at residual- etterspørselen som er rettet mot OPEC vil øke med om lag 0,8 millioner fat per dag i året fra 2017 til 2019. Dette gir rom for økt oljeproduksjon i OPEC.

Dersom et samlet OPEC ikke øker produksjonen i nevneverdig grad i årene fremover, vil man derfor kunne få et visst press oppover på oljeprisen fra og med 2017. Vi legger til grunn at oljeprisen vil ligge rundt 45-50 dollar fatet fra nå og ut året og deretter gradvis stige til 60 dollar mot slutten av 2019.

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

	Prognose				Prognose							
	2014	2015	2016	2017	16:1	16:2	16:3	16:4	17:1	17:2	17:3	17:4
Etterspørsel	93,2	94,8	96,3	97,5	95,4	95,6	97,0	97,0	96,7	97,0	98,2	98,1
OECD	45,8	46,2	46,5	46,6	46,6	45,9	46,8	46,5	46,8	46,1	46,9	46,6
Europa	13,5	13,7	13,9	13,8	13,6	13,9	14,2	13,7	13,6	13,9	14,2	13,7
Amerika	24,2	24,5	24,6	24,7	24,5	24,4	24,9	24,7	24,6	24,6	25,0	24,7
Asia Oseania	8,1	8,0	8,0	8,0	8,5	7,6	7,7	8,1	8,6	7,6	7,7	8,2
Tidligere Sovjetunionen	4,9	4,9	5,0	5,1	4,9	5,0	5,1	5,1	4,9	5,0	5,2	5,1
Resten av verden	42,5	43,7	44,8	45,8	43,9	44,7	45,1	45,4	45,0	45,9	46,1	46,4
Tilbud	93,8	96,6	96,6	97,4	96,6	95,9	97,0	97,1	96,8	97,2	97,7	97,5
OPEC ¹	37,7	39	40	40,4	39,6	39,8	40,3	40,3	40,3	40,3	40,4	40,4
OECD	22,9	23,9	23,2	23,2	24,0	22,8	22,8	23,2	23,3	23,2	23,1	23,2
Tidligere Sovjetunionen	13,9	14	14,1	14,2	14,2	14,0	14,0	14,1	14,2	14,2	14,2	14,3
Resten av verden	19,3	19,6	19,3	19,6	18,8	19,3	19,9	19,5	19,0	19,5	20,0	19,6
Lagerendring (og diverse)	0,6	1,7	0,3	-0,1	1,2	0,3	0,0	0,1	0,1	0,2	-0,5	-0,6
Etterspørsel rettet mot OPEC	37,1	37,4	39,6	40,6	38,3	39,6	40,4	40,2	40,1	40,0	40,9	41,0
Gjennomsnittlig oljepris (Brent Blend)	98,5	52,2			34,0	45,8						
Oljepris, prognoser SSB												
	2016	2017	2018	2019								
	44,1	50,5	54,5	58,5								

Kilde: IEA Oil Market Report August 2016 og SSB.

¹ Prognosen for råoljeproduksjonen i OPEC er laget av Statistisk sentralbyrå.

1.5. Stagnasjon i Japan mens Sør-Korea fortsetter veksten

Etter en vekst på 2,0 prosent i årets 1. kvartal, sesongjustert og målt som årlig rate, økte BNP i Japan med kun 0,2 prosent i årets andre kvartal. Til tross for en svært ekspansiv pengepolitikk har inflasjonen igjen blitt negativ, som følge av lavere råvarepriser. Svært ekspansiv økonomisk politikk gjennom flere år har ikke fått fart på den japanske økonomien. Vi venter at veksten vil holde seg lav gjennom hele prognoseperioden, selv om vi ser for oss at den vil ta seg noe opp fra en årsvekst på om lag 0,5 prosent i fjor og i år, til rundt én prosent i 2019.

Sør-Koreas økonomi vokste med 3,2 prosent i årets 2. kvartal, sesongjustert og målt som årlig rate. Det er på linje med den meget stabile veksten rundt 3 prosent de siste tre årene. Veksten er bredt basert, men særlig ledet an av husholdningenes konsum, som vokste med 3,7 prosent. Ekspansiv finanspolitikk og et rekordlavt rentenivå, etter at sentralbanken kuttet styringsrenta til 1,25 prosent i juni, bidrar også til den positive utviklingen. I likhet med mange andre land har imidlertid lavrentepolitikken bidratt til et stadig økende gjeldsnivå i husholdningssektoren også i Sør-Korea.