

1. Konjunkturutviklingen internasjonalt

Den økonomiske veksten hos Norges handelspartnere avtok samlet sett mot slutten av 2015. Det er imidlertid store forskjeller mellom land og regioner. I euroområdet tok veksten seg godt opp igjen i 1. kvartal 2016, mens den svekket seg i Storbritannia og særlig i USA. I Sverige har veksten vært høy de siste to årene, understøttet av en meget ekspansiv økonomisk politikk, mens den danske økonomien er preget av investeringstørke og kontraktiv finanspolitikk. I Øst-Europa, der veksten lenge har vært relativt høy i mange land, falt BNP i store økonomier som Polen og Ungarn. I Japan er veksten fortsatt svak, og på vikende front i Sør-Korea.

Mange framvoksende økonomier sliter. Særlig Russland og Brasil rammes av lave råvarepriser, Russland i tillegg av internasjonale handelsrestriksjoner. BNP faller klart i begge land. Også mange oljeeksporterende land i Midtøsten og Afrika, der oljeinntektene i stor grad brukes direkte over statsbudsjettet, har store problemer som følge av lave oljepriser. Råvareimportører som Kina og særlig India har klart seg betydelig bedre. I India var veksten fortsatt høy i 4. kvartal, men månedsstatistikk for industriproduksjon og detaljhandel indikerer at veksten har vært noe lavere også der i begynnelsen av 2016. I Kina, der økonomien er inne i en omstilling mot en mer balansert utvikling etter en lang periode med høy vekst i investeringer og kreditt, falt BNP-veksten til rekordlave 4,5 prosent i 1. kvartal. Kinesisk import har gått fra å øke med rundt 20 prosent årlig de siste tiårene før finanskrisen til å falle klart gjennom 2015 og inn i 2016. Dermed får den kinesiske omstillingen enda større konsekvenser for internasjonal etterspørsel og konjunkturutvikling enn nedgangen i BNP-veksten isolert sett skulle tilsi. Særlig råvareleverandører og naboland med særlig stor handel med Kina merker dette, som Japan og Sør-Korea. Også i mange råvareproduserende land har importen falt betydelig som følge av at

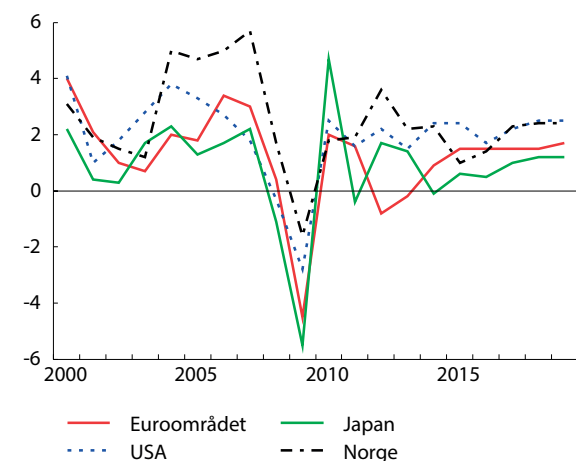
lave råvarepriser har ført til en svak utvikling i konsum og særlig investeringer, som ofte er importintensive.

Etter å ha ligget rundt 110 dollar fatet i tre år falt oljeprisen fra sommeren 2014 til januar i år, da den var nede i underkant av 30 dollar. Siden har den økt klart igjen, til nesten 50 dollar fatet i slutten av mai. Oppgangen skyldes nok dels at oljeprisen falt mer enn fundamentale forhold skulle tilsi. I tillegg har det kommet en klar respons på tilbudssiden, og særlig i USA har produksjonen falt markert den siste tiden. Store skogbranner i Canada og streik i Nigeria har også ført til betydelig produksjonsnedgang. Vi har lagt til grunn at oljeprisen øker noe framover, til 60 dollar fatet ved utgangen av 2019. Det innebærer at vi har løftet hele oljeprisbanen med 5-10 dollar sammenliknet med våre forrige prognoser fra mars.

De fleste råvarer har falt betydelig i pris siden 2014. Selv om oljeprisen har kommet noe opp igjen, bidrar dette fortsatt til at inflasjonen er svært lav de fleste steder. I Europa og Japan har konsumprisene knapt økt siden begynnelsen av 2015, mens inflasjonen tok seg opp til 1 prosent i USA rundt årsskiftet, målt ved 12-månedersveksten i KPI. Justert for mat- og energi-priser er inflasjonen om lag 1 prosentpoeng høyere i disse landene. Med en forsiktig oppgang i råvareprisene og noe høyere økonomisk vekst venter vi at inflasjonen tar seg langsomt opp framover.

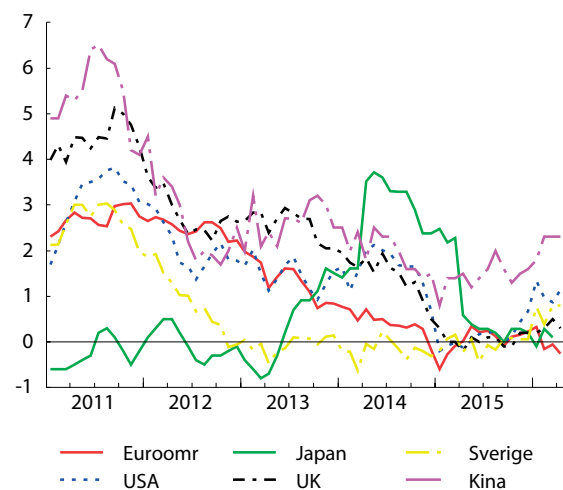
Med lav inflasjon, moderat vekst og fortsatt høy arbeidsledighet mange steder er det duket for lave renter gjennom hele prognoseperioden fram til 2019. Riktignok har renteøkningene så vidt startet i USA, men den videre oppgangen ventes å bli svært forsiktig. Både i euroområdet, Sverige, Danmark, Sveits og Japan er styringsrenta negativ, og det kommer neppe noen renteoppgang før godt inn i 2017.

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. Risiko internasjonalt hovedsakelig på nedsiden

Det er alltid usikkerhet knyttet til våre anslag for internasjonal økonomi. Vi kan imidlertid peke på en del enkeltfaktorer som vi oppfatter kan føre til en vesentlig annerledes utvikling enn det vi legger til grunn for våre prognoser. Her de vi finner mest relevante:

I Storbritannia er det folkeavstemning om å tre ut av EU. Slik det ser ut i skrivende stund er det overveiende sannsynlig at resultatet blir et nei til utmelding. Om det likevel skulle bli ja, kan det føre til svakere utvikling i britisk økonomi, med mulige smitteeffekter til internasjonal økonomi. I tillegg kommer betydelige politiske utfordringer. Særlig er det bekymring for at en britisk utmelding skal øke sjansen for at flere land skal følge etter, men også for at Skottland og Nord Irland skal melde seg ut av Storbritannia og inn i EU.

Hellas er i forhandlinger med IMF og kreditorlandene om omstrukturering av statsgjeld, der det er et stort forfall i juli. IMF krever omstrukturering for å være med videre, noe som sitter langt inne særlig for Tyskland. Partene har så langt kommet fram til en avtale som sikrer at Hellas vil være i stand til i første omgang å møte sine forpliktelser ut året, men hva som skjer videre vil være avhengig av hvorvidt IMF får de nødvendige garantiene fra kreditorlandene slik at de vil vurdere den greske gjeldsutviklingen som bærekraftig. Dersom kreditorene ikke er villige til å ta tap kan det greske EU-medlemskapet igjen stå på spill. Både økt usikkerhet og en eventuell Grexit kan bidra til at uro i internasjonale finansmarkeder igjen blusser opp og få negative konsekvenser for den realøkonomiske utviklingen.

Den store flyktningestrømmen til Europa i fjor høst har i stor grad stoppet opp som følge av at grensene er stengt. Problemet er imidlertid ikke løst med det, og flyktningeleirene vokser langs Europas grenser. Dette har også bidratt til en polarisering og radikalisering av det politiske klimaet i Europa og USA, der frykt for terrorisme også har spilt en rolle. Vi ser en klar dreining mot mer nasjonalistisk politikk og fare for økt proteksjonisme.

Kriger i Midtøsten og Ukraina og terrorisme kan ramme handel, kapitalstrømmer og turisme.

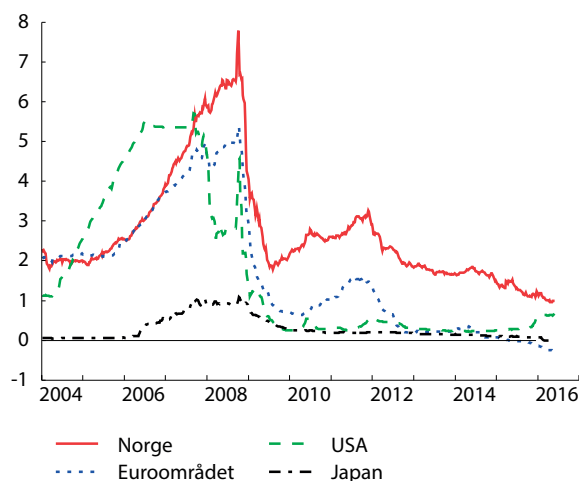
I Kina kan omstillingen fra en kreditt- og investeringsdrevet økonomi komme til å gå mindre smertefullt for seg enn vi har lagt til grunn. Det er imidlertid svært mye gjeld i husholdningssektoren og klare bobletendenser i boligmarkedet som kan utløse en sterkere nedtur.

Den gryende investeringsoppgangen i Europa kan bli sterkere enn vi har lagt til grunn.

Stimulerende virkninger av olje- og råvareprisnedgangen på realøkonomien kan i større grad enn ventet komme med en tidsforsinkelse og dermed bli sterkere enn ventet. Men her er det også muligheter for at mesteparten av denne effekten alt er tatt ut da konsumet lenge har vært en av de viktigste driverne for veksten i mange land.

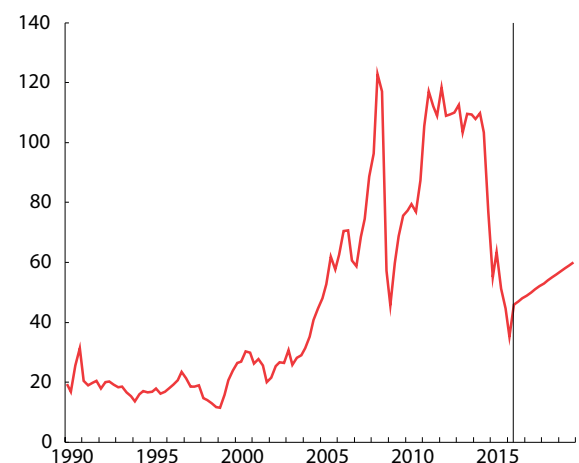
I OECD-området venter vi at den økonomiske veksten kun tar seg langsomt opp utover i prognoseperioden. Høy gjeld i privat og offentlig sektor fortsetter å dempe innenlandsk etterspørsel. I mange europeiske land og i noen grad USA har riktignok veksten i offentlig etterspørsel begynt å øke. I Japan har myndighetene lenge ført en svært ekspansiv og ikke opprettholdbar finanspolitikk uten å få fart på økonomien, og vekstutsiktene der er derfor relativt dårlige. Svak vekst i internasjonal handel legger også en demper på den økonomiske veksten internasjonalt. Særlig i framvoksende økonomier venter vi at utviklingen blir betydelig svakere framover enn det som lenge har vært vanlig. På

Figur 1.3. Internasjonale renter. 1 måned



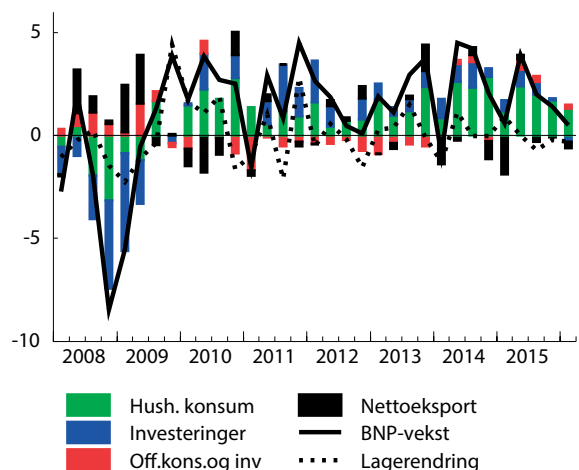
Kilde: Macrobond

Figur 1.4. Oljepris, Brent blend



Kilde: Macrobond og Statistisk sentralbyrå

Figur 1.5. USA. Bidrag til BNP-vekst



Kilde: Macrobond

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	1,5	1,5	1,5	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	1,7	2,2	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	1,2	2,3	3,9	3,4	2,7	2,8	2,7
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	2,2	2,9	2,3	1,7	2,1	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	5,9	5,8	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	2,4	2,1	2,2	2,3	2,4
IMF													2,3	2,3	2,3	2,3
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	0,0	0,1	0,7	1,1	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.

den positive siden er det særlig den svært ekspansive pengepolitikken og fortsatt lave oljepriser som bidrar til å stimulere den økonomiske aktiviteten.

Samlet sett ser det ut til at Norges handelspartnere kan passere konjunkturbunnen mot slutten av 2016. Oppgangen blir imidlertid meget forsiktig. Det er også grunn til å understreke at vi regner med at trendveksten i økonomien er lavere enn før finanskrisen, slik at det nå skal mindre vekst til enn tidligere for at vi skal definere noe som en konjunkturoppgang. Særlig i OECD-området må den lave trendveksten ses i sammenheng med høy gjeld i offentlig sektor og i husholdningene. I Kina kommer i tillegg omstillingen til en mer konsumdrevet vekst. Mange råvareproduserende land må dessuten omstille seg til varig lavere råvarepriser. Våre anslag er om lag som i den forrige konjunkturrapporten i mars, og vekstanslagene for de nærmeste to

årene er gjennomgående litt lavere enn prognoser fra for eksempel IMF og OECD.

1.1. Midlertidig nedtur i amerikansk økonomi

I USA avtok BNP-veksten gjennom andre halvår i fjor og inn i 2016. I årets første kvartal økte BNP med kun 0,8 prosent, sesongjustert og målt som årlig rate, godt under årsveksten de to siste årene på 2,4 prosent. Den viktigste årsaken til den svake utviklingen er en klar nedgang i investeringene. Det er særlig i oljesektoren investeringene har falt som følge av den lave oljeprisen. Etter hvert har nedgangen spredd seg, særlig til leve- randørnæringene, men også til flere andre næringer. Eksporten rammes av en meget sterk dollar, og har falt de to siste kvartalene. Husholdningenes etterspørsel stimuleres av den lave oljeprisen, men i 1. kvartal avtok likevel konsumveksten. Med en økning på 1,9 prosent var det likevel konsumet som ga det viktigste bidraget

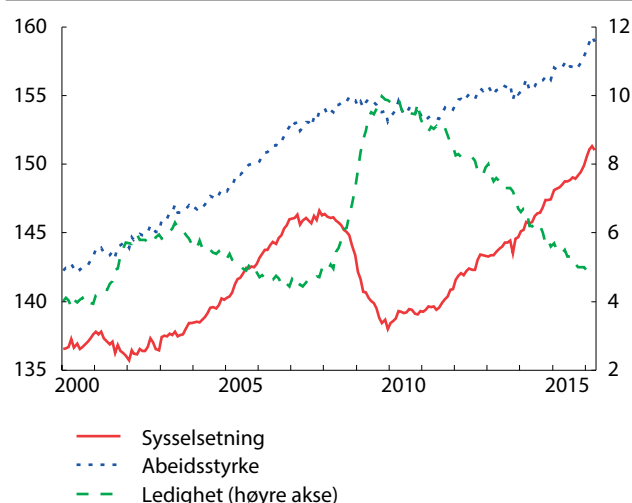
til at BNP økte i årets første kvartal. Offentlige utgifter har imidlertid også så smått begynt å øke igjen det siste året, etter fire års sammenhengende nedgang i kjølvannet av finanskrisen.

Oljeprisen har steget markert siden begynnelsen av året og kan ventes å bidra til at oljeinvesteringene tar seg opp. Selv om rentene tar seg noe opp gjennom prognoseperioden, vil fortsatt lave renter og noe mer stimulanse fra finanspolitikken bidra til at den økonomiske veksten langsomt tar seg opp. Vi venter at årsveksten i BNP øker fra 1,7 prosent i 2016 til 2,5 prosent i 2019.

Økningen i husholdningenes etterspørsel har vært god de siste to årene, med vekstrater rundt 3 prosent. Et sterkere arbeidsmarked samt stigende aksjekurser og boligpriser har sammen med oljeprisnedgangen bidratt til dette. Den svakere veksten i 1. kvartal ventes å være av midlertidig karakter. Litt bekymringsverdig er det dog at konsumet av varige konsumvarer falt for første gang på 5 år. Dette har tradisjonelt vært en ledende indikator for det amerikanske konjunkturforløpet. Det er særlig etterspørselen etter biler som har falt. Også etterspørselen etter ikke-varige konsumvarer fortsatte å vokse i om lag samme takt som før. Omsetningen i detaljhandelen vokste imidlertid klart i april, da også bilsalget viste en positiv utvikling. Det kan indikere at konsumveksten allerede er i ferd med å ta seg opp igjen. Gjeldsbelastningen har fortsatt å falle, og er nå betydelig lavere enn toppen i 2008. Det skyldes at veksten i husholdningenes disponible realinntekt har tatt seg godt opp de siste par årene, til rundt 4 prosent. En stor del av inntektsveksten har imidlertid gått til høyinntektsgrupper med relativt lav marginal konsumtilbøyelighet, slik at den positive effekten på konsumet dempes. Bruttogjelden har begynt å øke igjen etter en periode med nedbetaling av lån, men økningen er nå moderat og langt unna den skyhøye gjeldsveksten som preget årene før finanskrisen. Vi legger til grunn at veksten i husholdningenes etterspørsel tar seg raskt opp igjen etter det svake 1. kvartalet, selv om høyere bensinpriser og noe høyere renter vil bidra til å dempe den videre oppgangen noe.

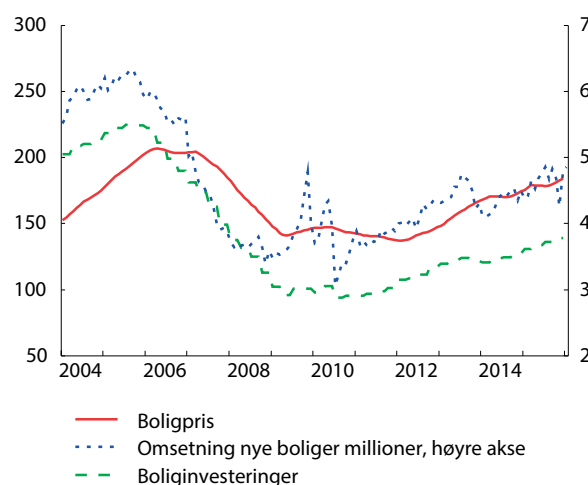
Selv om den amerikanske dollaren har svekket seg med 5 prosent handelsvektet i begynnelsen av 2016, er den fortsatt drøye 15 prosent sterkere enn for to år siden. Eksporten er nå på samme nivå som for to år siden, etter å ha falt de to siste kvartalene. Gjeninnhenting i amerikansk industri etter finanskrisen stoppet opp ved inngangen til 2015, og industriproduksjonen har siden falt med rundt 2 prosent. I oljenæringen responderte investeringer og leteaktivitet raskt på oljeprisnedgangen fra sommeren 2014, og har siden falt markert. Også oljeproduksjonen begynte etter hvert å falle, og var i midten av mai nesten 10 prosent lavere enn ved toppen i fjor sommer. Amerikansk nettoimport av olje har dermed økt noe igjen, etter å ha falt med rundt 60 prosent som følge av at ny teknologi har gjort stadig nye oljekilder tilgjengelige og drivverdige i USA de siste

Figur 1.6. USA. Arbeidsmarkedet



Kilde: Macrobond

Figur 1.7. USA. Boligmarkedet

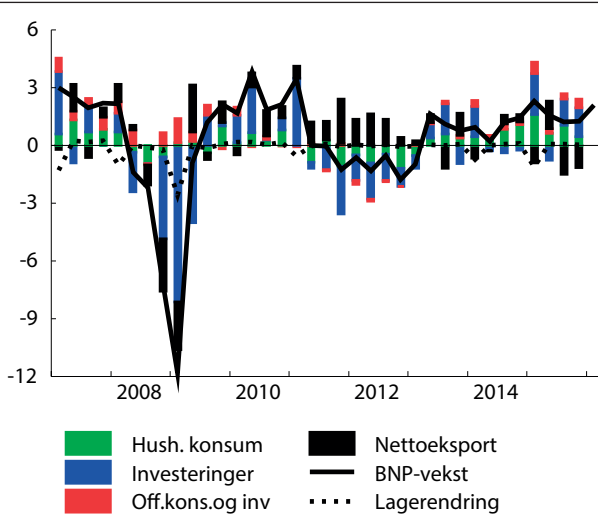


Kilde: Macrobond

6-8 årene. Produksjonskostnadene har imidlertid falt markert, og oljeprisen har steget klart siden årsskiftet og forventes å øke ytterligere noe. Nedgangen i både produksjon og investeringer ventes derfor å nærme seg slutten. Med betydelig lavere prisforventninger enn tidligere ser vi for oss en mer forsiktig vekst framover. Mange oljeselskaper sliter dessuten med høy gjeld, og betydelig mislighold, som også kan bidra til å utsette og dempe omslaget. Nedgangen i oljenæringene har smittet til stadig flere bransjer, og næringsinvesteringene har nå samlet sett falt i tre kvartaler på rad, i 1. kvartal med hele 2,6 prosent. Boliginvesteringene har imidlertid fortsatt å øke, understøttet av lave renter og boligpriser som har steget med 35 prosent siden bunnen for fire år siden.

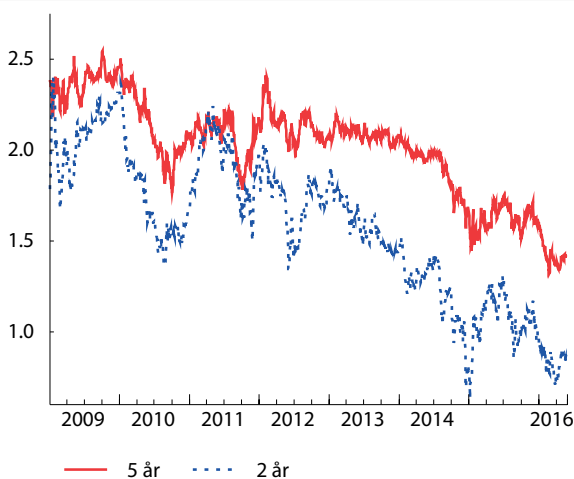
Arbeidsledigheten er om lag halvert siden toppen i 2009, og er under gjennomsnittet på vel 5 prosent for de to tiårene før finanskrisen. Yrkesdeltakelsen er

Figur 1.8. Euroområdet. Bidrag til BNP-vekst. Sesongjustert, årlig rate



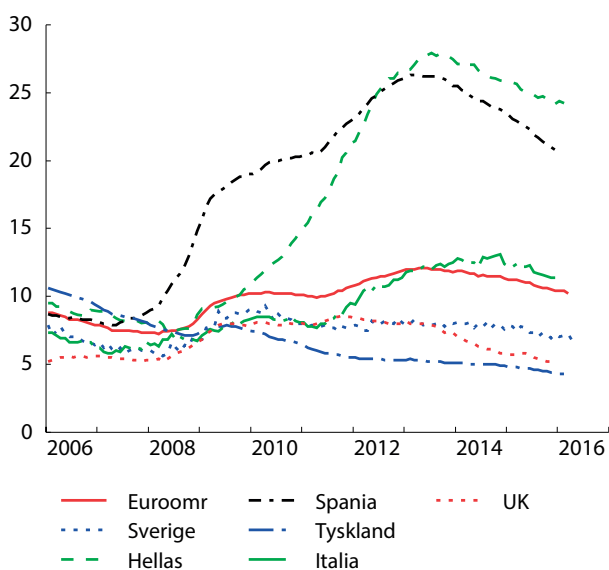
Kilde: Macrobond

Figur 1.9. Euroområdet. Inflasjonsforventninger. Euro inflasjonsswap



Kilde: Macrobond

Figur 1.10. Euroområdet: Arbeidsledighet i utvalgte land



Kilde: Macrobond

imidlertid fortsatt nær bunnen på 62 prosent, ned fra 66 prosent i løpet av den samme perioden. Det skyldes blant annet at mange har gitt opp å få jobb og trukket seg ut av arbeidsmarkedet. I tråd med den svakere utviklingen i amerikansk økonomi stoppet dessuten nedgangen ledighetsraten opp mot slutten av fjoråret, og har siden oktober i fjor vært om lag 5 prosent.

Inflasjonen har tatt seg noe opp inn i 2016, og var i april på 1,1 prosent målt ved 12-månedersveksten i konsumprisindeksen (KPI), etter å ha vært rundt null gjennom mesteparten av fjoråret. Høyere oljepriser og svakere dollar har bidratt til at prisene har tatt seg opp. Kjerneinflasjonen, målt ved KPI justert for energi- og matvarepriser, økte til litt i overkant av sentralbankens (Fed) mål på 2 prosent i den samme perioden, etter å ha ligget relativt stabilt i underkant av 2 prosent de foregående tre årene. Med inflasjon nær målet i så lang tid har sentralbanken i stor grad vist til utviklingen i arbeidsmarkedet for å gi en pekepinn på når styringsrenta skal opp. Etter 7 år med en styringsrente på 0,25 prosent kom den første økningen i desember i år, til 0,5 prosent. Tre måneders pengemarkedsrente har siden ligget i overkant av 0,6 prosent. Siden har imidlertid realøkonomien utviklet seg relativt svakt, med stagnerende BNP-vekst og svakhetstegn i arbeidsmarkedet. Pengepolitikken er allerede strammet betydelig inn gjennom avviklingen av kvantitative lettelse og dollarstyrking. I midten av mai antydet likevel Fed at det kan komme en ny renteøkning allerede på rentemøtet i juni. Vi venter at renta vil bli satt opp meget forsiktig framover. Implisitte terminrenter basert på såkalte rentebytteavtaler indikerer at pengemarkedsrentene kun ventes å øke til rundt 1,5 prosent ved utgangen av vår prognoseperiode i 2019.

1.2. Mot forsiktig konjunkturoppgang i Europa

BNP i euroområdet vokste med 2,1 prosent i årets første kvartal, sesongjustert og regnet som årlig rate. Det var store forskjeller landene imellom. For mens noen av de største økonomiene som Tyskland, Frankrike og Spania vokste relativt raskt og veksten i Italia tok seg noe opp etter tidligere tegn til en ny stagnasjon, falt BNP både i Hellas, Ungarn og Polen.

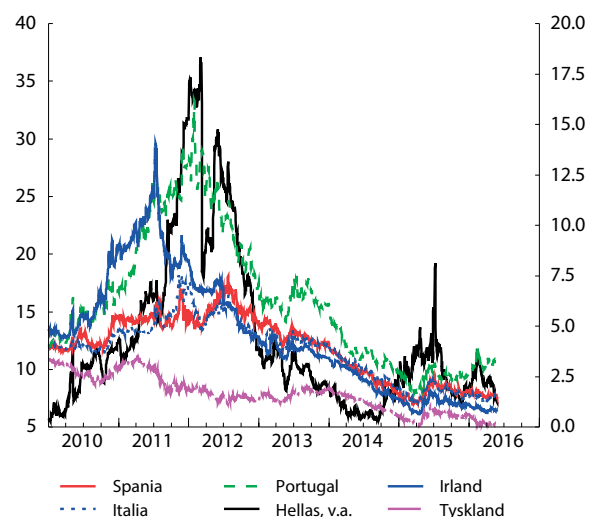
Euroområdets økonomi er med dette endelig kommet over toppnivået like før finanskrisen. Forskjellen mellom det nivået produksjonen ville ha ligget på dersom den hadde fulgt det vi oppfatter som trendveksten fra før finanskrisen og det den ligger på i dag er nærmere 15 prosent. Et negativt produksjonsgap av en slik størrelsesorden er et sterkt vitnesbyrd om omfanget og betydningen av finanskrisen. Det tar ofte svært lang tid for en økonomi å hente seg inn igjen etter en finanskrise. Ikke bare fordi det tar tid for husholdninger og bedrifter å kvitte seg med gjelda de har akkumulert i tiden før krisen, men også fordi bankene er lite villige til å låne ut i en situasjon med store mengder misligholdte lån.

For euroområdet sett under ett har ikke finanspolitikken bidratt tilstrekkelig for å kompensere for sviktende privat etterspørsel. Selv om veksten i offentlige utgifter har tatt seg noe opp de siste par årene venter vi fortsatt relativt moderate impulser framover. Ved siden av kontraktiv finanspolitikk kan den lange varigheten av konjunkturedgangen i euroområdet i hovedsak knyttes til den meget svake utviklingen i næringslivets investeringer. Etter å ha falt med 20 prosent fra 2008 til 2009, var det først i fjor at investeringene begynte å vise klare tegn til å ta seg opp igjen. Vi legger til grunn en moderat investeringsoppgang framover, noe som er en forutsetning for det forsiktige konjunkturomslaget vi ser for oss fra slutten av året. Investeringsoppgangen kan imidlertid også vise seg å bli sterkere enn vi har lagt til grunn, blant annet som følge av oppdemmet behov etter mange år med svært lave investeringer. I så fall kan konjunkturoppgangen bli sterkere enn forventet. Stemningsindikatorer for husholdninger og næringsliv i en rekke europeiske land har falt noe de siste månedene. Konjunkturedgangen i Kina og andre framvoksende økonomier rammer europeisk eksport. Både i Tyskland og Frankrike er det de siste kvartalene klare tegn til at eksportveksten stopper opp. Samlet venter vi at den relativt høye BNP-veksten i 1. kvartal var midlertidig og at årsveksten vil ta seg opp fra 1,5 prosent i 2016 til 1,7 prosent i 2019. Det innebærer at euroøkonomien fortsatt befinner 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 gradvis økende til 0,4 prosent i 2019.

Til tross for oljeprisoppgang og sterk økonomisk vekst i 1. kvartal fortsatte inflasjonen å falle. I april var tolv månedersveksten i konsumprisene nede i -0,2 prosent. En stor del av prisfallet kan imidlertid tilskrives et tidsetterslep fra nedgangen i energiprisene. Dette har økt avstanden til den europeiske sentralbankens (ESB) inflasjonsmål på nær men i underkant av 2 prosent, men har også bidratt til å øke reallønnen og slik understøtte den økonomiske veksten i et Europa som er en stor importør av energi. Kjerneinflasjonen, som måler prisveksten når en ser bort fra endringene i energi- og matvarepriser, falt også i april, til 0,7 prosent. Sammen med fortsatt lave inflasjonsforventninger kan dette tyde på at lav kapasitetsutnyttelse legger et negativt press på både lønninger og priser. Siden vår forrige konjunkturrapport i mars har ESB kuttet sin innskuddsrente fra -0,3 til -0,4 prosent. Programmet for kvantitative lettelser ble trappet ytterligere opp, slik at de nå forplikter seg til å kjøpe et utvidet sett av verdipapirer for hele 80 milliarder euro per måned. Sammen med noe høyere oljepriser vil dette kunne bidra til at inflasjonen øker noe.

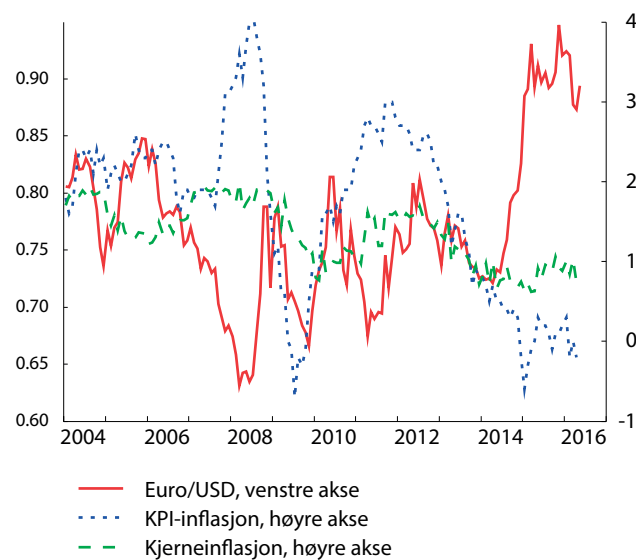
Faren for at Storbritannia forlater EU-samarbeidet etter folkeavstemningen 23. juni og en potensiell ny gresk statsgjeldskrise har bidratt til høy volatilitet i finansmarkedene. Dette vil kunne dempe framtidstroen

Figur 1.11. 10-års statsobligasjonsrenter i utvalgte europeiske land



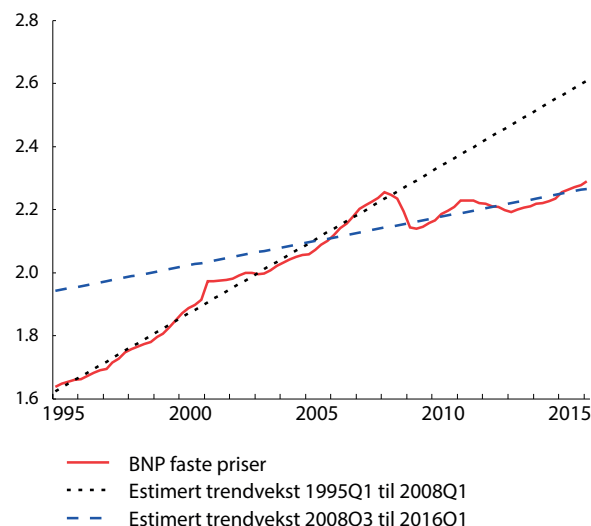
Kilde: Macrobond

Figur 1.12. Euroområdet. Inflasjon og valutakurs



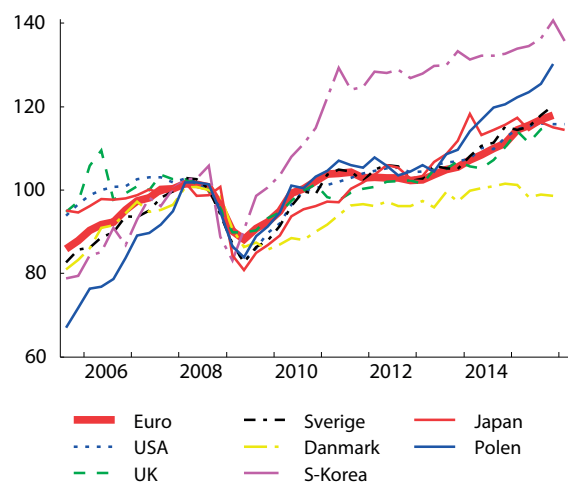
Kilde: Macrobond.

Figur 1.13. BNP og trend, Euroområdet



Kilde: Macrobond

Figur 1.14. **Import Norges handelspartnere. Sesongjustert 2008=100**



Kilde: Macrobond

blant konsumenter og i næringslivet, og således føre til fortsatt høy sparing i husholdningene og ny investeringstørke hos bedriftene. Mens differansen mot tyske statsgjeldsrenter i det siste har gått noe opp for de fleste land, har den imidlertid krympet betraktelig for gresk statsgjeld. Det skyldes de påbegynte gjeldsforhandlingene mellom Troikaen IMF, ESB og EU-kommisjonen på den ene siden og Hellas på den andre, der markedet nå ser for seg økt mulighet for en nært forestående omstrukturering av den greske gjelda. Ettersom mesteparten av den greske gjelda nå eies av euroområdet redningsfond, reagerer private investorer positivt på utsiktene til gjeldslette og øker etterspørselen slik at rentene går ned.

I Tyskland bidro høyt konsum, blant annet som følge av lave energipriser, til at tysk økonomi vokste med 1,7 prosent i fjor. På slutten av fjoråret var det også høy vekst i næringslivets investeringer. Disse tendensene fortsatte inn i 2016, og i 1. kvartal var BNP-veksten på sterke 2,7 prosent målt som årlig rate. En uvanlig mild vinter har bidratt til investeringsveksten. Eksporten har imidlertid knapt økt det siste året. Importveksten er fortsatt høy, slik at utenrikshandelens bidrag til BNP-veksten er negativt. Arbeidsledigheten har fortsatt å falle, til 4,2 prosent i mars. Inflasjonen har det siste halvannet år fluktuert rundt null, og i april i år var den 0,1 prosent. Målt uten mat- og energivarer har inflasjonen falt noe inn i 2016, til 1,0 prosent i april.

Fransk økonomi vokste med 2,2 prosent som årlig rate i 1. kvartal i år, opp fra 1,4 prosent kvartalet før. Husholdningenes konsum stod for det største vekstbidraget i 1. kvartal, mens offentlig konsum har fortsatt å gi vesentlige og stabile bidrag til konjunkturforløpet. De to siste kvartalene har dessuten næringsinvesteringene begynt å ta seg opp, og innkjøpsseksjonsindeksen indikerer videre investeringsoppgang. Eksportveksten har derimot dabbet av siden i fjor høst. De siste arbeidsledighetstallene viser at veksten fremdeles i liten grad har bidratt til å redusere ledigheten, som i mars ble

registrert til 10 prosent. Blant dem mellom 16 og 25 år er ledigheten fortsatt på nærmere 25 prosent.

I Italia tok veksten seg opp til 1,2 prosent i 1. kvartal etter tre påfølgende kvartaler med avtagende vekst. Som i tilfellet med Tyskland og Frankrike blir det rapportert om positive vekstbidrag fra innenlandsk etterspørsel. Utenrikshandelens bidrag har vært negativt. Det har vært symptomatisk for den italienske økonomien helt siden tidlig i 2013 ettersom importen gjennomgående har steget mer enn eksporten, til tross for relativt høy eksportvekst. Bedret kreditttilgang har bidratt til høyere etterspørsel fra husholdningene det siste året. Mot slutten av fjoråret var det tegn til at investeringene var i ferd med å passere bunnen, etter å ha falt med 30 prosent siden 2008. Det ser ut til at lånebetingelsene endelig har begynt å bedre seg også for små og mellomstore bedrifter. Det gir håp om videre vekst i investeringene. Finanspolitikken er fortsatt svært kontraktiv, men de to siste kvartalene har offentlige utgifter i det minste økt noe etter å ha falt sammenhengende siden 2010.

I Spania har den økonomiske veksten vært gjennomgående høy de siste par årene og i 1. kvartal var veksten for femte kvartal på rad høyere enn 3 prosent. Veksten er bredt basert med klar oppgang i samtlige etterspørselskomponenter, men fra svært lave nivåer. Den spanske økonomien er fortsatt i en dyp lavkonjunktur. Selv etter et betydelig fall var arbeidsledigheten fortsatt på hele 18,7 prosent i mars i år og med en ungdomsledighet på i overkant av 45 prosent er situasjonen svært vanskelig for mange.

I Storbritannia har veksten lenge vært høy. I år har den imidlertid falt noe tilbake. Det skyldes særlig et fall i eksporten. I 2. kvartal kan veksten komme til å dempes av at konsumenter og investorer holder litt igjen i påvente av folkeavstemningen 23. juni om videre EU-medlemskap. Økt usikkerhet har i det siste også manifestert seg i en rekke ledende indikatorer for den britiske økonomien, både for husholdninger og næringsliv. En meget svak innkjøpsseksjonsindeks for april indikerer at økonomien nærmest stopper opp i årets andre kvartal. Med støtte fra meningsmålingene har vi lagt til grunn at britene blir værende i EU. I så fall er det mye som tyder på at britisk økonomi vil kunne hente seg inn igjen i andre halvdel av inneværende år. Her er imidlertid usikkerheten betydelig, både med hensyn til valgresultat og konsekvensene av en eventuell exit.

Etter å ha vokst kraftig siden høsten 2014, og med hele 6,6 prosent målt som årlig rate i 4. kvartal i fjor, falt veksten i Sverige tilbake til 2 prosent i 1. kvartal i år. Årsaken til avmattningen var et fall i tjenesteeksporten på hele 5,1 prosent. Dette fallet kom som følge av spesielle forhold som førte til en midlertidig høy eksport av blant annet patentrettigheter samt forskning og utvikling, og en påfølgende korleksjon i 1. kvartal. Ellers var 1. kvartal preget av fortsatt sterk vekst i samtlige hovedkomponenter av BNP. Underliggende ser dermed veksten ut til å ha fortsatt rundt 4 prosent inn i 2016.

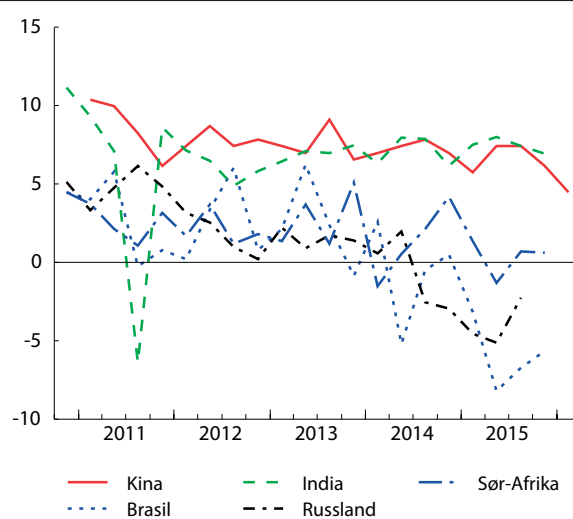
Det private konsumet og investeringene vokste med henholdsvis hele 4,4 og 8,9 prosent. Offentlig konsum økte med 2 prosent, blant annet som følge av det store antallet asylsøkere som kom til landet på høstparten i fjor. Arbeidsledigheten har fortsatt å falle, og ble i april i år registrert til 6,7 prosent, det laveste nivået siden oktober 2008. Samtidig har sysselsettingsgraden fortsatt å øke slik at denne nå ligger på 81,2 prosent, det høyeste nivået på nesten 25 år. Boligprisveksten har tiltatt og med en firekvartalersvekst på nær 13 prosent i 1. kvartal, var prisene 30 prosent høyere enn tre år tidligere. Sveriges Riksbank har likevel valgt å videreføre 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 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 mars og april på 0,8 prosent. Med relativt svake internasjonale konjunkturutsikter tror vi fortsatt ikke at den økonomiske veksten er opprettholdbar på de høye nivåene vi har sett i Sverige det siste halvannet året. Vi venter derfor at veksten vil avta ned mot 2,5 prosent i løpet av 2016. Det gir likevel en årsvekst på 3,5 prosent i år. Deretter venter vi årsvekstrater noe i overkant av 2,5 prosent resten av prognoseperioden.

Etter klare tegn til stagnasjon gjennom 2015 tok den økonomiske veksten i Danmark seg opp til 2,2 prosent i 1. kvartal i år, målt som årlig rate. Veksten var bredt anlagt med oppgang i samtlige av BNPs hovedkomponenter. Eksportveksten kom imidlertid etter tre påfølgende kvartaler med nedgang, og eksporten er fortsatt 3,5 prosent lavere enn i 1. kvartal 2015. Offentlig konsum og investeringene har endret seg lite siden utgangen av 2014, før oppgangen på henholdsvis 2,4 og 2,9 prosent i 1. kvartal i år. Husholdningenes etterspørsel har dermed vært den eneste driveren i dansk økonomi det siste året, og med en oppgang på 2,9 prosent fortsatte denne tendensen inn i 2016. Til tross for den svake BNP-veksten har arbeidsledigheten fortsatt å falle. I mars var den nede i 5,8 prosent, fra en topp på 8,1 prosent i 2012. De siste to årene har nedgangen dessuten kommet samtidig med en økning i sysselsettingsraten på i overkant av 4 prosentpoeng. Med litt drahjelp fra en moderat internasjonal oppgangskonjunktur ser vi derfor for oss at veksten i Danmark vil kunne ta seg noe opp framover.

1.3. Lavere vekst i Kina

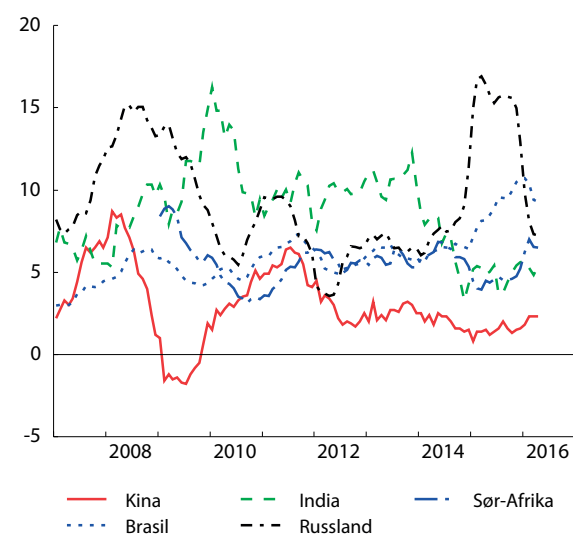
I årets første kvartal var veksten i den kinesiske økonomien så lav som 4,5 prosent, sesongjustert og målt som årlig rate. Dette er den laveste veksten på 25 år, en klar nedgang fra de om lag syv prosentene veksten har ligget på de siste årene og som myndighetene i henhold til siste femårsplan forventer i perioden frem mot 2020. Vi venter at omstillingen til en mer konsumdrevet økonomi vil føre til betydelig lavere vekst enn dette, og legger til grunn at årsveksten avtar gradvis fra 6,9 prosent i 2015 til 5 prosent i 2019.

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



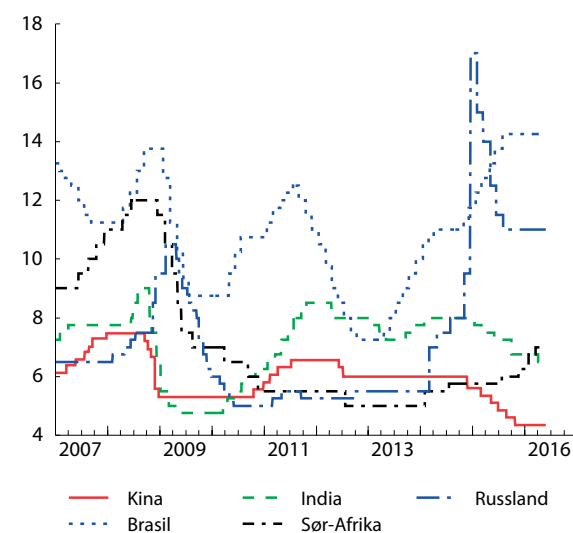
Kilde: Macrobond

Figur 1.16. Framvoksende økonomier. Inflasjon



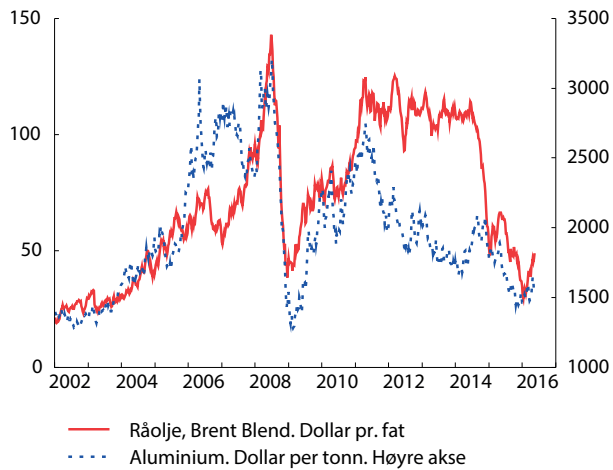
Kilde: Macrobond

Figur 1.17. Framvoksende økonomier. Styringsrenter



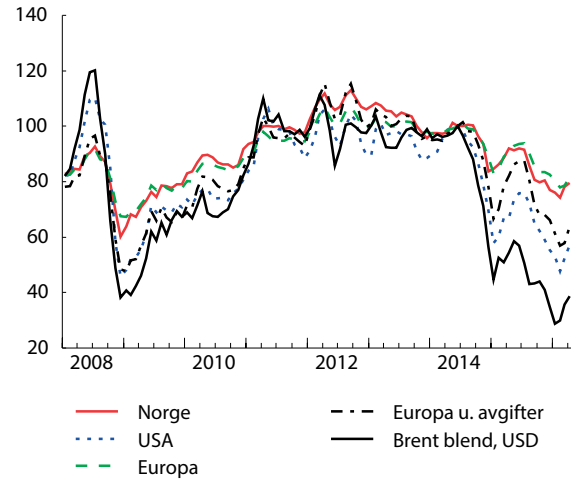
Kilde: Macrobond

Figur 1.18. Spotpris råolje og aluminium



Kilde: Macrobond.

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



Kilde: Macrobond

En viktig faktor framover vil være utviklingen i det kinesiske konsumet. Detaljhandelen har økt friskt, og tolv månedersveksten var på over 10 prosent i både mars og april i år. Boligmarkedet viser også tegn til bedring, selv om en del byer fortsatt har et stort utbud av usolgte leiligheter. I mars steg boligprisene i mer enn 60 av de 70 største byene, og prisveksten var samlet i underkant av 5 prosent, målt fra samme periode året før. Høyere priser og lavere renter vil trolig stimulere boliginvesteringene. Den kinesiske sentralbanken har holdt styringsrenta på rekordlave 4,25 prosent siden slutten av fjoråret. Inflasjonen har også tatt seg noe opp det siste halvåret, til 2,3 prosent i april.

Problemene fortsetter i Sør-Amerikas største økonomi, Brasil. BNP fortsatte å falle i 4. kvartal i fjor, med 5,7 prosent sesongjustert og målt som årlig rate. For året 2015 som helhet falt BNP med 4,8 prosent, og gjennom 2016 venter vi kun en svak bedring. Arbeidsledigheten har fortsatt oppover, fra rundt 9 prosent ved inngangen til 2016, til nesten 11 prosent i april i år. Inflasjonen har kommet litt ned, til i underkant av 10 prosent, noe som letter presset på sentralbanken. Landet sliter dessuten med tilliten fra så vel egne innbyggere som utenlandske investorer. Nylig ble det vedtatt at landets sittende president Dilma Rousseff suspenderes det neste halve året i påvente av riksrett. Hun er blant annet siktet for å ha trikset med nasjonalregnskapstall. Zika-viruset har bidratt til å dempe turismen. Brasil skal arrangere sommerens olympiske leker. Det har bidratt til økte investeringer og vil gi økte inntekter fra turisme, men vil tross alt gi svært begrenset lindring av den meget svake økonomiske situasjonen.

Den økonomiske utviklingen er svak også i Russland. For året som helhet falt BNP med 3,7 prosent i 2015, men utviklingen har siden bedret seg noe. Målt fra samme periode året før var nedgangen i 1. kvartal i år på 1,2 prosent. Sammen med den lave oljeprisen fortsetter imidlertid de økonomiske sanksjonene mot

landet å hemme utviklingen. Etter at rubel-svekkelsen nå i stor grad er uttømt har inflasjonen kommet ned igjen til rundt 7,5 prosent. Den svake rubelen har bedret konkurransevnen, selv om effekten er betydelig dempet av internasjonale handelssanksjoner på grunn av annekasjonen av Krim-halvøya.

I India har den positive utviklingen fortsatt med en økonomisk vekst rundt 7 prosent. For året som helhet var veksten 7,5 prosent i 2015. I 1. kvartal i år var veksten på 6,9 prosent, sesongjustert og målt som årlig rate. Industriproduksjonen har økt klart, selv om svak etterspørsel internasjonalt har trukket ned eksportveksten. Mindre regn enn vanlig under de siste to års monsuner har også bidratt til en svak utvikling i jordbruket. Betydelige økonomiske reformer som for eksempel forenkling av skattesystemet samt økte investeringer i infrastruktur kan bidra til å holde veksten oppe framover, selv om vi venter at den økonomiske veksten vil avta noe framover også i India.

1.4. Svak utvikling i Japan og Sør-Korea

Japans økonomi viste igjen tegn til vekst i årets første kvartal da landets BNP vokste med 1,7 prosent, sesongjustert og målt som årlig rate. Imidlertid var dette i stor grad en gjeninnhenting etter et tilsvarende fall i kvartalet før. Det var hovedsakelig privat konsum som stod for veksten i 1. kvartal, mens investeringene viste en betydelig svakere utvikling. En lang periode med svært ekspansiv penge- og finanspolitikk har ikke fått fart på den Japanske økonomien. Veksten på 0,4 prosent gjennom 2015 bekrefter dette.

Etter to påfølgende kvartaler med sterk vekst falt veksten i Sør-Korea i 1. kvartal tilbake til 1,7 prosent. Et klart fall i handelen med utlandet blant annet som følge av svak utvikling i Kina er hovedårsaken til dette. En aldrende befolkning samt et rekordhøyt gjelds nivå i husholdningene vil bidra til å dempe veksten i lang tid framover.

Boks 1.2. Utviklingen i oljemarkedet

Oljeprisen var om lag 110 dollar fatet i gjennomsnitt i årene 2011-2013 og fram til sommeren 2014. Oljeprisen falt deretter gjennomgående og var tidlig i 2016 helt nede i underkant av 30 dollar fatet. Siden har oljeprisen steget og lå i slutten av mai rundt 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 land som Sør-Sudan, Syria og Jemen. Dessuten fortsatte sanksjonene mot Irans oljeeksport på grunn av landets atomvåpenprogram. 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 i 2014 vedtok OPEC ikke å redusere produksjonen på tross av oljeprisfallet slik mange forventet. Dette bidro til at oljeprisen falt ytterligere. OPEC har etter dette møtet økt produksjonen med over 1,5 million fat daglig. Dette inkluderer økt produksjon i Iran etter at sanksjonene mot landet ble opphevet. Oljeprisøkningen de siste tre månedene skyldes at produksjonen utenfor OPEC har stagnert. I tillegg har det vært produksjonsbortfall først og fremst i Canada og Nigeria.

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

Råoljeproduksjonen utenfor OPEC forventes av IEA å falle med 0,8 millioner fat daglig i år på grunn av den lave oljeprisen, noe som er den største nedgangen siden 1992. 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 1,5 millioner fat per dag.

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. Iran har nesten nådd nivået oljeeksporten hadde før sanksjonene ble innført. Dersom Iran makter å øke produksjonen videre til dette nivået og resten av OPEC holder framtidig produksjon lik det gjennomsnittlige nivået over de siste tre månedene, vil de globale lagrene av råolje øke med 0,7 millioner fat i 2016. Likevel vil etterspørselen gradvis nærme seg tilbudet, og det ser ut til å kunne bli et etterspørselsoverskudd tidlig neste år. Dette kan isolert seg legge et visst press oppover på oljeprisen til neste år, selv om de samlede kommersielle lagrene av råolje og oljeprodukter i OECD fortsatt er høye.

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. 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 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 som etter hvert vil gi mindre produksjon fra nye felt enn tidligere antatt. 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 residualetterspørselen som er rettet mot OPEC vil øke med om lag 0,8 millioner fat per dag 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 kunne få et visst press oppover på oljeprisen fra 2017. Vi legger til grunn en oljepris på 45-50 dollar fatet ut inneværende år, som deretter stiger til 60 dollar mot slutten av 2019.

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

	2013	2014	2015	Prognose						Prognose		
				2016	15:1	15:2	15:3	15:4	16:1	16:2	16:3	16:4
Etterspørsel	91,9	92,9	94,7	95,9	93,6	94,1	95,6	95,5	94,8	95,2	96,6	96,8
OECD ¹	46,0	45,7	46,2	46,1	46,4	45,3	46,6	46,3	46,1	45,5	46,6	46,3
Europa	13,6	13,5	13,7	13,6	13,4	13,6	14,1	13,7	13,5	13,7	13,9	13,5
Amerika	24,1	24,1	24,4	24,4	24,2	24,1	24,7	24,4	24,1	24,2	24,8	24,6
Asia Oseania	8,3	8,1	8,1	8,1	8,7	7,6	7,8	8,3	8,6	7,6	7,8	8,3
Tidligere Sovjetunionen	4,7	4,9	4,9	4,9	4,6	4,9	5,0	5,0	4,8	4,9	5,0	4,9
Resten av verden	41,2	42,2	43,6	44,8	42,6	43,9	44,0	44,2	43,9	44,8	45,0	45,6
Tilbud	91,4	93,7	96,4	96,6	95,1	96,3	97,0	97,2	96,4	96,4	96,7	96,8
OPEC ²	37,5	37,5	38,7	39,7	37,7	38,8	39,1	39,2	39,3	39,5	39,8	39,8
OECD	21	22,9	23,9	23,3	23,8	23,5	23,9	24,1	23,7	23,2	23,0	23,3
Tidligere Sovjetunionen	13,9	13,9	14	14	14,0	14,0	13,9	14,0	14,2	14,1	13,9	13,9
Resten av verden	18,9	19,5	19,8	19,7	19,6	20,0	20,1	19,9	19,2	19,6	20,0	19,8
Lagerendring (og diverse)	-0,6	0,9	1,7	0,7	1,5	2,2	1,3	1,8	1,5	1,2	0,1	0,0
Etterspørsel rettet mot OPEC	38,1	36,6	37,1	39,0	36,3	36,7	37,8	37,4	37,8	38,3	39,7	39,7
Gjennomsnittlig oljepris (Brent Blend)	108,5	98,5	52,2		53,8	61,8	49,8	43,2	34,0			

Kilde: IEA Oil Market Report April 2016 og SSB.

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

² Prognosen for råoljeproduksjonen i OPEC er gjort av Statistisk sentralbyrå.