

1. Konjunktursituasjonen internasjonalt

Det ligger an til høyere vekst internasjonalt framover. Sammenliknet med situasjonen vi beskrev i vår forrige rapport synes nedsiderisikoen knyttet til de internasjonale konjunkturutsiktene nå også å være redusert. Samlet anslår vi at Norges handelspartnere har passert konjunkturbunnen. Konjunkturoppgangen i OECD-områder ventes imidlertid fortsatt å bli moderat. Kapitalbeholdningen i OECD-området har lenge sunket som følge av svært lave investeringer. Kombinert med et generelt høyt gjelds nivå og lav etterspørsel har dette bidratt til å redusere produksjonspotensialet og således trendveksten etter finanskrisen. Den lavere trendveksten har på den andre siden ført til at det skal mindre vekst til før vi får en konjunkturoppgang. Omstillingen i Kina til en mer konsumdrevet økonomi ventes å ha samme effekt. Der ventes veksten å avta gradvis ned mot rundt 5 prosent fram til 2020. En gradvis økning i råvareprisene samt bedre internasjonale konjunkturer, er imidlertid ventet å lede til en viss gjeninnhenting i andre framvoksende økonomier.

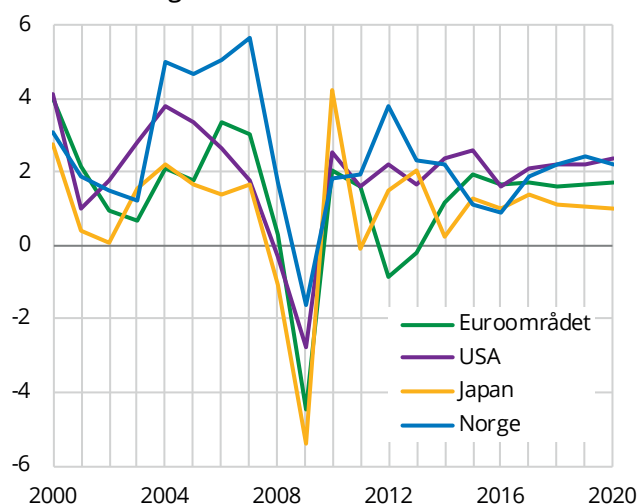
Det økonomiske vekstbildet er svært sammensatt internasjonalt. Mens den økonomiske veksten tok seg opp i euroområdet og Japan i siste del av fjoråret og inn i 2017, har veksttakten falt tilbake i mange andre land. I 1. kvartal i år falt den i både USA og Storbritannia – i USA etter ett år med høy vekst og i Storbritannia etter en sammenhengende periode med relativt høy vekst. I Kina var veksten i 1. kvartal, sesongjustert og regnet som årlig rate, 5,3 prosent, den laveste på åtte år og ned fra i underkant av 7 prosent kvartalet før. Mye tyder på at veksten i India også kan ha avtatt noe i begynnelsen av 2017. Kaoset som oppstod i forbindelse med at sedler med de to høyeste valørene ble tatt ut av sirkulasjon i november i fjor har hatt klare negative følger for store deler av befolkningen. I de råvareproduserende økonomiene Russland og Brasil ser situasjonen nå ut til å ha snudd. År-over-år vekstratene tyder på at

veksten i Russland er positiv og i ferd med å ta seg opp, og i Brasil tok økonomien i 1. kvartal i år til å vokse igjen, etter å ha falt sammenhengende i nærmere to år. I begge land har inflasjonen i det siste kommet markert ned. Dette har skapt rom for ekspansiv pengepolitikk. Perioden med fallende BNP ser derfor ut til å være over for denne gang. En ny potensiell regjeringsskifte, der den brasilianske presidenten Michel Temer, risikerer å bli stilt for riksrett som følge av anklager om bestikkelser og korrupsjon, skaper imidlertid ny nedsiderisiko.

OPEC har nylig blitt enige med sine avtalepartnere om å forlenge den tidligere inngåtte avtalen om produksjonskutt med ni nye måneder. Dersom avtalen overholdes, vil de globale lagrene av råolje falle ifølge IEA (se boks 1.2). Selv om priselastisiteten til de amerikanske produsentene er høyere enn tidligere, vil dette kunne være nok til å gi en prisoppgang på olje framover. I våre prognoser har vi således valgt å legge til grunn en oljepris som øker gradvis gjennom prognoseperioden, fra dagens nivå på rundt 50 dollar til knappe 65 dollar fatet mot slutten av 2020.

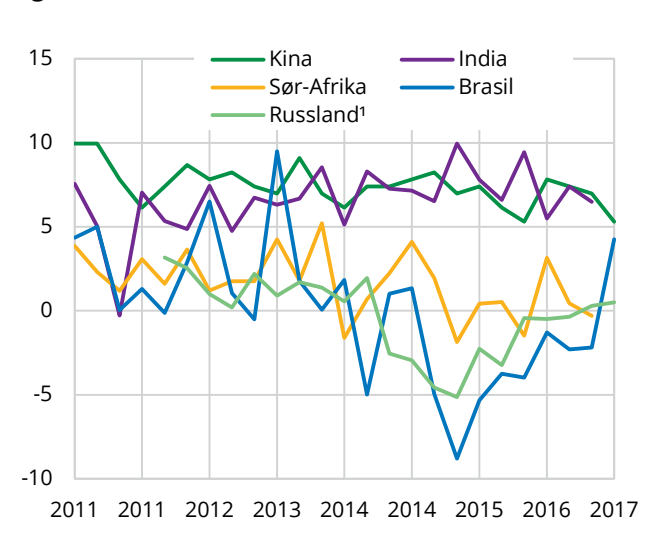
Den sterke optimismen som rådet i finansmarkedene i fjor høst og fram til tidlig mars i år, har i det siste vist tegn til å avta. I USA har dette kommet til uttrykk ved at den sterke veksten i aksjemarkedene nå har stoppet opp på grunn av usikkerhet med hensyn til Trump-administrasjonens finanspolitiske planer. I Europa har derimot aksjemarkedet fortsatt å vokse, godt understøttet av positive stemningsindikatorer og data som konsoliderer inntrykket av bedre økonomiske framtidssikter. Den generelle tendensen til høyere obligasjonsrenter siden i fjor høst snudde også i mars som følge av en rekke forhold, herunder redusert villighet til å påta seg global risiko, lavere inflasjonsforventninger og forventninger til en mer gradvis innstramning av pengepolitikken i USA. Også rentene på tyske statsobligasjoner tok til å

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



Kilde: Macrobond.

Figur 1.2. BNP-vekst for framvoksende økonomier



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

falle, men har siden tatt seg inn igjen, trolig som følge av den bedrede konjunktursituasjonen og frykt for en viss overoppheting. I markedet for langsiktig statsgjeld har imidlertid rentedifferansen mot Tyskland i det siste krympet for mange av landene i den europeiske periferien.

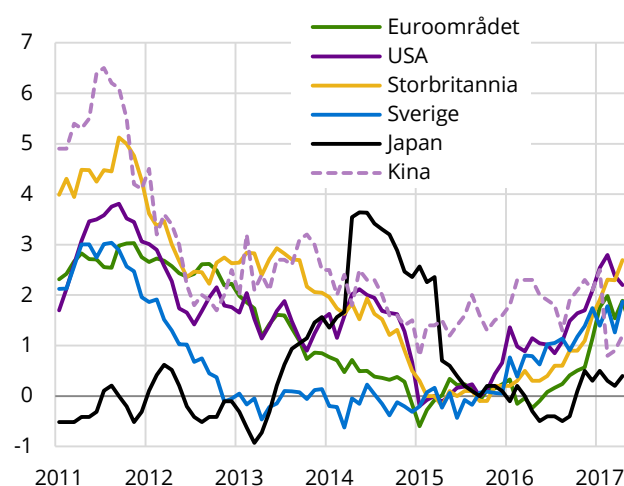
Etter Feds beslutning om å øke styringsrenten for tredje gang i mars i år samtidig som ESB i samme periode valgte å la sin egen styringsrente ligge urørt, har forskjellene i den pengepolitiske innretningen økt på tvers av Atlanteren. I kjølvannet av det politiske utfallet av valget i Frankrike og reduserte forventninger til gjennomføringen av Trumps finanspolitiske planer, har likevel euroen i det siste styrket seg betraktelig mot dollar. Vi har lagt til grunn at den europeiske sentralbanken (ESB) ikke vil begynne å sette opp renta før i 2019. I USA har sentralbanken signalisert muligheten for to nye rentehevinger i løpet av 2017. Selv om en noe svakere enn antatt utvikling fremover vil kunne moderere dette forløpet noe, vil USA fortsatt lede an i rentesyklusen. Vi legger til grunn en forholdsvis stabil dollarkurs framover.

1.1. USA

Etter en relativt svak start på 2016 tok veksten i den amerikanske økonomien seg opp i andre halvår. I 1. kvartal i år falt imidlertid veksten igjen tilbake. Selv om mye av dette trolig har sammenheng med midlertidige forhold, peker et forholdsvis kraftig fall i konsumveksten sammen med en avkortet versjon av Trumps tidligere annonserte finanspolitiske planer, i retning av noe lavere vekst enn vi tidligere så for oss. Forventninger til en langt mer næringslivsvennlig og ekspansiv politikk har bidratt til oppgang i aksjemarkedet og indikatorer for stemningen både i næringslivet og husholdningene har vært gode i de siste månedene. Men som tallene for 1. kvartal illustrerer, har dette så langt i liten grad blitt reflektert i realøkonomiske forhold. Vi regner likevel med at bedret stemning, kombinert med finanspolitiske stimulanter, vil bidra til å øke veksten i tiden som kommer.

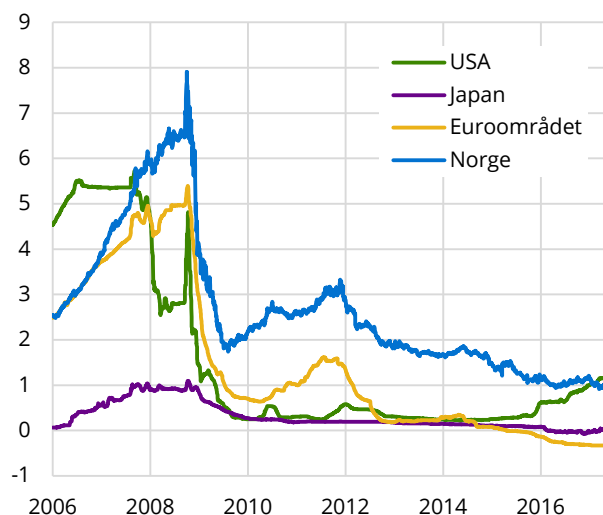
Sammenlignet med vår forrige rapport virker det imidlertid som om oppsidersikoen forbundet med et slikt scenario har blitt redusert. Forventningene til en mer ekspansiv finanspolitikk har i det siste både blitt kraftig modifisert og forskjøvet fram i tid. Dette gjelder både den tidligere annonserte skattereformen, der omfanget antas å bli mer begrenset enn tidligere annonsert, og investeringsplanene relatert til ny og oppdatert infrastruktur. Implementeringen av skattereformen er dessuten utsatt til 2018 slik at det for inneværende år trolig ikke blir snakk om noen finanspolitisk impuls i det hele tatt. Tar man i tillegg høyde for de potensielt negative effektene som en eventuell oppheving av the Affordable Care Act (Obamacare) vil kunne medføre – en opphevelse som, i følge det uavhengige organet Congressional Budget Office (CBO), vil frata titalls millioner amerikanere helseforsikringen - og det faktum at de impliserte skatteuttene i stor grad vil tilfalle den

Figur 1.3. Inflasjon i utvalgte land. 12-månedersvekst i KPI



Kilde: Macrobond

Figur 1.4. Internasjonale renter. 3 mnd.



Kilde: Macrobond

Figur 1.5. Oljepris. Brent blend



Kilde: Macrobond og SSB

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	1,2	2,0	1,7	1,7	1,6	1,7	1,7
IMF														1,7	1,6	1,6	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	2,1	2,2	2,2	2,3
IMF														2,3	2,5	2,1	1,8
Sverige																	
SSB	4,3	2,8	4,7	3,4	-0,6	-5,2	6,0	2,7	-0,3	1,2	2,6	4,1	3,3	2,2	2,5	2,5	2,4
IMF														2,7	2,4	2,2	1,7
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	1,9	2,1	2,1	2,1
IMF														2,0	1,5	1,6	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	6,7	6,7	5,9	5,3	5,0
IMF														6,6	6,2	6,0	5,9
Handelspartnere¹																	
SSB	2,9	2,6	3,8	3,3	0,5	-3,2	3,3	2,3	0,7	1,2	2,2	2,7	2,2	2,3	2,2	2,2	2,2
IMF														2,3	2,1	2,1	2,0
	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	1,4	1,7	1,9
IMF														1,7	1,5	1,6	1,8

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

Kilde: Statistisk sentralbyrå.

bemidlede delen av befolkningen (med lavere marginal konsumtilbøyelighet), vil netto effekten i makro uansett være svak, i hvert fall på kort sikt.

I årets første kvartal var veksten i den amerikanske økonomien 1,2 prosent, sesongjustert og målt som årlig rate, ned fra 2,1 prosent i 4. kvartal 2016. Det representerer en videre nedgang fra den relativt kraftige veksten i 3. kvartal i fjor på 3,5 prosent, og skyldes i hovedsak en kraftig lagerkorreksjon, kombinert med svak utvikling i så vel offentlig etterspørsel som privat konsum. Eksporten som falt med i underkant av 5 prosent i 4. kvartal i fjor etter uventet sterk vekst kvartalet før, korrigerte imidlertid opp igjen i 1. kvartal i år. Utenrikshandelens bidrag til veksten ble likevel svært svak grunnet fortsatt høy importvekst, noe som må sees i lys av den sterke dollaren. Investeringene gav klart det største bidraget til veksten i 1. kvartal. Riktignok falt investeringsveksten fra 9,4 til 4,8 prosent fra 4. kvartal i fjor til 1. kvartal i år, men utviklingen indikerer et klart positivt taktskifte fra sommeren 2016 da investeringene hadde falt sammenhengende siden slutten av 2015. I begynnelsen skyldtes mye av dette omslaget en blanding av lageroppbygging og investeringer knyttet til den amerikanske oljebransjen, men i 1. kvartal var det kun sistnevnte forhold, sammen med boliginvesteringene som økte.

Eksporten falt klart gjennom 2015 og inn i 2016 og selv om den i det siste har steget noe, ligger den fortsatt knapt over nivået ved utgangen av 2014. Noe av dette skyldes trolig at dollaren styrket seg handelsvektet med i overkant av 20 prosent siden sommeren 2014 og fram til mars i år. Framover venter vi at internasjonal etterspørsel vil ta seg opp. Dollaren ventes å holde seg relativt sterk som følge av at USA leder an i rentesyklusen, til tross for at den har svekket seg en del de siste månedene. En relativt sterk dollar vil motvirke fordelene eksportbedriftene eventuelt vil oppnå av en grenseskatt, som også vil kunne møte mottiltak fra handelspartnerne. Samlet sett er det etter vår vurdering derfor duket for moderat eksportvekst framover.

Oljeprisen ligger fortsatt betydelig over bunnpunktet fra januar 2016. Sammen med kostnadskutt og innføring av ny teknologi har dette bidratt til ny oppgang i petroleumsproduksjonen og investeringene i denne næringen. Vi venter at oljeprisen vil stige noe de nærmeste årene. Oppgangen i petroleumsnæringen vil derfor trolig fortsette, med positive ringvirkninger for resten av økonomien. Industriproduksjonen falt samlet sett med drøye 3 prosent fra en topp sent i 2014 til en bunn i mars i fjor. Siden den gang har imidlertid produksjonen tatt til å øke igjen, med om lag 2,5 prosent fram til og med april i år.

Målt som årlig rate falt veksten i husholdningenes konsum fra i overkant av 3 prosent i fjorårets siste tre kvartaler, til 0,6 prosent i 1. kvartal i år. Etterspørselsveksten etter varige forbruks-goder, ofte referert til som en ledende indikator for det amerikanske konjunkturforløpet, falt også brått fra et nivå på i overkant av 10 prosent i tre kvartaler på rad til en nedgang på 2,5 prosent i 1. kvartal. Kombinert med et bilsalg som fortsatt viser få tegn til å ta seg opp etter et kraftig fall tidligere i år og en detaljhandel som til tross for svak oppgang i april tyder på en viss avmatning, peker dette mot en svak konsumutvikling i USA framover.

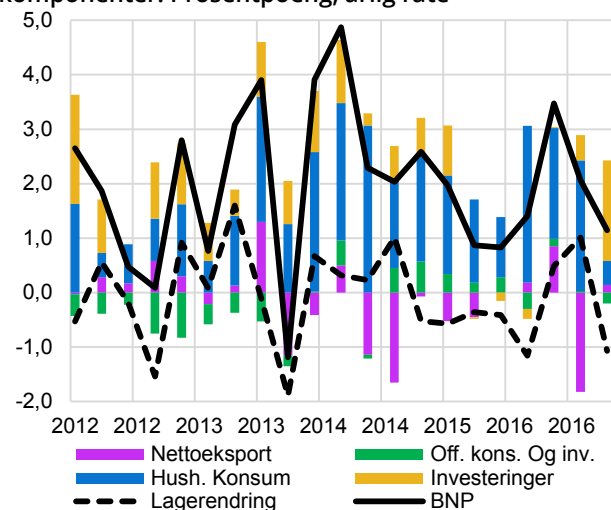
Etter å ha vist tegn til å flate ut ved inngangen til inneværende år har arbeidsledigheten igjen tatt til å falle. I mai i år var 4,3 prosent av arbeidsstyrken uten jobb. Det er godt under det gjennomsnittlige nivået i de to ti-årene før finanskrisen på 5,4 prosent. Nedgangen må imidlertid ses i lys av at yrkesdeltagelsen har falt markert i den samme perioden, blant annet som følge av at mange har gitt opp å søke jobb og har trukket seg ut av arbeidsmarkedet. Mange av jobbene som er skapt i den senere tiden er også av en midlertidig karakter og knyttet til deltidskontrakter i yrker med lav lønn. Den underliggende konjunktursituasjonen er således trolig ikke så god som ledighetstallene isolert sett skulle tilsi.

Samlet sett holder vi fast på vår forutsetning om en moderat konjunkturoppgang i amerikanske økonomi. På bakgrunn av den svake konsumveksten i 1. kvartal og utsikter til en noe mer forsiktig finanspolitikk enn det vi så for oss sist, har vi imidlertid valgt å nedjustere våre vekstprognoser noe. Fra en vekst på 1,6 prosent i 2016 ser vi nå for oss en årsvekst i BNP på 2,1 prosent i 2017, økende til rundt 2,3 prosent fram mot slutten av prognoseperioden i 2020. Etter vår vurdering er det fremdeles en nedsiderisiko knyttet til et slikt scenario.

Høyere olje- og råvarepriser har bidratt til at inflasjonen har tatt seg klart opp de siste årene. Etter å ha fluktuert rundt null gjennom store deler av 2015 økte inflasjonen målt som tolv månedersvekst i konsumprisen til 1 prosent i første halvår 2016, og deretter til 2,8 prosent i februar i år. Siden den gang har imidlertid inflasjonen avtatt noe igjen og ble i april registrert til 2,2 prosent. Underliggende prisvekst målt ved KPI uten matvarer og energi har vært langt mer stabil og har de siste 5-6 årene fluktuert rundt 2 prosent. Siden januar i år har den falt fra 2,3 til 1,9 prosent i april.

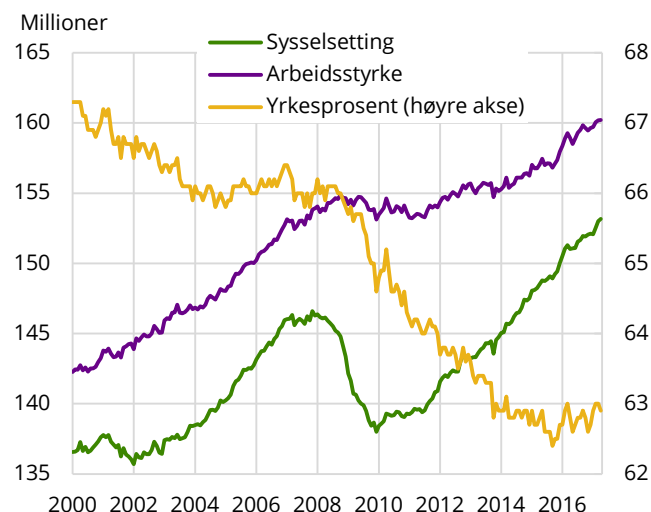
Inflasjonen målt ved tovmånedersveksten i konsumprisen ligger fortsatt i overkant av målet på 2 prosent. Isolert sett gir dette støtte til at sentralbankens styringsrente skal ytterligere opp fra dagens nivå på 1 prosentpoeng. Siden januar/februar har imidlertid prisveksten avtatt noe. Kombinert med lav 1. kvartalsvekst og utsikter til en strammere finanspolitikk enn det vi tidligere har sett for oss, borger det for en amerikansk sentralbank som vil være svært forsiktig framover. Tre måneders pengemarkedsrente har økt fra en bunn på 0,25 prosent sommeren 2014 til 1,18 prosent

Figur 1.6. USA. BNP-vekst og bidrag fra etterspørselskomponenter. Prosentpoeng, årlig rate



Kilde: Macrobond.

Figur 1.7. USA. Arbeidsmarkedet



Kilde: Macrobond

i midten av mai 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 rundt ett prosentpoeng fra dagens nivå.

1.2. Europa

Til tross for politisk usikkerhet og store økonomiske utfordringer har Europa som helhet klart seg relativt godt den siste tiden. I siste halvdel av fjoråret tok den økonomiske veksten i euroområdet seg sågar opp. Selv om noe av den relativt høye veksten kan tilskrives spesielle forhold knyttet til irske nasjonalregnskapstall uten motstykke i realøkonomien (se boks 1.1), indikerer de nye tallene at tendensen til økt vekst fortsatte inn i det nye året. En rekke stemningsindikatorer samt utviklingen i markedet for europeisk statsgjeld peker dessuten mot at bekymringer for fremtiden har begynt å snu til økt optimisme. Så langt har dette imidlertid i liten grad gitt seg utslag i de løpende tallene for indus-

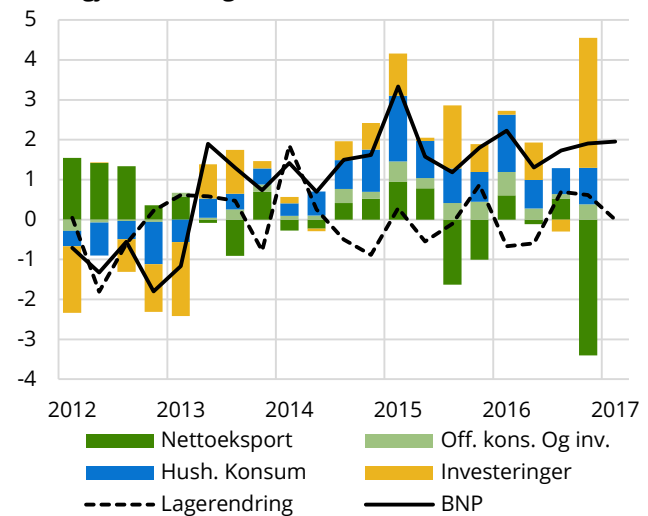
Boks 1.1. Nye nasjonalregnskapskonvensjoner knyttet til multinasjonale selskaper

Som følge av en omklassifisering av data relatert til multinasjonale foretak og deres aktiviteter, steg BNP i Irland med over 25 prosent i 2015. Dette bidro nok også til den høye veksten på over 5 prosent i 2016. Dette er aktiviteter som stort sett har sin opprinnelse i utlandet og som derfor avspeiler rene bokføringsmessige disposisjoner, mer enn strømmer med opphav i realøkonomiske transaksjoner med irsk opprinnelse. På grunn av sin størrelsesorden og ved å føre til svært store endringer i det kvartalsvise forløpet, og da spesielt med hensyn til data for irsk import og investeringer i fjorårets siste kvartal, viste dette seg også å få konsekvenser for de tilsvarende størrelsene på aggregert nivå for euroområdet. Da vår utenlandske markedsindikator er basert på en veid sum av importen til våre nærmeste handelspartnere, hvorav euroområdet er den av partnerne som tillegges aller størst vekt, ville dette naturlig nok også slå ut i vår historiske tidsserie for denne. Vår markedsindikator er imidlertid ment å fange opp den reelle etterspørselsimpulsen rettet mot norsk økonomi fra våre handelspartnere, og ikke rene bokføringsmessige forhold uten rot i reelle transaksjoner på nasjonalt/regionalt handelspartnernivå. Til grunnlag for våre prognoser har vi derfor valgt å korrigere for konsekvensen av den irske revisjonen ved å legge BNP-utviklingen for euroområdet til grunn ved kalkulasjon av euroområdets importvekst i 4. kvartal i fjor. Dette har blitt gjort ved å legge til grunn det samme empiriske estimatet av importelastisiteten som brukes ved utarbeidelse av våre fremtidige framskrivninger for importveksten i euroområdet.

triproduksjon og detaljhandel. Selv om BNP-veksten i det siste har tatt seg noe opp, gir disse tallene inntrykk av at euroområdet fortsatt sliter med ettervirkningene av finanskrisa. Med dette som bakteppe er utsiktene for en ytterligere akselerasjon av veksttakten utover det vi så langt har observert, neppe til stede. Vi ser derfor fortsatt for oss at konjunkturoppgangen i Europa vil bli moderat. På bakgrunn av den relativt sterke veksten ved inngangen til inneværende år har vi imidlertid oppjustert vekstanslaget for 2017, samt for årene 2019 og 2020. Regnet som gjennomsnittlig vekst fra året før anslår vi således veksten i 2017 til 1,7 prosent. Veksten antas deretter å avta noe før den igjen tar seg opp mot slutten av vår prognoseperiode, men ikke mer enn at den fortsatt vil ligge på rundt 1,7 prosent i 2020. Med en estimert trendvekst på om lag 1,5 prosent innebærer dette en fortsatt svært langsom nedgang i arbeidsledigheten.

Risikoen knyttet til våre prognoser for Europa synes denne gang å være noe mer balansert enn tidligere. Dette har først og fremst å gjøre med utfallet av de mange valgene som har blitt gjennomført i Europa i løpet av vinteren, og i den sammenheng det faktum at populismens frammarsj ser ut til å ha stoppet opp, i hver fall i denne omgang. I høstens valg i Tyskland ser det ikke ut til at noen partikonstellasjon kan ta opp kampen mot den sittende regjeringskoalisjonen. Italienske meningsmålinger viser derimot for tiden en klar ledelse til et parti som har folkeavstemning om videre deltagelse i EU som en av sine fremste fanesaker. Det kommende stortingsvalget i Italia kan derfor bli en ny trussel for EU og eurosamarbeidet. Selv om det europeiske bankvesenet er i langt bedre stand i dag enn for noen år siden, er muligheten for mislighold i deler

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



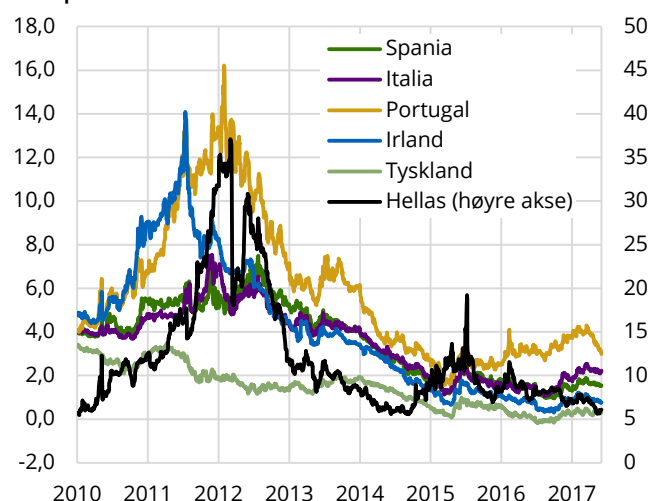
Kilde: Macrobond.

av det europeiske bankvesenet fortsatt en risikofaktor. Effekten av Storbritannias løsrivelse fra EU er først og fremst av en mer langsiktig natur og vil i mindre grad påvirke det konjunkturrelle forløpet på kort sikt.

Årsakene til våre relativt moderate vekstanslag er mange, men det er særlig to forhold som legger klare føringer på det videre forløpet framover. For det første er investeringene fortsatt på et svært lav nivå og selv om tendensen i det siste har vært positiv, er veksten svak. Svake forventninger til markedsutviklingen, en pågående konsolidering av balanser og generell usikkerhet relatert til det økonomisk politiske landskapet er viktige forklaringsfaktorer bak denne utviklingen. Banksektoren i mange land lider dessuten fortsatt av svak lønnsomhet og er dermed delvis ute av stand til å understøtte et oppdemmet investeringsbehov. I noen land, som Italia, er potensialet for å utløse en selvforsterkende ond sirkel mellom svake banker og nasjonalstatens finanser fortsatt tilstede. Siste tids rykter om en nært forestående redningsaksjon på statens hånd bidrar til å modifisere et slikt risikoscenario noe. Lave investeringer virker produktivitetshemmende via mangelfull vekst i kapitalbeholdningen. Kombinert med fortsatt høy sparetilbøyelighet i mange land, har de svake investeringene også vært en viktig bidragsyter for det nåværende overskuddet på driftsbalansen i euroområdet, som andel av BNP stipulert til i overkant av 3 prosent ved inngangen til 2017.

Arbeidsledigheten har falt kontinuerlig siden sommeren 2013 og fram til mai i år da den ble registret til 9,3 prosent, men ledigheten er fortsatt på et svært høyt nivå og det er store forskjeller landene i mellom. For mens ledigheten i Hellas og Spania fortsatt ligger rundt 20 prosent, lå den i Tyskland på 4,2 prosent i april, opp fra 3,5 prosent ved utgangen av fjoråret, men fortsatt svært lavt sett i et historisk perspektiv. Forskning tyder dessuten på at mye av sysselsetningsveksten den siste tiden har vært av midlertidig karakter og relatert til økt sysselsetting i lavt betalte deltidsjobber. I en nylig pu-

Figur 1.9. 10-års statsobligasjonsrenter i utvalgte europeiske land



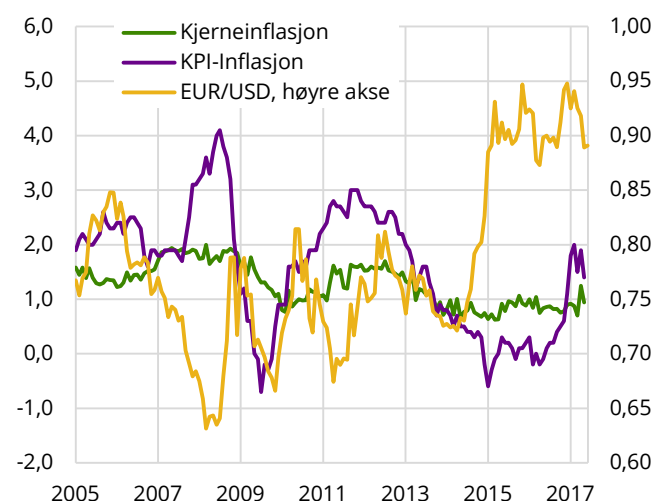
Kilde: Macrobond.

blisert studie av Den Europeiske Sentralbanken (ESB) der en tar hensyn til undersysselsetting, blir den reelle ledighetsraten i euroområdet beregnet til å ligge et sted mellom 15 og 18 prosent, med andre ord nærmest dobbelt så høyt som det offisielle tallet skulle tilsi.

Den svake situasjonen på arbeidsmarkedet kombinert med svak produktivitetsutvikling har også bidratt til å holde lønnsveksten nede, som er viktig for utviklingen i den disponible inntekten og således det fremtidige konsumforløpet. Lav lønnsvekst vil også påvirke inflasjonsbildet, noe som ikke minst gjenspeiles i det så langt relativt store avviket mellom tolv månedersveksten i konsumprisene og prisveksten når en korrigerer for energi og matvarer, også kalt kjerneinflasjonen. Riktignok ble denne forskjellen betraktelig mindre som følge av at kjerneinflasjonen steg fra 0,7 prosent i mars til 1,2 prosent i april samtidig som konsumprisinflasjonen i samme periode kun økte med 0,3 prosentpoeng, til 1,9 prosent. Dette forløpet kan delvis forklares med et kraftig fall samme måned året før og det faktum at påsken - med sine høyere priser enn normalt - falt i april i år. Når påsken og det lave nivået på indeksen ikke lenger vil påvirke tolv månedersvekstraten neste måned, er sannsynligheten stor for at kjerneinflasjonen igjen vil falle tilbake til i underkant av 1 prosent. Dette er for så vidt også reflektert i markedet for inflasjonsforsikring der de langsiktige inflasjonsforventningene har gått noe ned siden februar i år.

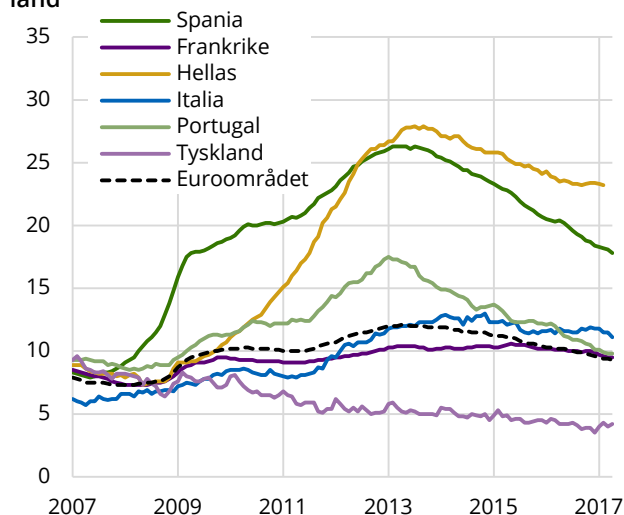
Selv om inflasjonen har tatt seg noe opp i det siste er det likevel lite som tyder på at ESB vil endre sin nåværende pengepolitiske innretning med det første. ESB har dessuten nylig redusert sine månedlige oppkjøp av verdipapirer fra 80 til 60 milliarder euro i måneden, og med moderate vekstutsikter, høy arbeidsledighet og fortsatt betydelig nedsiderisiko, vil ESB trolig avvende situasjonen noe før den signaliserer ytterligere tilstramninger i pengepolitikken. Dette understøttes også av de siste valutakurssvingningene der euroen siden januar i år har tatt til å styrke seg igjen, mot dollar med i under-

Figur 1.10. Euroområdet: 12 mnd. inflasjon og valutakurs



Kilde: Macrobond.

Figur 1.11. Arbeidsledighet (AKU) i utvalgte europeiske land

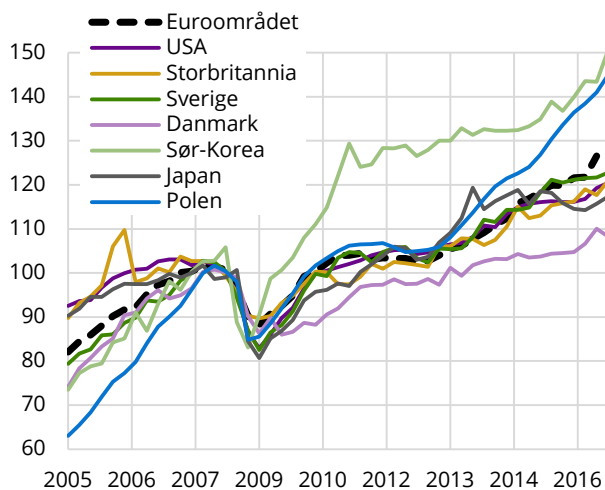


Kilde: Macrobond

kant av 8 prosent fram til 22. mai i år. Tremåneders pengemarkedsrenter ligger således an til å bli liggende på om lag -0,3 prosent som gjennomsnitt for inneværende år. Vi venter imidlertid at den vil øke noe helt mot slutten av prognoseperioden, til 0,8 prosent i 2020.

BNP-veksten i euroområdet ble i 1. kvartal i år registrert til 2 prosent, sesongjustert og målt som årlig rate. Til forskjell fra tidligere er veksten denne gangen bredt basert med oppgang i samtlige av euroområdets medlemsland, inkludert Hellas der reviderte tall nå viser god vekst etter et kraftig fall på slutten av fjoråret. Gjeninnhentingene ser for øvrig ut til å fortsette med uforminsket styrke i Spania og Portugal. I Tyskland og Italia tok veksten seg opp samtidig som den i Frankrike ser ut til å ha holdt seg godt oppe på like i underkant av 2 prosent. Også i Øst-Europa ser situasjonen nå ut til å ha stabilisert seg på en utviklingsbane der veksten er generelt høy. Både i Bulgaria, Slovakia, Polen og Ungarn var veksten i 1. kvartal på godt i overkant av 3

Figur 1.12. Import Norges handelspartnere.
Sesongjustert. 2008 = 100



Kilde: Macrobond

prosent, og i Romania tok økonomien til å vokse med hele 7 prosent.

I skrivende stund foreligger ikke de dekomponerte BNP-tallene for 1. kvartal i år for mange av landene i euroområdet. Med en vekst på henholdsvis 1,8 og 2,4 prosent, der en av de viktigste driverne for veksten var å finne i en klar investeringsoppgang, kan imidlertid de franske og tyske tallene isolert sett tyde på at det etterlengtede investeringsoppsvinget i euroområdet nå kan være i ferd med å manifestere seg. De dekomponerte tallene for tysk økonomi tyder på at konsumtviklingen der for tiden er svak. Når konsumveksten samtidig falt forholdsvis kraftig tilbake i Frankrike, er det mye som tyder på at konsumets bidrag til veksten i euroområdet kan ha vært lav i 1. kvartal. Det gjør også de løpende detaljhandelstallene for euroområdet samlet fram til mars i år, der veksttakten fra den forrige tremånedersperioden målt som årlig rate falt fra litt over 3 til nær 1 prosent. Basert på 1. kvartalstallene for tysk og fransk eksport er situasjonen litt mer uklar med hensyn til deres implikasjoner for forløpet for utenrikshandelen i euroområdet. Mens eksporten falt med 3,2 prosent i Frankrike og industriproduksjonen i euroområdet, sammenliknet med forrige tremånedersperiode, stagnerte i perioden januar til mars, fortsatte den tyske eksporten å vokse med i overkant av 5 prosent. Med en oppgang basert på løpende månedstall i eurorådets samlede vareeksport på i overkant av 9 prosent i 1. kvartal kan det derfor stilles spørsmål ved om nedgangen i fransk eksport er representativ for euroområdet samlet. Blant de såkalte ledende indikatorene er det først og fremst kommisjonens indikator for konsumenttillit som har vist sterk oppgang i det siste, og som i mai nådde sitt høyeste nivå siden i forkant av finanskrisen. Og ser vi på den tilsvarende indeksen for næringslivet generelt bærer heller ikke denne bud om annet enn at framtidsutsiktene nå ansees som svært gode. Dette understøttes også av de siste innkjøpsjefsindeksene som i mai nådde sine høyeste nivåer på over seks år.

1.3. Storbritannia

Etter tre kvartaler på rad med en gjennomsnittlig vekst på 2,4 prosent falt veksten i Storbritannia til 0,7 prosent i 1. kvartal i år, sesongjustert og regnet som årlig rate. Veksten kom denne gang som følge av relativt god vekst i investeringene og i det offentlige konsumet, mens svak vekst i husholdningenes konsum kombinert med fallende eksport og kraftig importvekst, bidro til å holde veksten nede. Den svake konsumveksten kommer etter en periode der utgiftsveksten har vært høyere enn inntektsveksten og kan i tillegg til en korreksjon, skyldes lavere kjøpekraft som følge av en inflasjon som blir stadig høyere. Detaljhandelstallene for april var imidlertid sterke og tyder isolert sett på at vi kan stå overfor en korreksjon tilbake i 2. kvartal.

Siden inngangen til 2016 har pundet svekket seg med i underkant av 20 prosent. Isolert sett burde dette ha bidratt til å understøtte eksportveksten og å dempe importveksten. Når så ikke har skjedd i nevneverdig grad, er vi av den oppfatning at dette er en effekt som gradvis vil komme mer til syne over tid. Kombinert med høyere energi- og råvarepriser, har imidlertid det svake pundet ført til at inflasjonen i det siste har tatt seg markert opp. I april i år ble tolv månedersveksten i konsumprisen registrert til hele 2,6 prosent. Kombinert med en kjerneinflasjon som ved samme anledning ble registrert til 2,4 prosent og tegn til bobletendenser i aksje- så vel som boligmarkedet, vil dette trolig kunne føre til en viss innstramning av sentralbankens pengepolitikk. Boligprisene har imidlertid allerede begynt å falle og med ny nedgang i mai, er det mye som tyder på at sentralbanken i så henseende vil gå svært forsiktig fram i tiden som kommer. Kombinert med en noe svakere konsumbane enn det vi så for oss sist, har vi derfor valgt å revidere våre vekstanslag noe, men ikke mer enn at vi fortsatt ser for oss at veksten vil ta seg opp, fra 1,8 prosent i 2016 til 2,1 prosent i slutten av prognoseperioden, og her avviker vi mye fra IMF.

1.4. Sverige og Danmark

Den svenske økonomien vokste med 1,7 prosent i 1. kvartal i år, sesongjustert og målt som årlig rate, ned fra en kraftig nedjustert vekst i kvartalet før på 2,9 prosent. Sammenliknet med de to foregående årene da veksten som årsgjennomsnitt ble registrert til henholdsvis 3,8 og 2,9 prosent, betyr dette at veksten ser ut til å ha fortsatt å falle inn i det inneværende året. Den klart lavere veksten skyldes i stor grad et generelt omslag i konsumet, mens en større korreksjon har blitt motvirket av fortsatt god investeringsvekst. Siden september i fjor har arbeidsledigheten imidlertid fortsatt å holde seg i underkant av 7 prosent, etter å ha gått noe ned gjennom 2014 og særlig 2015. Inflasjonen har dessuten også tatt seg klart opp det siste året, til 1,9 prosent i april i år. Selv om boligprisveksten i det siste har vist tegn til å avta noe, tyder dette, sammen med en kjerneinflasjon som siden utgangen av fjoråret har ligget på rundt 2 prosent, på presstendenser i enkelte deler av det svenske arbeidsmarkedet. Sveriges Riksbank uttrykker likevel fortsatt uro for at inflasjonen igjen

skal ta til å falle. I forbindelse med sitt rentemøte i april besluttet den Svenske Riksbanken seg for å utvide de kvantitative lettelsene og å utsette tidspunktet for en eventuell beslutning om å øke styringsrenten, som i dag ligger på -0,5 prosent. Den svært ekspansive pengepolitikken har ført til en svekkelse av kronan, siden midten av mars med i overkant av 3 prosent mot euro. Vi venter at den moderate veksten vil fortsette den nærmeste tiden, men at den vil ta seg forsiktig opp fra dagens nivå på rundt 2 prosent til 2,5 prosent fra 2018, godt hjulpet av mindre kontraktiv finanspolitikk, økt internasjonal etterspørsel og en fortsatt svak krone.

Etter en midlertidig periode med stagnasjon i midten av 2015, tok den danske økonomien til å vokse igjen i 2016. Med unntak av offentlig konsum, der veksten lenge har vært nærmest fraværende som følge av stramme budsjetter, kom dette oppsvinget som følge av god vekst i samtlige av BNPs andre etterspørselskomponenter. Med en sesongjustert vekst på 2,4 prosent i 1. kvartal ser veksten ut til å ha fortsatt inn i inneværende år. De dekomponerte tallene viser imidlertid at mye av veksten denne gang kom som følge av et høyt offentlig konsum og fallende import, da veksten i det private konsumet falt kraftig tilbake fra kvartalet før, samtidig som både eksporten og investeringene falt, sistnevnte med i overkant av 10 prosent. Arbeidsledigheten har dessuten fortsatt å falle. Med en ledighet på 5,7 prosent i april i år er ledigheten nå lavere enn bunnen på 5,9 prosent i februar i fjor, som ble nådd etter en lang periode med nedgang fra en topp på hele 7,9 prosent i 2012. Inflasjonen som stort sett har ligget rundt 0,5 prosent siden 2013, fortsatte å øke i april i år til 1,1 prosent. Også kjerneinflasjonen økte ved den anledningen til 0,9 prosent, opp fra like i overkant av 0 prosent ved utgangen av fjoråret. Med fortsatt drahjelp fra finanspolitikken og en forsiktig internasjonal oppgangskonjunktur, ser vi fortsatt for oss at den danske økonomien vil vokse moderat framover, med årsvekstrater økende fra fjorårets 1,3 prosent, til rundt 2 prosent mot slutten av prognoseperioden.

