

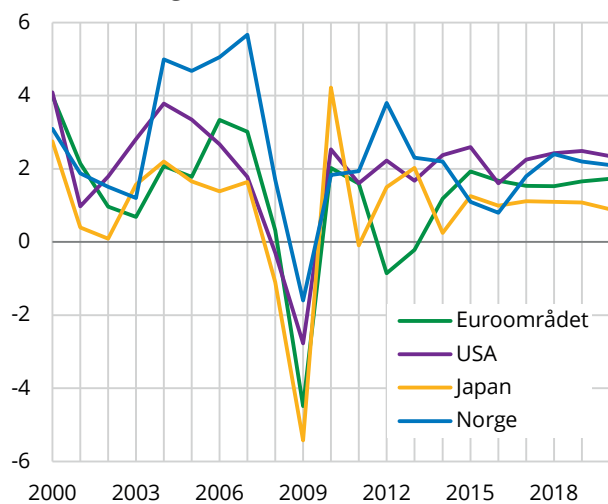
1. Konjunkturtendensene internasjonalt

Den økonomiske veksten avtok noe både i Euroområdet, USA og Japan mot slutten av 2016. Den britiske økonomien viser fortsatt få negative spor av beslutningen sist sommer om å forlate EU, og den relativt sterke utviklingen fortsatte også i 4. kvartal. I Sverige tok veksten seg klart opp igjen på slutten av fjoråret etter en avmatning tidligere i 2016. I India og Kina viser statistikken at BNP-veksten fortsatte rundt 7 prosent gjennom fjoråret. I de store, råvareproduserende økonomiene Russland og Brasil har inflasjonen kommet markert ned. Dermed har sentralbankene satt ned styringsrentene og gitt positive stimuli til økonomier i dyp lavkonjunktur. I disse landene ser perioden med fallende BNP nå ut til å nærme seg slutten.

Oljeprisen passerte en bunn på knappe 30 dollar fatet i januar i fjor, økte deretter til 45 - 50 dollar fram mot sommeren og videre til om lag 55 dollar fatet etter at OPEC m.fl. klarte å enes om produksjonskutt på sitt møte 30. november. Et par år med lave priser har bidratt til betydelige kostnadskutt og teknologiutvikling, som trolig har bidratt til å senke «taket» for oljeprisen. Prisøkninger vil møtes med økt produksjon som i sin tur demper prisoppgangen. Vi har lagt til grunn at oljeprisen øker gradvis gjennom prognoseperioden til knappe 65 dollar fatet mot slutten av 2020.

Inflasjonen har tatt seg klart opp i mange OECD-land. Det skyldes nok først og fremst økte råvarepriser, men også fallende arbeidsledighet og tegn til økt lønnsvekst i flere land. Dette har i sin tur bidratt til at lange renter har økt i løpet av høsten. I USA økte også korte renter markert etter at Trump vant det amerikanske presidentvalget i november i fjor. Det kan skyldes forventninger om økt inflasjon, både som følge av utsikter til ekspansiv finanspolitikk og redusert handel. Vi venter imidlertid at inflasjonen hos Norges handelspartnere ikke vil stige mye fra dagens nivåer. Det ventes kun en moderat

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



Kilde: Statistisk sentralbyrå.

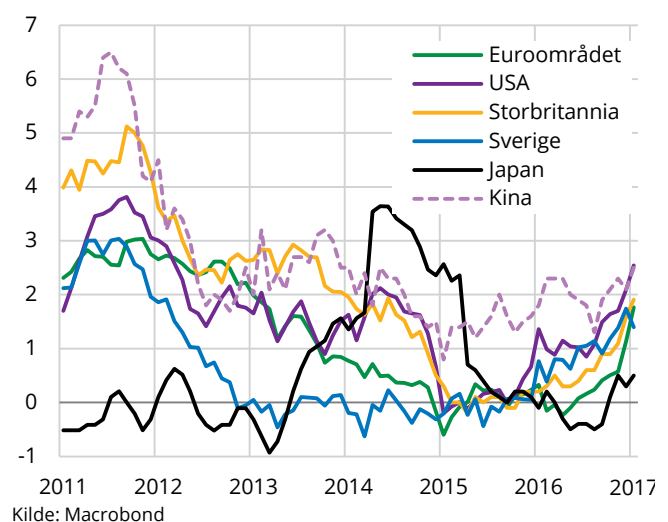
økning i råvareprisene framover. Med høy gjeld i privat og offentlig sektor ligger det dessuten an til en meget moderat konjunkturoppgang. Dermed vil også den videre forbedringen av det svake europeiske arbeidsmarkedet trekke i langdrag.

Sentralbankene i både euroområdet, Sverige, Storbritannia og Japan gjennomfører fortsatt kvantitative lettelser. Her synes renteøkninger fortsatt å være et stykke unna. Vi har lagt til grunn at den europeiske sentralbanken (ESB) ikke begynner å sette opp renta før i 2019. I USA har sentralbanken (Fed) satt opp renta to ganger med til sammen 0,5 prosentpoeng, i desember 2015 og desember 2016. Fed signaliserer en videre oppgang, men vi venter at de vil gå forsiktig fram. At USA leder an i rentesyklusen har bidratt til at den amerikanske dollaren har styrket seg markert. Vi regner imidlertid med at det meste allerede er priset inn i dagens sterke dollarkurs.

Etter en lang periode med svært lave renter og stor gjeldsoppbygging både i privat og offentlig sektor er det stor usikkerhet knyttet til effekten av høyere renter internasjonalt. I flere land er det også bobletendenser til dels både i finansmarkeder og i boligmarkeder. IMF har advart om et potensiale for en ny global finanskris. Også i finanspolitikken er det en vanskelig balansegang der ekspansiv finanspolitikk er ønskelig for å stimulere økonomien i mange land, samtidig som høy statsgjeld setter klare begrensninger for pengebruken. Til sammen taler dette for moderat finanspolitisk stimulans og en meget forsiktig renteoppgang de fleste steder. Dette representerer til dels en reversering av politikkmiksen vi så i årene etter finanskrisen.

Donald Trumps seier i det amerikanske presidentvalget 8. november har skapt stor usikkerhet om den framtidige økonomiske utviklingen. President Trump har etter sin tiltredelse i januar bekreftet flere av sine

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



Kilde: Macrobond

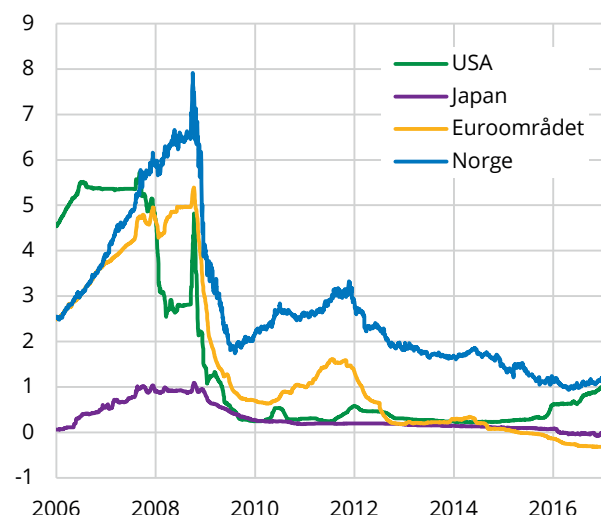
løfter om å si opp eller reforhandle en rekke internasjonale handelsavtaler. Det vil gi negative impulser til verdensøkonomien. Proteksjonistiske tendenser har vi sett over lengre tid i Europa. Også der er det politiske partier som spiller og profiterer på frykt for at arbeidsplasser skal gå tapt til arbeidsinnvandrere og for flytting av produksjon til utlandet. Dette tror vi vil bidra til å dempe utviklingen i internasjonal handel noe framover. Britene stemte seg ut av EU sist sommer, i år står flere parlamentsvalg for døren der EU-motstandere kan vinne. Den greske statens gjeldsbetjeningssevne er dessuten igjen på agendaen som følge av store lån med betalingsforfall til sommeren. Dette gjør at usikkerheten knyttet til våre anslag for internasjonal økonomi er stor, og vi vurderer at risikoen for den videre økonomiske utviklingen hos Norges handelspartnere først og fremst er på nedsiden.

Samlet anslår vi at Norges handelspartnere er nær konjunkturbunnen. Konjunkturoppgangen i OECD-området ventes å bli meget moderat. Med lavere trendvekst enn før finanskrisen skal det dessuten mindre vekst til før noe defineres som en konjunkturoppgang. I OECD-området er trendveksten nedjustert blant annet fordi høye gjelds nivåer begrenser etterspørselen. Omstillingen i Kina til en mer konsumdrevet økonomi ventes å ha samme effekt. Der ventes veksten å avta gradvis med mot rundt 5 prosent i løpet av prognoseperioden. Oljeproduiserende land må omstille seg til lavere oljepriser. Svakere utvikling i internasjonal handel demper den økonomiske veksten globalt.

1.1. Amerikansk økonomi

Trump ønsker i stor grad å basere handelspolitikken på bilaterale avtaler, som vil kunne øke USAs relative forhandlingskraft. Vi tror imidlertid fortsatt at amerikanske myndigheter vil være mer forsiktig i handelspolitikken enn Trump forespeilet under valgkampen. Høy importtoll på kinesiske og meksikanske varer ville for eksempel kunne bli gjengjeldt og skape alvorlige handelskonflikter, som amerikanerne nok til syvende og sist vil unngå. Selv om den amerikanske økonomien er mindre åpen enn mange andre, har også den tatt del i globaliseringen, og både eksport og import har økt til nær 15 prosent som andel av BNP. En stor andel av amerikansk næringsliv har dermed importerte innsatsfaktorer i produksjonen eller eksport som en viktig del av sin virksomhet. Sammenvedde internasjonale produksjonsprosesser svekker Trumps bilateralisme sammenliknet med det tidligere handelsregimet basert på multilaterale avtaler. EU vurderer dessuten å klage inn USA for Verdens handelsorganisasjon (WTO) hvis amerikanerne innfører den varslede Border Adjustment Tax (grenseskatt), som kort fortalt skifter skatleggingen fra der varene produseres til der de selges, det vil si fra eksport til import. Planene møter også motbør på hjemmebane, både fra importintensive næringer og forbrukerorganisasjoner som mener at økte kostnader i stor grad veltes over på forbrukerne, men også fra både demokrater og republikanere i kongressen.

Figur 1.3. Internasjonale renter. 3 mnd. Prosent



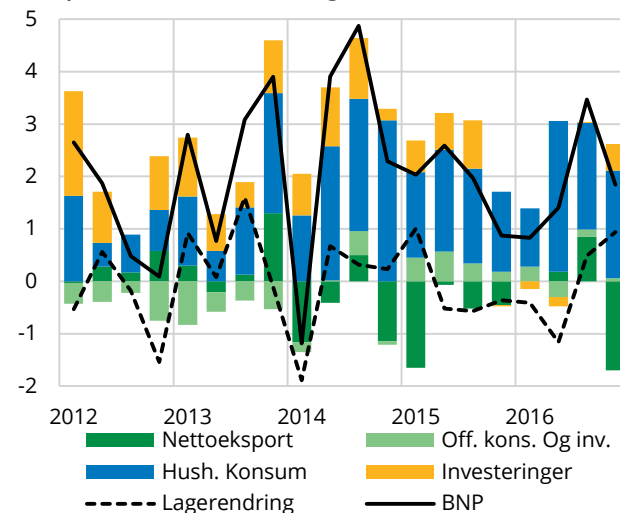
Kilde: Macrobond

Figur 1.4. Oljepris. Brent blend. USD



Kilde: Macrobond og SSB

Figur 1.5. USA. BNP-vekst og bidrag fra etterspørselskomponenter. Prosent, årlig rate



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	2020
Euroområdet																	
SSB	2,3	1,7	3,2	3,0	0,4	-4,5	2,1	1,5	-0,9	-0,3	1,1	2,0	1,7	1,5	1,5	1,7	1,7
IMF														1,5	1,6	1,5	1,5
USA																	
SSB	3,8	3,3	2,7	1,8	-0,3	-2,8	2,5	1,6	2,2	1,7	2,4	2,6	1,6	2,2	2,4	2,5	2,3
IMF														2,2	2,1	1,9	1,7
Sverige																	
SSB	4,3	2,8	4,7	3,4	-0,6	-5,2	6,0	2,7	-0,3	1,2	2,3	4,2	3,6	2,4	2,5	2,5	2,4
IMF														2,6	2,2	2,2	2,0
Storbritannia																	
SSB	2,5	3,0	2,5	2,6	-0,6	-4,3	1,9	1,5	1,3	1,9	3,1	2,2	1,8	2,3	2,3	2,4	2,3
IMF														1,1	1,7	1,8	1,9
Kina																	
SSB	10,1	11,3	12,7	14,2	9,6	9,2	10,6	9,5	7,9	7,8	7,3	6,9	6,6	6,7	6,0	5,6	5,2
IMF														6,2	6,0	6,0	5,9
Handelspartnere¹																	
SSB	2,9	2,6	3,8	3,3	0,5	-3,2	3,3	2,3	0,7	1,1	2,1	2,7	2,2	2,3	2,3	2,3	2,3
IMF														2,1	2,1	2,1	2,1
	Prisvekst																
	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
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	0,3	1,6	1,7	1,8	1,9
IMF														1,1	1,3	1,5	1,6
Øvrige (anslag fra IMF fom. 2017)																	
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	1,2	2,3	2,6	2,5	2,4
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	2,1
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	0,7	2,5	2,6	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	2,1	2,3	2,4	2,6	3,0
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	0,7	1,5	1,8	1,9	2,0

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

Kilde: Statistisk sentralbyrå.

Trump kan uansett ventes å gjennomføre omfattende skattelette til næringslivet, som vil bidra til noe høyere aktivitet. Det er liten tvil om at det blir store underskudd på offentlige budsjetter framover, men skattepolitikken vil trolig begrense omfanget av de forespeilede store, offentlige infrastrukturinvesteringene. Selv om Republikanerne har flertall i kongressen har den nye administrasjonen pådratt seg betydelig motstand i egen leir, som demper potensialet for ekspansive tiltak på utgiftssiden.

I fjorårets siste kvartal avtok veksten i den amerikanske økonomien til 1,9 prosent, sesongjustert og målt som årlig rate. Det er en klar nedgang fra 3,5 prosent kvartalet før, som kom etter tre påfølgende kvartaler med BNP-vekst på bare 0,8-1,4 prosent. En betydelig del av oppsvinget i 3. kvartal kan tilskrives midlertidige faktorer. En periode på hele fem kvartaler med nedbygging av lagre ble reversert. Dessuten var eksportveksten på

hele 10 prosent. Lageroppbyggingen fortsatte i 4. kvartal, og bidro alene til å forklare hele 1 prosentpoeng av BNP-veksten. Eksporten falt imidlertid klart igjen i 4. kvartal, og samlet sett har ikke eksporten vokst siden inngangen til 2015, noe som må ses i lys av en kraftig styrking av den amerikanske dollaren. Investeringene har derimot begynt å øke igjen. Etter en markert nedgang som startet høsten 2015 og varte til i fjor sommer, ble en forsiktig oppgang i 3. kvartal 2016 etterfulgt av en vekst på hele 9,2 prosent i 4. kvartal, hjulpet av et gryende nytt oppsving i oljesektoren og klar vekst i boliginvesteringene. Mye av økningen kan imidlertid tilskrives lageroppbygging. Veksten i husholdningenes konsum var på 3,0 prosent i 4. kvartal, det samme som kvartalet før. Veksten i offentlig forbruk var betydelig svakere i 2016 enn i 2015, men kan ventes å ta seg opp igjen framover. Årsveksten i BNP var i 2016 på 1,6 prosent, ned fra om lag 2,5 prosent i de foregående to årene.

Vi holder fast på vår forutsetning om en moderat konjunkturoppgang i amerikansk økonomi framover, med en årsvekst i BNP på 2,3 prosent i 2017, og deretter rundt 2,5 prosent fram til slutten av prognoseperioden i 2020. Etter vår vurdering er det altså en betydelig nedsiderisiko knyttet til amerikansk handelspolitikk framover, der en mer konfronterende linje enn vi har lagt til grunn kan svekke ikke bare amerikansk økonomi betydelig, men også verdenshandelen mer generelt. På den annen side kan finanspolitikken få en mer ekspansiv innretning og virkning enn i våre anslag, en forventning som nok til dels også reflekteres i økte inflasjonsforventninger.

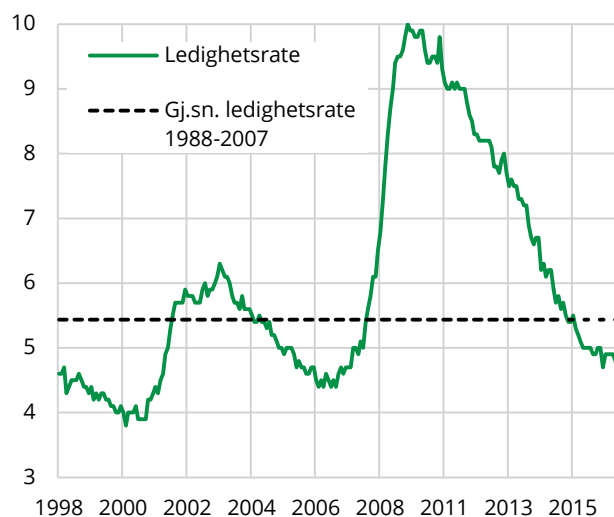
Oljeprisen har kommet klart opp igjen gjennom 2016 og stabilisert seg rundt 55 dollar fatet den siste tiden. Perioden med lave priser har bidratt til kostnadskutt og teknologiutvikling, slik at produksjonen er lønnsom ved betydelig lavere oljepris enn tidligere. Det har bidratt til at nedgangen i oljeproduksjonen stoppet opp på et relativt høyt nivå i fjor høst, og siden har produksjonen økt klart. Vi venter at oljeprisen vil fortsette å stige noe de nærmeste årene. Det bidrar til at produksjonen og investeringene i oljesektoren kan øke ytterligere, med positive ringvirkninger til resten av økonomien. Industriproduksjonen samlet sett falt med drøye 3 prosent fra en topp sent i 2014 til en bunn i mars i fjor. Siden har produksjonen økt igjen, med om lag én prosent fram til januar i år.

Eksporten falt klart gjennom 2015 og inn i 2016. Dollaren har styrket seg med hele 25 prosent handelsvektet fra sommeren 2014 og fram til begynnelsen av 2017, tilsvarende mot euro og med drøye 10 prosent mot kinesiske yuan. Framover venter vi at internasjonal etterspørsel tar seg noe opp, mens dollaren ventes å holde seg sterk som følge av at USA leder an i rentesyklusen. Fordelene for eksportbedriftene av en eventuell grenseskatt må også forventes å bli motvirket av en sterkere dollar i tillegg til mottiltak fra handelspartnere. Samlet sett er det etter vår vurdering derfor duket for en moderat eksportvekst framover.

Veksten i husholdningenes etterspørsel holdt seg på 3,0 prosent i fjorårets to siste kvartaler, målt som årlig rate. Etterspørselsveksten etter varige forbruksvarer var på hele 10 prosent for tredje kvartal på rad. Dette er ofte en ledende indikator på det amerikanske konjunkturforløpet, og den robuste utviklingen peker mot videre vekst i husholdningenes forbruk. Det samme gjør omsetningen i detaljhandelen, som hadde en sterk utvikling på slutten av fjoråret og inn i det nye. Bilsalget nyanserer imidlertid dette bildet noe, med en svak utvikling gjennom hele 2016, tross de lave bensinprisene. Også produksjonen av biler falt klart mot slutten av fjoråret. Bedre arbeidsmarked og tiltakende lønnsvekst bidrar til at veksten i husholdningenes forbruk ventes å holde seg oppe framover.

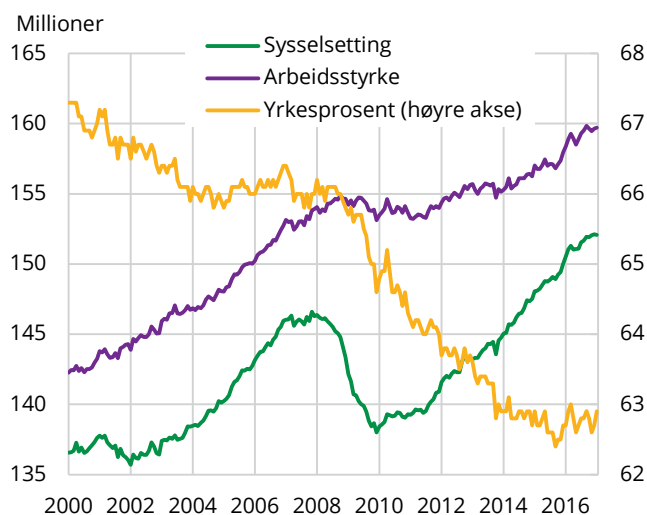
Oppgangen i boligmarkedet ser også ut til å ha blitt mer robust den siste tiden. Boligprisene økte klart

Figur 1.6. USA. Arbeidsledighet. Prosent



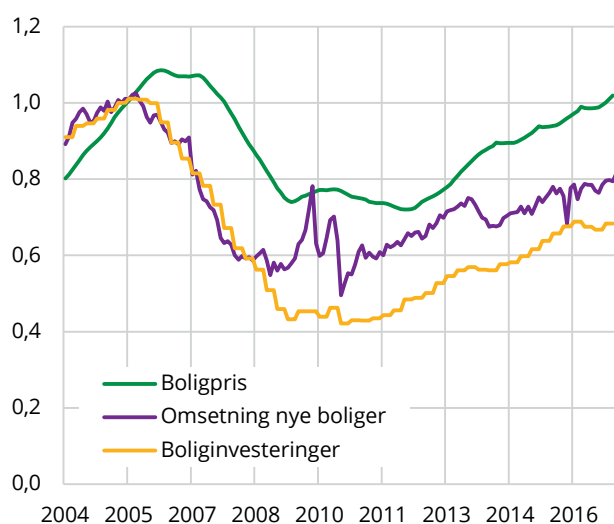
Kilde: Macrobond

Figur 1.7. USA. Arbeidsmarkedet



Kilde: Macrobond

Figur 1.8. USA. Boligmarkedet. 2005 = 100



Kilde: Macrobond.

igjen i andre halvår i fjor. Også omsetningen viste tegn til oppgang. Boliginvesteringene økte dessuten klart i fjorårets siste kvartal, etter nedgang gjennom sommerhalvåret. Med utsikter til noe bedre konjunkturer i amerikansk økonomi og lave renter enda en stund, selv om de ventes å øke noe, venter vi en moderat oppgang i det amerikanske boligmarkedet framover.

Arbeidsledigheten falt noe gjennom 2016, men viser tegn til å flate ut, etter å ha falt jevnt og trutt fra 10 prosent i 2009. I januar i år var 4,8 prosent av arbeidsstyrken uten jobb. Det er godt under det gjennomsnittlige nivået i de to tiårene før finanskrisen på 5,4 prosent. Nedgangen må imidlertid ses i lys av at yrkesdeltakelsen har falt markert i den samme perioden, blant annet som følge av at mange har gitt opp å søke jobb og trukket seg ut av arbeidsmarkedet. Yrkesdeltakelsen falt markert i kjølvannet av finanskrisen, og har ikke økt nevneverdig siden bunnen ble nådd i 2015. Mange av jobbene som er skapt den senere tiden er trolig av midlertidig karakter og knyttet til deltidskontrakter i yrker med lav lønn, slik at den underliggende konjunktursituasjonen ikke er så god som ledighetstallene isolert sett kan antyde. I tråd med at den økonomiske veksten tar seg noe opp framover kan ledighetsraten ventes å falle ytterligere noe framover.

Høyere olje- og råvarepriser har bidratt til at inflasjonen har tatt seg klart opp. Etter å ha vært nær uendret gjennom store deler av 2015 økte inflasjonen målt som 12-månedersvekst i konsumprisindeksen (KPI), til 1 prosent i første halvår 2016, og deretter videre til hele 2,5 prosent i januar i år. Underliggende prisvekst målt ved KPI uten matvarer og energi har imidlertid endret seg lite, fra rett under til rett over 2 prosent i den samme perioden. Mye tyder på at også inflasjonsforventningene på mellomlang sikt har økt, blant annet målt ved realrentobligasjoner. Oljeprisen slår relativt kraftig igjennom til bensinprisene på grunn av lave avgifter. I tråd med våre anslag om en langt mer forsiktig oljeprisoppgang framover tror vi ikke at inflasjonen skal videre opp.

Inflasjon i overkant av sentralbankens mål på 2 prosent og tegn til bedre konjunkturer peker mot at sentralbankens styringsrente skal forsiktig opp framover. Etter å ha ligget uendret nær null prosent i syv år ble den satt opp med 0,25 prosentpoeng i desember 2015 og ytterligere 0,25 prosentpoeng i desember i fjor. Valget av Trump har riktignok økt usikkerheten om den videre utviklingen på mange områder, men har også ført til forventninger om at ekspansiv finanspolitikk kan komme til å gi økonomien et løft. Fed har også signalisert at det vil komme flere renteøkninger framover. Vi venter imidlertid at en renteoppgang framover vil bli meget forsiktig. Tre måneders pengemarkedsrente har økt fra en bunn på rundt 0,25 prosent sommeren 2014 til 1,1 prosent i slutten av februar i år. Implisitte terminrenter indikerer at pengemarkedsrentene forventes å øke ytterligere, til drøye 2 prosent ved utgangen av vår

prognoseperiode i 2020. Det er en oppgang på nesten 1 prosentpoeng siden bunnen i fjor sommer.

1.2. Europa

Regnet som årlig rate har den økonomiske veksten i euroområdet de to siste årene i gjennomsnitt ligget rundt 1,8 prosent. I 4. kvartal i fjor var veksten på 1,6 prosent, sesongjustert og målt som årlig rate, ned fra 1,8 prosent kvartalet før. Det er store forskjeller mellom landene. Mens gjeninnhentingene fortsetter i Portugal og særlig Spania, og veksten tok seg opp både i Tyskland og Frankrike, falt den noe tilbake i Nederland og Italia. I Hellas og Finland falt BNP med henholdsvis 1,4 og 2 prosent. I Øst-Europa ser situasjonen nå imidlertid ut til å være mer entydig positiv med unntak av Ungarn. Økonomiene i Romania, Bulgaria og Slovakia fortsatte alle å vokse relativt friskt, og i Polen tok veksten seg klart opp, til i overkant av 6,5 prosent.

Den sammenhengende perioden med vekst i euroøkonomien har bidratt til en bedring i arbeidsmarkedet. Arbeidsledigheten for euroområdet som helhet har falt fra en topp i overkant av 12 prosent i 2013 til 9,6 prosent i desember fjor. Det er imidlertid fortsatt høyere enn det høyeste nivået under forrige lavkonjunktur tidlig på 2000-tallet og det er store forskjeller landene i mellom. Mens ledigheten i Hellas og Spania fortsatt er rundt 20 prosent, var den i desember helt nede på 3,9 prosent i Tyskland. Det betyr at ledigheten i euroområdet utenom Tyskland fortsatt er på rundt 12 prosent.

Inflasjonen i euroområdet lå lenge og fluktuerte rundt null, blant annet som følge av fallende oljepriser fra sommeren 2014 og gjennom 2015. Råvareprisoppgangen siden tidlig i 2016 har imidlertid bidratt til at inflasjonen har tatt seg opp, og i februar i år ble den registrert til 2,0 prosent. Målt ved tolv månedersveksten i konsumprisene er inflasjonen for tiden således i tråd med den europeiske sentralbankens mål om en prisstigning på i underkant av 2 prosent. Målt uten mat og energipriser har imidlertid inflasjonen de siste par tre årene holdt seg på et relativt stabilt nivå på noe i underkant av 1 prosent. Dette var også tilfelle i februar da den ble registrert til 0,9 prosent. Selv om de langsiktige inflasjonsforventningene har tatt seg noe opp, er det således lite som tilsier at ESB vil endre sin pengepolitiske innretning med det første som følge av den høyere inflasjonen. Riktignok har sentralbanken signalisert at den fra og med april i år vil redusere sine oppkjøp av verdipapirer fra 80 til 60 milliarder euro i måneden, men med fortsatt relativt svake konjunkturer og betydelig nedsiderisiko, ikke minst relatert til utfallet av de nært forestående politiske valgene i Nederland, Frankrike og Tyskland, vil banken trolig avvente situasjonen noe før den signaliserer ytterligere tilstramminger i pengepolitikken. Tremåneders pengemarkedsrente ligger således an til å bli om lag -0,3 prosent som gjennomsnitt for inneværende år. Vi venter at den vil øke noe mot slutten av prognoseperioden, til 0,8 prosent i 2020.

Går vi tilbake til 2013, da euroøkonomien så smått begynte å vokse igjen, ser veksten fram til i dag ut til å ha vært relativt bredt anlagt, med vekst i alle BNPs underkomponenter. Så også i 4. kvartal 2016. Investeringene befinner seg likevel fortsatt på et svært lavt nivå. Den svake veksten som startet i 2013 ble i fjor avløst av ny nedgang. Eksportveksten, som har vært en av de viktigste drivkreftene i euroøkonomien de siste årene, tror vi dessuten vil kunne komme til å dempes som følge av økende proteksjonisme. Til tross for den høye statsgjelden ser europeiske myndigheter imidlertid ut til å ha endret synet noe på finanspolitikken spillerom og muligheter. Nye signaler fra EU-Kommisjonen sanksjonerer også den noe tiltakende ekspansiviteten vi har sett i finanspolitikken siden 2015. Det kan tyde på at denne politikken videreføres og kanskje styrkes framover, noe som kan veie opp for en svakere eksportutvikling.

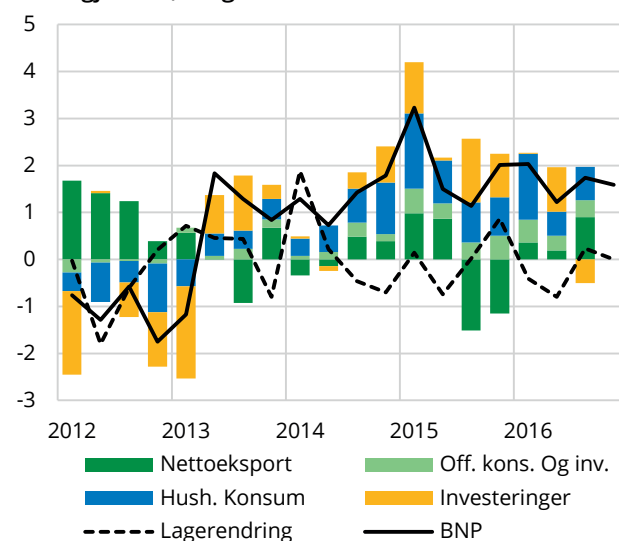
Med fortsatt høy gjeld i privat og offentlig sektor og risiko relatert til utfallet av en rekke nært forestående politiske valg i euroområdet, tror vi det ligger an til en meget moderat konjunkturoppgang i Europa framover. Denne usikkerheten reflekteres også i markedet for europeisk statsgjeld, der rentedifferansen mot Tyskland har økt for mange land, spesielt for Italia, men også for land som Spania og Frankrike. Vi anslår at veksten i euroområdet vil ta seg langsomt opp gjennom prognoseperioden, fra 1,5 prosent i 2017 til 1,7 prosent i 2020. Med en estimert trendvekst på om lag 1,5 prosent innebærer det en meget forsiktig konjunkturoppgang, og dermed en fortsatt langsom nedgang i arbeidsledigheten.

I sommerhalvåret 2016 avtok veksten i Tyskland, fra sterke 2,9 prosent i 1. kvartal til kun 0,5 prosent i 3. kvartal. I 4. kvartal tiltok imidlertid veksten igjen, til 1,7 prosent. De dekomponerte tallene viser at veksten denne gang var bredt anlagt. Også investeringene tok til å vokse igjen etter to påfølgende kvartaler med nedgang. Videre vekst i investeringene er en viktig betingelse for våre anslag om videre oppgang i tysk økonomi. En rekke sterke innkjøpsjeksindikatorer og stemningsindikatorer støtter dette. På den annen side viser industriproduksjonen fortsatt ingen tegn til oppgang, og detaljhandelen har falt siden november, sistnevnte riktignok etter en kraftig oppgang i måneden før.

I Frankrike var BNP-veksten på 1,7 prosent i 4. kvartal, opp fra henholdsvis -0,6 og 0,8 prosent i de to foregående kvartalene. Veksten var bredt basert med oppgang i samtlige av BNPs underkomponenter. Det sterkeste bidraget til veksten kom fra vekst i husholdningenes etterspørsel og eksport. Offentlig konsum har fortsatt å vokse med om lag 1,5 prosent helt siden finanskrisen, så også i fjorårets siste kvartal. Årsveksten for 2016 var på 1,1 prosent, om lag som året før.

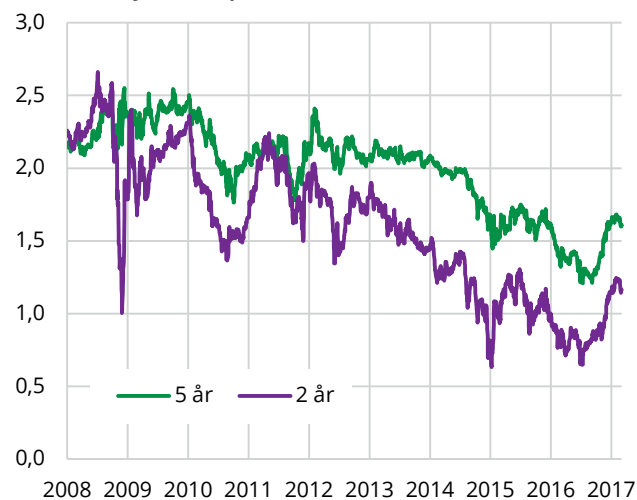
Italiensk BNP økte med 0,7 prosent i 4. kvartal, og bidro dermed til at årsveksten for 2016 ble på 1 prosent, opp fra 0,7 prosent året før. De dekomponerte tallene

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



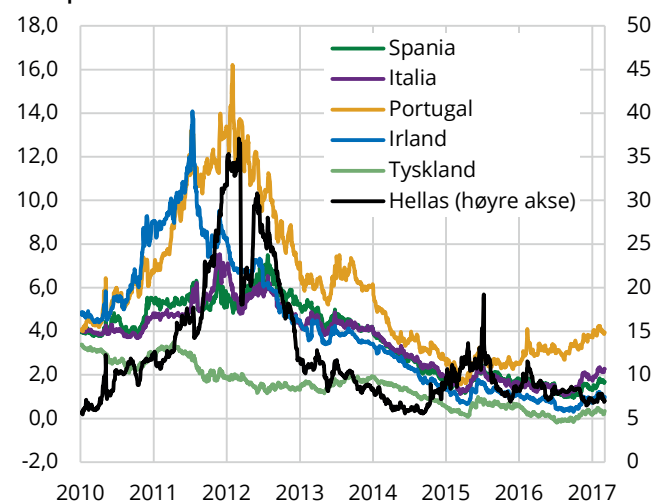
Kilde: Macrobond.

Figur 1.10. Euroområdet. Inflasjonsforventninger. Euro inflasjonsswap. Prosent



Kilde: Macrobond.

Figur 1.11. 10-års statsobligasjonsrenter i utvalgte europeiske land. Prosent



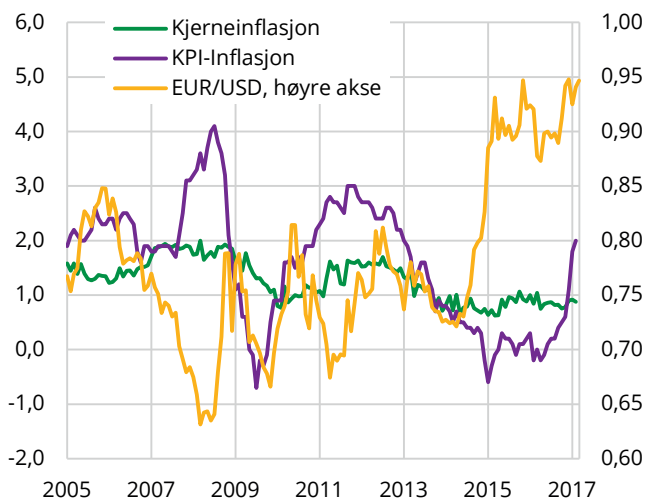
Kilde: Macrobond.

for 4. kvartal viser at veksten var relativt bredt basert, med god vekst både i offentlig konsum, investeringer og eksport. Veksten i husholdningenes konsum stoppet imidlertid nesten opp, og selv om eksportveksten var på sterke 7,6 prosent, var utenrikshandelens samlede bidrag til veksten negativ som følge av høy importvekst. Konsumutviklingen er helt i tråd med den svært svake utviklingen i detaljhandelen siden oktober i fjor.

Også i spansk økonomi er veksten bredt basert, og i 4. kvartal økte BNP med 2,8 prosent. Det er imidlertid tegn til en forsiktig avdemping, ettersom kvartalsveksten falt gradvis fra rundt 3,5 prosent i 2015 til knappe 3 prosent i andre halvår 2016. En årsak er at veksten i offentlig konsum stoppet opp igjen i 2016 etter en gryende oppgang året før. Som for Italia var vekstbidraget fra utenrikshandelen relativt beskjedent som følge av at høy eksportvekst gikk sammen med ditto høy importvekst. Årsveksten i BNP var på 3,2 prosent i 2016 som året før, i kjølvannet av syv magre år med til dels kraftig fall i BNP.

I den britiske økonomien er det fortsatt få tegn til lavere vekst som følge av beslutningen om å forlate EU sist sommer. Faktisk har veksten økt, til 2,9 prosent i 4. kvartal i år, opp fra 2,3 prosent i de to foregående kvartalene og 0,6 prosent i 1. kvartal. Dette til tross for at veksten i offentlige utgifter har avtatt markert i den samme perioden. Som tidligere var det særlig en klar vekst i husholdningenes konsum som drev den økonomiske veksten i 4. kvartal. Eksporten økte også markert etter en klar nedgang gjennom de tre foregående kvartalene, mens importen falt noe. Investeringsveksten, som stoppet opp høsten 2015 etter et kraftig oppsving fra sommeren 2013, har imidlertid fortsatt sin svake utvikling gjennom 2016. Veksten i Storbritannia har det siste året i stor grad vært drevet av husholdningenes konsum. Ettersom utgiftsveksten for tiden er høyere enn inntektsveksten og spareraten faller, er dette en utvikling som ikke er bærekraftig på sikt. I tillegg legger nå tiltakende inflasjon en demper på kjøpekraften.

Figur 1.12. Euroområdet: 12 mnd. inflasjon og valutakurs



Kilde: Macrobond.

Svekkelsen av pundet har kommet eksportørene til gode, og selv om eksporten har vært svært labil, bærer den sterke veksten i 4. kvartal på i overkant av 17 prosent, regnet som årlig rate, bud om at Storbritannias økonomi kan få flere ben å stå på i tiden som kommer.

På den annen side har depresieringen sammen med høyere energi- og råvarepriser bidratt til at inflasjonen i det siste har tatt seg markert opp, og i januar i år ble tolv månedersveksten i konsumprisene registrert til 1,9 prosent, opp fra i underkant av null for litt over et år siden. Basert på svært pessimistiske prognoser for den britiske økonomien som følge av avgjørelsen om å melde seg ut av EU, valgte Bank of England i sommer å kutte styringsrenta til historisk lave -0,25 prosent og å gjenoppta de kvantitative lettelsene. På bakgrunn av den relativt sterke økonomiske utviklingen siden den gang og klare tegn til at også kjerneinflasjonen nå er på vei opp kan det gå mot en reversering, også fordi britisk økonomi er preget av bobletendenser i både aksje- og boligmarkedet. Vi har valgt å opprettholde våre mer optimistiske anslag for britisk økonomi og venter at BNP-veksten tar seg opp fra 1,8 prosent i 2016 til knappe 2,5 prosent utover i prognoseperioden.

1.3. Sverige og Danmark

Etter å ha vist klare svakhetstegn i årets tre første kvartaler tok veksten i svensk økonomi seg kraftig opp i 4. kvartal i fjor. Veksten som var på 4,2 prosent, sesongjustert og regnet som årlig rate, kom denne gang hovedsakelig som følge av klar vekst i eksporten og investeringene. Veksten i privat og offentlig konsum fortsatte å komme inn betraktelig lavere enn det som har vært vanlig de siste par årene fram til begynnelsen av fjoråret. Eksportveksten som i 4. kvartal var på hele 7,2 prosent, kom i kjølvannet av en svært svak utvikling i første halvdel av fjoråret og må sees i lys av kronesvekkelsen fram til november i fjor. Mot euro har kronen imidlertid siden den gang styrket seg med rundt 4 prosent og det gjenstår å se hvor motstandsdyktig eksporten vil være i lys av denne utviklingen. Årsveksten i BNP i 2016 ble på 3,1 prosent, ned fra hele 3,8 prosent året før, men klart høyere enn et gjennomsnitt på 2,1 prosent for de foregående fem årene.

Siden september i fjor har arbeidsledigheten holdt seg i underkant av 7 prosent, etter å ha gått noe ned gjennom 2014 og særlig 2015. Inflasjonen har tatt seg klart opp det siste året, til 1,4 prosent i januar i år, etter å ha vært nær null siden inngangen til 2013 og fram til begynnelsen av fjoråret. Kjerneinflasjonen økte klart mot slutten av fjoråret. Etter å ha ligget stabilt i overkant av 1,3 prosent siden inngangen til 2016, økte den til 1,9 prosent i desember. Selv om den falt tilbake til 1,6 prosent i januar i år, er det tegn til at det nå ikke kun er energiprisene som driver utviklingen i konsumprisindeksen. Lave renter har også lenge bidratt til høy boligprisvekst, men på slutten av fjoråret var det tegn til at boligprisene har begynt å flate ut noe, med en økning fra 3. til 4. kvartal på kun 0,1 prosent.

Sveriges Riksbank uttrykker likevel fortsatt uro for at inflasjonen igjen skal ta til å falle. Tegn til utflating i boligprisene, nedgangen i inflasjonen i januar og den markerte kronestykingen siden november i fjor bidro til at Riksbanken i februar i år lot styringsrenta være på -0,5 prosent, til tross for god vekst i realøkonomien mot slutten av fjoråret. Styringsrenta vil trolig bli liggende på det rekordlave nivået enda en stund framover.

Løpende månedsstatistikk gir et litt blandet bilde av utviklingen i svensk økonomi. Veksten i detaljhandelen flatet ut gjennom 2016 og fram til januar i år, mens Konjunkturinstituttets indikator for konsumenttillit indikerer at stemningen blant husholdningene fortsatt holder seg godt oppe etter oppgang i løpet av høsten i fjor. Industriproduksjonen var imidlertid fortsatt lavere i 4. kvartal enn i første, og i desember tok den til å falle igjen. Vi venter at den økonomiske veksten blir mer moderat den nærmeste tiden enn på slutten av 2016 og anslår at den vil ta seg forsiktig opp fra rundt 2 prosent de nærmeste kvartalene til rundt 2,5 prosent fra 2018, med drahjelp fra finanspolitikken, økt internasjonal etterspørsel og en fortsatt svak svensk krone.

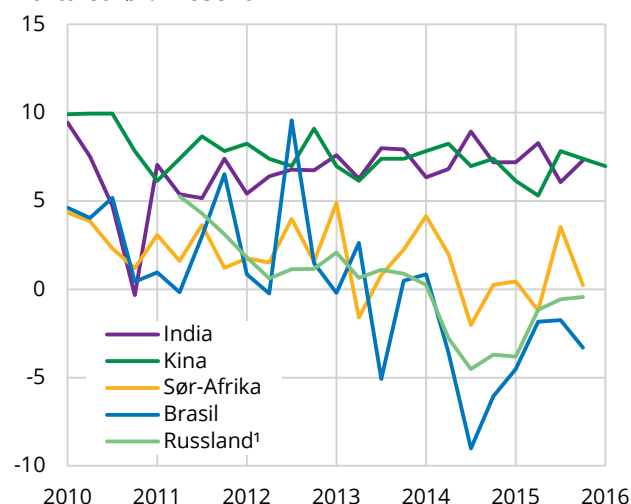
Etter klare tegn til stagnasjon gjennom 2015 tok dansk økonomi til å vokse igjen i 2016. Investeringene vokste klart gjennom hele året, mens eksportveksten tiltok gjennom året fra en liten nedgang i 1. kvartal til en vekst på hele 17,6 prosent i 4. kvartal. Den kontraktive finanspolitikken har fortsatt på sjuette året. Husholdningenes konsumvekst var sterk både i begynnelsen og på slutten av 2016, men falt svakt i midtre halvdel av året. Årsveksten i BNP i 2016 var på 1,1 prosent, ned fra drøye 1,5 prosent i de to foregående årene. I 4. kvartal i fjor var BNP-veksten på 0,9 prosent. Veksten var bredt basert med unntak av offentlig konsum, med sterk oppgang både i privat konsum, investeringer og eksport. Utenrikshandelens samlede bidrag til veksten var imidlertid svakt som følge av sterk importvekst.

Arbeidsledigheten har falt noe den siste tiden, fra 6,5 prosent i oktober i fjor til 6,2 prosent i januar i år. Ledigheten er likevel fortsatt høyere enn bunnen på 5,9 prosent i februar i fjor, som ble nådd etter en periode med nedgang fra toppen på 7,9 prosent i 2012. Inflasjonen som stort sett har vært rundt 0,5 prosent siden 2013, økte rundt siste årsskiftet, til 0,9 prosent i januar. Med litt mer drahjelp fra finanspolitikken og en forsiktig internasjonal oppgangskonjunktur, ser vi for oss at den danske økonomien vil vokse moderat i tiden som kommer, med årsvekstrater gradvis økende fra fjorårets 1,1 prosent til rundt 2 prosent mot slutten av prognoseperioden.

1.4. Framvoksende økonomier

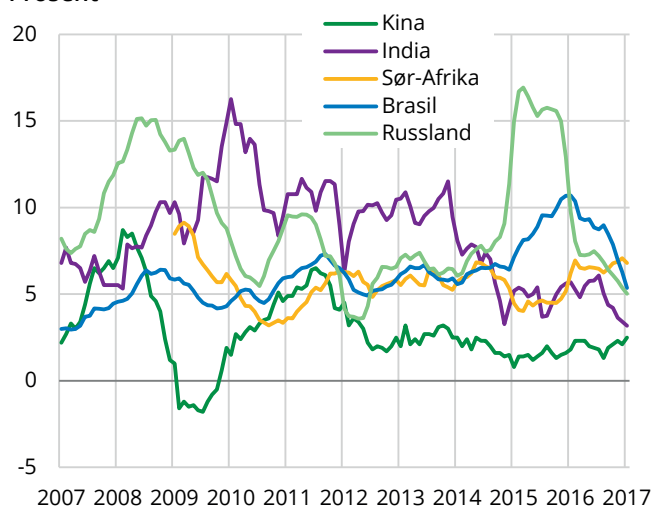
I Kina har den sterke økonomiske veksten fortsatt. I fjorårets 4. kvartal var veksten på 7 prosent, sesongjustert og målt som årlig rate. For 2016 som helhet ble veksten målt til 6,7 prosent. Den stabilt høye veksten gir myndighetene et potensielt handlingsrom til å gjennomføre reformer knyttet til eiendomsskatt, og

Figur 1.13. Framvoksende økonomier. BNP-vekst fra kvartalet før. Prosent



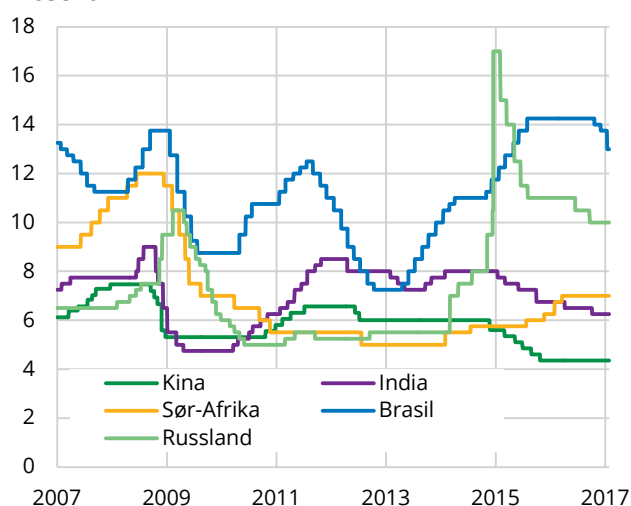
Kilde: Macrobond. ¹ Vekst fra samme periode året før.

Figur 1.14. Framvoksende økonomier. Inflasjon. Prosent



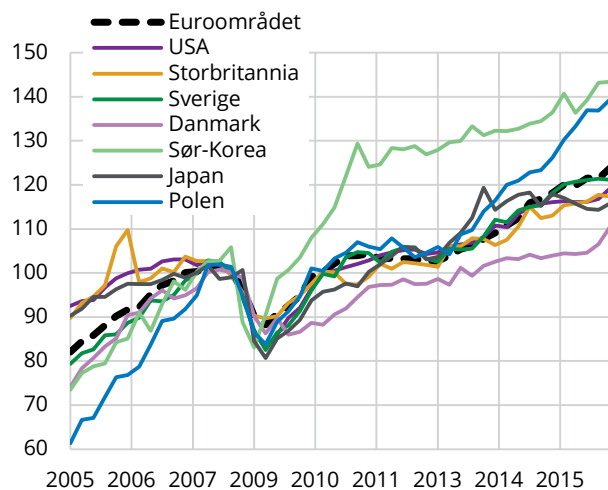
Kilde: Macrobond

Figur 1.15. Framvoksende økonomier. Styringsrenter. Prosent



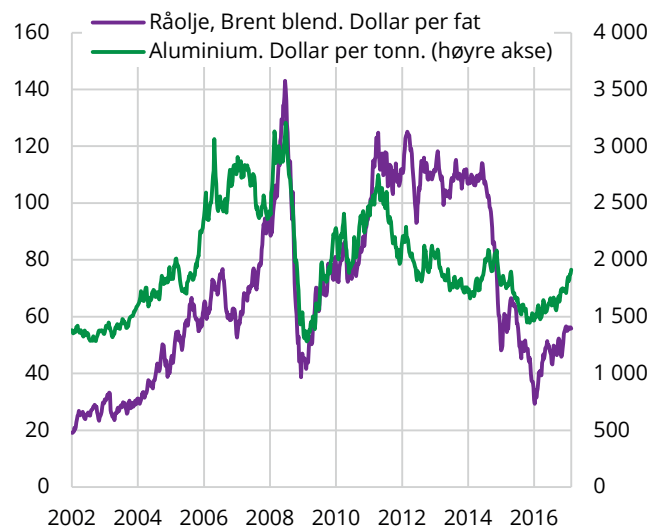
Kilde: Macrobond

Figur 1.16. Import Norges handelspartnere. Sesongjustert. 2008 = 100



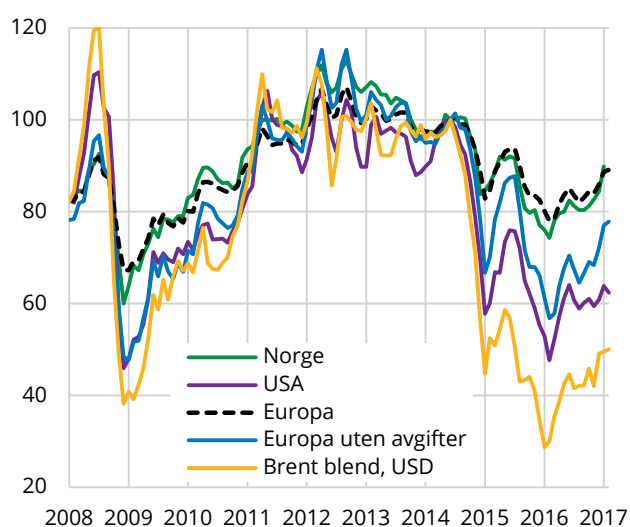
Kilde: Macrobond

Figur 1.17. Spotpris råolje og aluminium



Kilde: Macrobond

Figur 1.18. Bensinpriser. Lokal valuta. Juni 2014=100



Kilde: Macrobond

liberalisering av finansmarkedene. 12-månedersveksten i detaljhandelen holdt seg godt oppe gjennom hele 2016, i overkant av 10 prosent. Økte inntekter i husholdningene og et noe mer positivt eiendomsmarked har bidratt til dette. Myndighetenes mål om vridning av økonomien mot konsumdrevet vekst ser med andre ord fortsatt ut til å være godt på vei. Mye av økningen kommer også som følge av økte kjøp av varige goder, som er understøttet av at myndighetene subsidierer kjøp av mindre biler. For å stoppe en pågående kapitalflukt har myndighetene også gjort det vanskeligere å ta penger ut av landet. Gjeld notert i amerikanske dollar har vært et problem for mange foretak når kinesiske yuan har svekket seg mye mot dollar. Renta er lav og selv om inflasjonen nå er på vei opp, så er det enda et stykke opp fra 2,5 prosent sist desember til inflasjonsmålet på 4 prosent.

BNP-veksten i India i 3. kvartal 2016 ble i stor grad drevet av konsum, mens investeringene fortsetter å skuffe. BNP-veksten økte til 7,3 prosent, fra 6,1 prosent kvartalet før. Foruten husholdningenes konsum bidro offentlige utgifter også sterkt til veksten. Landbruket og jordbruket nyter godt av en regnrik monsun etter to år med langt mindre nedbør enn normalt. Det får også innvirkning på pengepolitikken gjennom lavere inflasjon, slik at sentralbanken kan senke renta. Ved inngangen til 2017 var inflasjonen 3,2 prosent, relativt langt under sentralbankens mål på 5 prosent. Den overraskende utfasingen av store sedler før nyttår kan imidlertid føre til noe redusert aktivitet på kort sikt, med håp om at utbredelsen av korrupsjon og svart økonomi skal avta over tid.

I Brasil fortsetter resesjonen med et fall i BNP på 3,3 prosent i 3. kvartal, målt som årlig rate. OL ser ikke ut til å ha hatt en stor effekt på økonomien. Den svake valutaen gir drahjelp til eksportsektoren. Husholdningene har over lengre tid strammet inn konsumet betydelig for å betjene høy privat gjeld. Da er det positivt at landets høye inflasjon nå er på vei ned. Ved inngangen til 2017 var inflasjonen kommet ned i 5,4 prosent målt fra samme periode året før, ned fra nesten 11 prosent ved årsskiftet 2015-2016. Dette har allerede bidratt til at den rekordhøye renta har blitt kuttet fra 14,25 til 12,25 prosent siden forrige sommer, og flere rentekutt er på vei.

I Russland var veksten fortsatt negativ i 3. kvartal 2016, med en nedgang i BNP på 0,5 prosent målt fra samme periode året før. Likefullt ser landet nå ut til å være på vei ut av resesjonen som har vart i over 2 år. Husholdningenes etterspørsel falt mest i 3. kvartal, men også investeringene og offentlig konsum falt noe. Eksporten viste positive tegn med en vekst på 6,9 prosent målt fra året før, og bidro således til å dempe det samlede fallet. Fortsatt rammer økonomiske sanksjoner landet hardt, og en fortsatt relativt lav oljepris svekker offentlige budsjetter. Med tegn til bedring i forholdet til USA etter Trumps innsettelse er det også en viss forventning om lettelse i handelsrestriksjonene i tiden fremover.

Boks 1.1. Utviklingen i oljemarkedet

Fra sommeren 2014 og fram til februar i fjor falt oljeprisen fra om lag 110 til rundt 30 dollar fatet. Deretter økte oljeprisen gjennom våren før den stabiliserte seg rundt 45-50 dollar fatet fra april til november i fjor. Sist november gjorde oljeprisen et nytt hopp, til rundt 55 dollar fatet, og har siden har holdt seg relativt stabil på dette nivået.

Oljeprisen falt i 2014 som følge av økt produksjon først og fremst i USA, mens man forventet lavere vekst i etterspørselen spesielt utenfor OECD. På sitt ministermøte i november i 2014 vedtok OPEC på tross av oljeprisfallet ikke å redusere produksjonen slik mange forventet, og dette bidro til at oljeprisen falt ytterligere. Den siste økningen i oljeprisen skyldes at land både i og utenfor OPEC vedtok en forpliktende avtale om reduksjon i produksjonen på OPECs ministermøte 30. november i fjor.

IEA (International Energy Agency) forventer at den globale etterspørselen etter råolje vil øke med 1,3 millioner fat per dag i 2017. Selv om den lave oljeprisen isolert sett fører til økt etterspørsel, vil bortfall av subsidier trekke i motsatt retning. Økningen utenfor OECD neste år er først og fremst forventet å komme i India og andre asiatiske land, inkludert Kina. IEA antar også at etterspørselen i OECD vil holde seg om lag uendret i 2017.

OPEC har vedtatt å redusere oljeproduksjonen i første halvår i år med 1,2 millioner fat per dag i forhold til nivået i oktober i fjor. Det ble også bestemt at Iran kan øke sin produksjon noe, mens blant annet Libya og Nigeria er unntatt fra avtalen fordi

de har en relativ lav produksjon grunnet uroen i landene. Samtidig har land utenfor OPEC vedtatt en reduksjon på om lag 0,5 millioner fat daglig.

Råoljeproduksjonen utenfor OPEC forventes av IEA å øke med 0,2 millioner fat daglig i år. Økningen er først og fremst forventet å komme i USA og til dels i Brasil. Disse økningene motvirkes av reduksjoner i produksjonen i Kina og kutt i Mexico.

IEA påpeker at det foreløpig ser ut til at produsentene har gjennomført 90 prosent av de varslede kuttene. Dersom OPEC holder framtidig produksjon lik det gjennomsnittlige nivået i januar i år gjennom hele året, samtidig som land utenfor OPEC makter å oppfylle sine produksjonsbegrensninger, vil de globale lagrene av råolje falle med 1,0 millioner fat per dag i 2017 i gjennomsnitt. Det er spesielt forventet en relativt sterk nedgang i lagrene gjennom andre halvår. Dette kan isolert seg legge et press oppover på oljeprisen, selv om de samlede kommersielle lagrene av råolje og raffinerte produkter i OECD fortsatt er høye.

Vi legger til grunn at oljeprisen vil stige til knappe 65 dollar mot slutten av 2020. Den relativt lave oljeprisen etter 2014 har ført til bortfall av investeringer i nye felt i mange steder i verden. Dette vil kunne gi seg utslag i lavere produksjon og høyere pris etter noen år. En økning i produksjonen av lettolje fra tette bergarter i USA vil trolig dempe en slik prisstigning innenfor vår prognoseperiode.

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

	2014	2015	Prognose		2016	2017	16,1	16,2	16,3	16,4	Prognose		
			17,1	17,2							17,3	17,4	
Etterspørsel	93,0	95,0	96,5	97,8	95,4	95,9	97,2	97,3	96,9	97,2	98,4	98,5	
OECD ¹	45,8	46,4	46,6	46,6	46,7	46,0	47,2	46,7	46,8	46,1	47,0	46,5	
Europa	13,5	13,7	14,0	14,0	13,6	13,9	14,4	13,9	13,8	14,1	14,3	13,8	
Amerika	24,2	24,6	24,6	24,5	24,5	24,4	25,0	24,4	24,4	24,4	24,9	24,5	
Asia Oseania	8,1	8,0	8,1	8,1	8,5	7,6	7,8	8,3	8,6	7,6	7,8	8,2	
Tidligere Sovjetunionen	4,7	4,6	4,8	4,9	4,7	4,6	5,0	5,0	4,7	4,8	5,1	5,0	
Resten av verden	42,5	44,0	45,0	46,3	44,0	45,3	45,0	45,6	45,4	46,3	46,3	47,0	
Tilbud	93,7	96,6	96,9	96,8	96,7	96,0	97,0	97,9	96,3	96,5	97,3	97,1	
OPEC ²	36,8	38,2	39,3	39	38,7	39,0	39,6	40,0	38,9	38,9	39,0	39,0	
OECD	22,9	23,9	23,4	23,6	24,0	22,8	23,1	23,5	23,5	23,4	23,6	23,9	
Tidligere Sovjetunionen	13,9	14	14,2	14,2	14,3	14,0	14,0	14,5	14,4	14,2	14,2	14,2	
Resten av verden	20,2	20,5	20	20	19,7	20,2	20,3	19,9	19,5	20,0	20,5	20,0	
Lagerendring (og diverse)	0,8	1,6	0,5	-1,0	1,2	0,1	-0,1	0,7	-0,6	-0,7	-1,1	-1,4	
Etterspørsel rettet mot OPEC	36,0	36,5	38,9	39,9	37,5	39,0	39,7	39,3	39,4	39,6	40,0	40,3	
Gjennomsnittlig oljepris (Brent Blend)	98,5	52,2	43,7		34,0	45,8	45,7	49,3					

	2017	2018	2019	2020
Oljepris, prognoser SSB	55,9	58,3	60,7	63,1

Kilde: IEA Oil Market Report Januar 2017 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..

1.5. Japan og Sør-Korea

Veksten i den japanske økonomien avtok mot slutten av fjoråret, til 1,0 prosent. Både næringslivets investeringer og husholdningenes etterspørsel viste en svak utvikling. Lyspunktet er eksporten, som økte markert gjennom andre halvår i fjor. Styrkingen av japanske yen i første halvår 2016 på hele 20 prosent har bidratt til å bringe inflasjonen ned i null igjen etter et par år i positivt farvann, tross økningen i råvarepriser. Også kjerneinflasjonen har falt til rundt null i fjor høst. Halvparten av yen-styrkingen ble imidlertid reversert

rundt nyttår, som vil bidra til at inflasjonen tar seg noe opp igjen.

Veksten i Sør-Koreas økonomi bremsset noe opp i 4. kvartal 2016, hovedsakelig som følge av at den innenlandske etterspørselen svekket seg. BNP økte da med 1,7 prosent, sesongjustert og målt som årlig rate. For året som helhet vokste økonomien med 2,7 prosent. Hjulpet av oppgangen i råvarepriser har inflasjonen økt klart, til 2 prosent i januar 2017.