

1. Konjunktursituasjonen internasjonalt

Vekstutsiktene internasjonalt er blitt lysere: Norges handelspartnere har passert konjunkturbunnen og vi anslår nå at konjunkturoppgangen i OECD-området blir sterkere enn tidligere antatt. De bedre internasjonale konjunkturer ventes også å lede til høyere vekst i de framvoksende økonomiene. Nedsiderisikoen knyttet til de internasjonale konjunkturutsiktene er imidlertid fortsatt tilstede, men synes å være noe redusert, i hvert fall på kort sikt.

Styrken i den videre konjunkturoppgangen kan bli dempet av potensielt negative ettervirkninger av den svært ekspansive pengepolitikken som har vært ført siden finanskrisen, og da spesielt som følge av en tidsforskyvning av konsumet og ikke-produktivtetsfremmende investeringer i finans- og boligmarkedene. Kapitalbeholdningen i OECD-området har blant annet som følge av dette, lenge sunket. Kombinert med et generelt høyt gjeldsnivå og lav etterspørsel, har dette ført til lav vekst i produksjonspotensialet etter finanskrisen. En fortsatt omstilling til en mer konsumdrevet økonomi i Kina ventes å ha samme effekt.

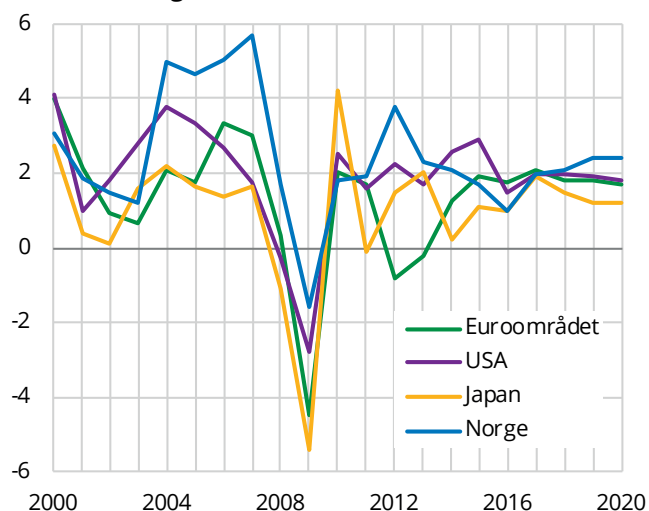
Det økonomiske vekstbildet internasjonalt er denne gang preget av at forskjellene i vekstratene mellom sentrale OECD-land er redusert. Mens den økonomiske veksten i USA tok seg opp igjen i 2. kvartal og den svenske økonomien vokste kraftig, har veksten i Storbritannia det siste halvåret blitt mer enn halvert i forhold til vekstratene i andre halvdel av fjoråret. Vekstomslaget i euroområdet derimot har i det siste konsolidert seg, med sesongjusterte årlige vekstrater i overkant av to prosent i alle de siste tre kvartalene. Med en sesongjustert vekst i Japan på i overkant av fire prosent som årlig rate i 2. kvartal, tyder mye på at den

svært ekspansive finans- og pengepolitikken som er blitt ført under statsminister Abe's ledelse endelig har begynt å gi resultater.

Utenfor OECD-området var veksten i Kina tilbake på syv-tallet i 2. kvartal, etter å ha vært nede på fem-tallet ved inngangen til året. I India tyder så langt lite på at kaoset som oppsto i forbindelse med seddelinnløsningen i fjor høst, har satt varige negative økonomiske spor. Den sesongjusterte veksten i India lå på godt i overkant av fem prosent både i 1. og 2. kvartal i år, riktignok ned fra over seks prosent i perioden før. I de råvareproduserende økonomiene Russland og Brasil er situasjonen derimot mindre entydig. For mens den brasilianske økonomien fortsatte å vokse moderat i 2. kvartal i år etter sterk vekst kvartalet før, tyder en negativ år-over-år vekstrate i 1. kvartal på at veksten i Russland fortsatt er svært svak. I begge land har imidlertid inflasjonen i det siste kommet markert ned. Dette har skapt rom for en mindre kontraktiv pengepolitikk. Perioden med fallende BNP er derfor trolig over for denne gang, også i Russland, selv om de amerikanske sanksjonene nylig er vedtatt videreført.

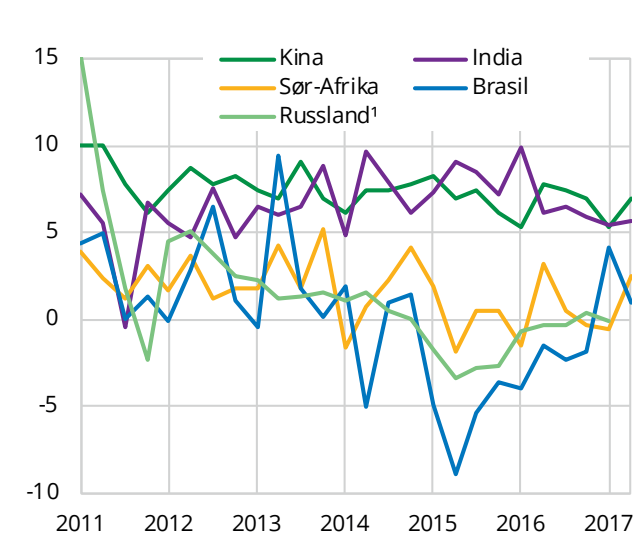
Avtalen mellom OPEC og avtalepartnerne om en videreføring av tidligere vedtatte produksjonskutt vil trolig bli forlenget til ut 2018. Dersom dette skjer og avtalen overholdes med god disiplin, vil de globale lagrene av råolje falle ifølge IEA (se boks 1.1). Selv om priselastisiteten i tilbudet til de amerikanske produsentene er høyere enn tidligere og produksjonen der har økt, tror vi dette vil kunne være nok til å gi en prisoppgang på olje framover. I våre prognoser har vi således valgt å opprettholde vårt anslag på en oljepris som øker gradvis gjennom prognoseperioden, fra dagens nivå på rundt 53 dollar fatet til 64 dollar fatet mot slutten av 2020.

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



Kilde: Macrobond og SSB.

Figur 1.2. BNP-vekst for framvoksende økonomier

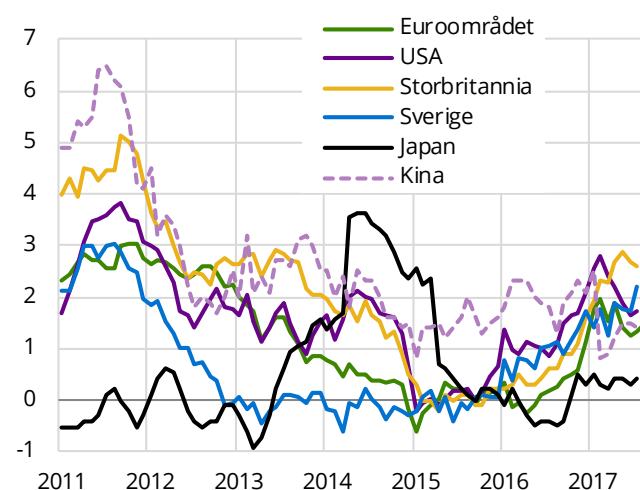


Kilde: Macrobond. ¹ Vekst fra samme periode året før.

Etter en periode med relativt sterk oppgang synes den noe avdempede optimismen som rådet i finansmarkedene i våres, igjen ut til å ha tatt overhånd. I USA har dette kommet til uttrykk ved at veksten i aksjemarkedet, som fra slutten av mai og fram til begynnelsen av august var på rundt 5 prosent, har stoppet opp. Foruten ny tvil om Trumps politiske gjennomslagskraft og frykt for en eventuell stengning av statsadministrasjonen, kan dette relateres til konsekvensene av orkanen Harveys herjinger i Texas og usikkerhet knyttet til den pågående konflikten mellom USA og Nord-Korea. I Europa har aksjemarkedet falt sammenhengende siden begynnelsen av mai, og det til tross for god stemning, sterke nøkkeltall og ledende indikatorer. Som i tilfellet med oppgangen i USA fram til august, kan dette ha noe med forventningene til pengepolitikken å gjøre. Aksjemarkedet falt da også i takt med obligasjonsmarkedet i etterkant av den europeiske sentralbanksjefens tale i Portugal der han proklamerte sentralbankens endelige seier over deflasjonen. Dette bidro også til renteoppgang i markedet for nasjonal gjeld, som inntil da nærmest hadde falt sammenhengende siden mars som følge av en rekke forhold, som økt global risikoaversjon, lavere inflasjonsforventninger og forventninger om en mer gradvis innstramning av pengepolitikken i USA. Siden den gang har imidlertid rentene falt noe tilbake, også i Tyskland, men ikke mer enn at rentedifferansen mot Tyskland har fortsatt å krympe for de fleste landene i den europeiske periferien. Det vil si, med unntak av Italia der rentedifferansen nylig økte som følge av spekulasjoner knyttet til muligheten for innføring av en parallell nasjonal valuta, et trekk som utvilsomt ville kunne oppfattes som et første steg på veien mot en framtidig utmeldelse av eurosamarbeidet.

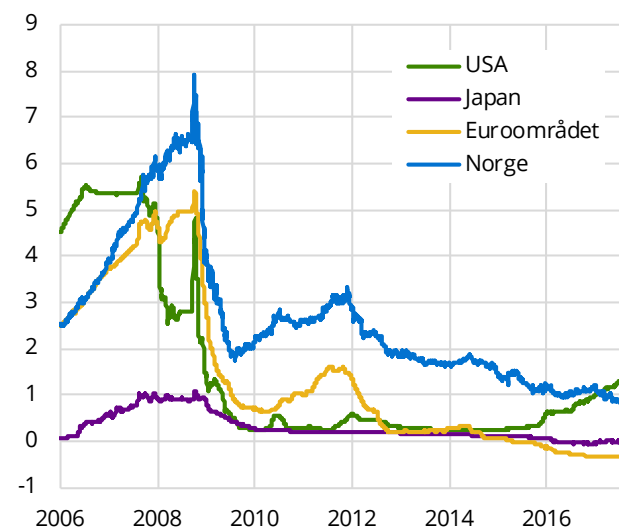
Etter at den amerikanske sentralbankens (Fed) i juni besluttet å øke styringsrenten for fjerde gang siden finanskrisen, samtidig som ESB i samme periode valgte å la sin egen styringsrente ligge urørt, har forskjellene i den pengepolitiske innretningen fortsatt å øke på tvers av Atlanteren. Likevel har euroen i det siste fortsatt å styrke seg både mot dollaren og – ikke minst – pundet. Dette har skjedd som følge av en rekke forhold, herunder: klart bedre økonomiske og politiske utsikter for Europa, utsikter til en relativt sett mindre ekspansiv pengepolitikk i euroområdet, svake britiske nøkkeltall og Brexit-problematikk, samt for dollarens del, reduserte forventninger til gjennomføringen av Trumps finanspolitiske planer. I våre prognoser har vi valgt å legge til grunn at den europeiske sentralbanken (ESB) fra neste år vil begynne prosessen med å nedskalere sine kvantitative lettelser, men at de ikke vil begynne å sette opp renta før i 2019. I USA har sentralbanken signalisert muligheten for en ny renteheving i løpet av 2017. Selv om en noe svakere enn antatt utvikling framover, spesielt på kort sikt som følge av ringvirkninger av orkanen Harvey, vil kunne moderere dette forløpet noe, vil USA således fortsatt lede an i rentesyklusen. På denne bakgrunn legger vi til grunn en forholdsvis stabil dollarkurs framover, men her er usikkerheten stor begge veier. Fortsatt sterke nøkkeltall fra Europa

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	2,1	1,8	1,8	1,7
IMF														1,9	1,7	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	2,0	2,0	1,9	1,8
IMF														2,1	2,1	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	3,2	2,5	2,4	2,3
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	1,7	1,7	1,6	1,6
IMF														1,7	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	6,7	6,2	6,0
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	2,5	2,3	2,2	2,1
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.

kombinert med haukete sentralbankretorikk og nye tegn til manglende politisk gjennomføringskraft i USA, vil kunne lede til en videre svekkelse av dollaren. På den annen side har dollaren allerede svekket seg mye.

1.1. USA

Etter en relativt svak avslutning på fjoråret og inngang til inneværende år, tok veksten i den amerikanske økonomien seg kraftig opp i 2. kvartal i år. Det er imidlertid flere forhold som nå tyder på at veksten kan være i ferd med å avta. For selv om både konsum- og investeringsveksten tok seg opp i 2. kvartal og stemningen fortsatt er god både blant husholdninger og i næringslivet generelt, har veksten vært nedadgående de siste par årene. Kombinert med utsikter til en stadig mer avkortet versjon av Trumps tidligere finanspolitiske planer og det faktum at gjeninnhentingen etter finanskrisen nå er inne i sitt niende år, peker dette i retning av lavere vekst i tiden som kommer. Bruker man historien som rettesnor, er det sågar mulighet for at den amerikanske økonomien vil kunne gå inn i en nedgangskonjunktur i løpet av vår prognoseperiode.

Utsiktene for en mer ekspansiv finanspolitikk i USA har i det siste blitt ytterligere redusert. Dette gjelder både den tidligere annonserte skattereformen der det nå jobbes intenst for å få til en mer næringslivsvennlig

profil, og investeringsplanene relatert til ny og oppgradert infrastruktur. Trumps nylige trussel om innføring av mottiltak dersom kongressen skulle bestemme seg for ikke å finansiere hans foreslåtte grensemur mot Mexico, bidro til å stille ytterligere spørsmål ved hans evne til å levere i henhold til tidligere planer. Hans mislykkede forsøk på å oppheve The Affordable Care Act («Obamacare») har imidlertid også bidratt til å redusere noe av nedsiderisikoen relatert til Trump-administrasjonens framtidige disposisjoner.

I årets 2. kvartal var veksten i den amerikanske økonomien 3 prosent, sesongjustert og målt som årlig rate, opp fra et oppjustert anslag på 1,2 prosent i 1. kvartal. I forhold til nedgangen som har rådd siden 3. kvartal i fjor representerer dette et klart omslag. Veksten var dessuten bredt basert, med oppgang i så å si samtlige av BNPs underkomponenter. Det største bidraget til veksten kom denne gang fra en oppgang i husholdningenes konsum. Når så også konsumet av varige goder hentet seg inn igjen samtidig som de løpende detaljhandeltallene for juli viser tilløp til økende vekst og arbeidsledigheten er lav, er det i utgangspunktet lite som tyder på at vi står overfor en avmatning i konsumveksten med det første. Imidlertid har det de siste åra vært en viss tendens til at konsumveksten har avtatt noe. På bakgrunn av den lange perioden med svært ekspansiv

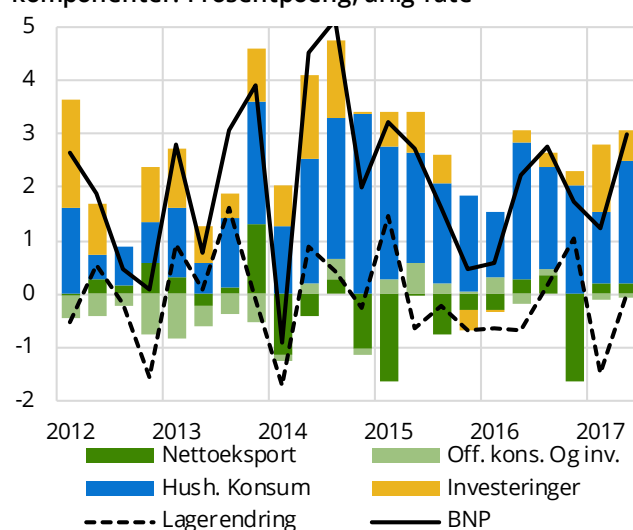
pengepolitikk etter finanskrisen, kan dette være relatert til ettervirkninger av et fremskyndet konsum. Kombineret med et bilsalg som har falt nærmest sammenhengende siden sommeren 2014 og som fortsatt viser få tegn til å ville snu, tyder dette på at konsumutviklingen framover kan bli noe svakere enn det de siste nasjonalregnskapstallene skulle tilsi. Ifølge 2. kvartalstallene kan heller ikke investeringsutviklingen karakteriseres som robust. For selv om investeringene bidro positivt til veksten i 2. kvartal, var investeringsveksten uventet svak gitt at den kom etter et fall i investeringene kvartalet før, et forhold som i stor grad kan tilskrives reduserte boliginvesteringer. Eksportveksten som var høy i 1. kvartal etter å ha vært negativ ved utgangen av fjoråret, ble dessuten nærmest halvert i 2. kvartal. Og selv om lav importvekst bidro til at bidraget fra utenrikshandelen ble positivt, var bidraget svært svakt sett i lys av dollarsvekkelsen siden januar i år.

Oljeprisen ligger fortsatt betydelig over bunnpunktet fra januar 2016. Sammen med kostnadsutt og innføring av ny teknologi har dette bidratt til ny oppgang i amerikansk petroleumsproduksjon og investeringer i denne neringen. Som tidligere legger vi til grunn at oljeprisen vil stige noe de nærmeste årene. Oppgangen i petroleumsneringen 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 2,9 prosent fram til og med juli i år.

I august i år var 4,4 prosent av arbeidsstyrken uten jobb, opp fra 4,3 prosent i mai. Med en liten oppgang i yrkesdeltagelsen i samme periode, tyder dette på at sysselsettingsveksten for tiden er relativt svak. Dessuten, selv om yrkesdeltagelsen har økt noe siden mai, er den fortsatt lav, et forhold som utvilsomt reflekterer at mange har gitt opp å søke jobb og trukket seg ut av arbeidsmarkedet. Mange av de nye jobbene som er skapt den siste tiden er trolig også av en midlertidig karakter og knyttet til deltidskontrakter i yrker med lav lønn. Den underliggende konjunktursituasjonen på arbeidsmarkedet er således trolig ikke så god som ledighetstallene isolert sett skulle tilsi.

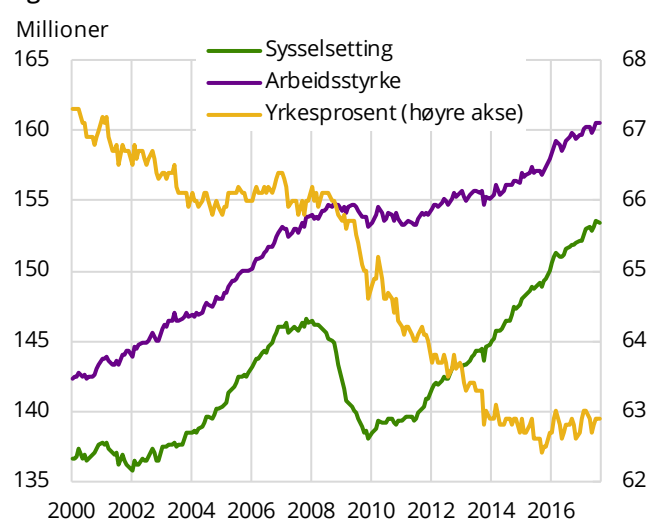
Samlet sett holder vi fast på vår forutsetning om en fortsatt moderat konjunkturoppgang i amerikansk økonomi. Den amerikanske økonomien er imidlertid nå inne i et sent stadium av en langvarig konjunkturoppgang. Kombinert med ettervirkninger av et potensielt fremskyndet konsum og utsikter til en mindre ekspansiv finanspolitikk enn det vi tidligere så for oss, har vi derfor valgt å nedjustere våre vekstprognoser. Vi venter også lavere vekst i 3. kvartal i år som følge av orkanen Harveys herjinger i Texas. Alt tatt i betraktning innebærer våre nye vekstanslag således en BNP-vekst på 2 prosent for 2017, avtagende til rundt 1,8 prosent fram mot slutten av prognoseperioden i 2020. En ny nedgangskonjunktur utløst for eksempel av at republikanerne skulle nekte å gå med på å heve gjeldstaket

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



Kilde: Macrobond

Figur 1.7. USA. Arbeidsmarkedet



Kilde: Macrobond

eller en kredittbegivenhet med opprinnelse i Kina, kan imidlertid føre til en økonomisk utvikling som er langt svakere enn den vi antar i våre prognoser. Det kan selvfølgelig også en geopolitisk begivenhet bidra til, som for eksempel en ytterligere eskalering av konflikten mellom USA og Nord-Korea.

Lavere råvarepriser har i det siste bidratt til at inflasjonen har falt noe i USA. Målt ved tolv månedersveksten i konsumprisene har inflasjonen siden vår forrige rapport falt fra i overkant av 2 prosent til 1,7 prosent i juli. Den underliggende prisveksten målt ved KPI uten matvarer og energi falt også i mai, men har siden ligget på 1,7 prosent. Utsikter til en noe strammere finanspolitikk enn det som tidligere lå i kortene borger for en amerikansk sentralbank som vil være svært forsiktig med å øke styringsrenta framover. Tre måneders pengemarkedsrente har riktignok økt fra en bunn på 0,25 prosent sommeren 2014 til 1,32 prosent i slutten av august i år. Implisitte terminrenter har derimot falt noe

siden sist og indikerer at pengemarkedsrentene nå kun forventes å øke til i underkant av 2 prosent ved utgangen av vår prognoseperiode i 2020. Det er en oppgang på i underkant av 0,7 prosentpoeng fra dagens nivå.

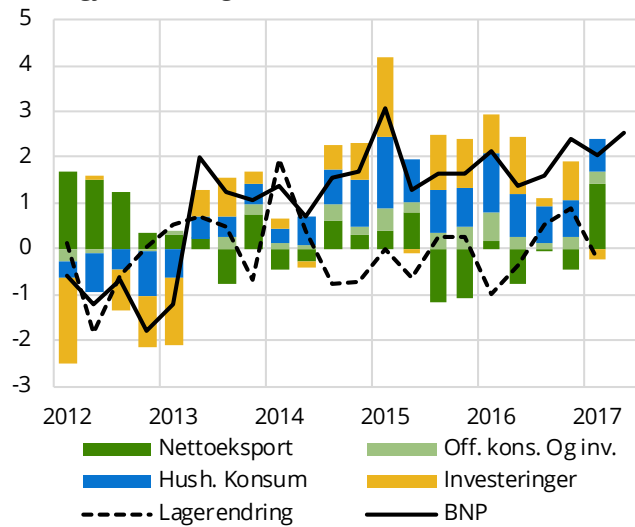
1.2. Europa

Det økonomiske oppsvinget i euroområdet fortsetter med uforminskert styrke. Økonomien har nå vokst sammenhengende siden våren 2013 og med årlig vekstrater på i overkant av to prosent i samtlige av de siste tre kvartalene. Arbeidsledigheten, som riktignok fortsatt er høy, har fortsatt å falle og er nå nede på sitt laveste nivå på ni år. Kombinert med tegn til økende vekst både i detaljhandel som industriproduksjon samt en rekke positive ledende indikatorer, tyder dette på at oppturen i euroområdets økonomi vil fortsette inn i andre halvår i år. Med dette som bakteppe er utsiktene til fortsatt god vekst til stede på kort sikt. Vi ser derfor for oss at konjunkturoppgangen i euroområdet vil bli sterkere enn det vi tidligere la til grunn. For inneværende år har dette medført en oppjustering av vårt vekstanslag fra 1,7 til 2,1 prosent. Veksten antas deretter å avta gradvis til et nivå på 1,7 prosent i 2020, hovedsakelig som følge av underliggende lav produktivitetsvekst, et noe svakere internasjonalt konjunkturbilde og en finanspolitikk som er begrenset av vekst- og stabilitetspakten. Med en estimert trendvekst på om lag 1,5 prosent innebærer dette en fortsatt konjunkturoppgang og nedgang i arbeidsledigheten.

Usikkerheten knyttet til våre prognoser for Europa synes denne gang å være mindre enn tidligere. Dette har først og fremst å gjøre med utfallet av de mange politiske valgene som har blitt gjennomført i Europa i løpet av vinteren og våren og at populismens frammarsj ser ut til å ha stoppet opp. I høstens valg i Tyskland ser ingen partikonstellasjon ut til å kunne ta opp kampen mot den sittende regjeringskoalisjonen. Italienske meningsmålinger derimot viser for tiden nærmest dødt løp mellom tre blokker der to av disse har folkeavstemning om videre deltagelse i EU som en av sine fremste fanesaker, henholdsvis femstjernersbevegelsen og en potensiell sentrum-høyre koalisjon mellom Berlusconi Forza Italia, Lega Nord og det tidligere fascistpartiet FdI. Valget i Italia neste år kan derfor bli en ny trussel for EU og eurosamarbeidet, noe ikke minst Berlusconi siste utspill om en mulig innføring av en parallell valuta vitner om. Selv om det europeiske bankvesenet er i langt bedre stand i dag enn for bare noen år siden og en rekke italienske banker i det siste har blitt tilført kapital, er muligheten for mislighold i deler av det europeiske bankvesenet fortsatt en risikofaktor. Effekten av Storbritannias løsrivelse fra EU burde hovedsakelig være av en mer langsiktig natur, skjønt det er vanskelig å tilskrive siste tids svekkelse av pundet som annet enn usikkerhet relatert til de pågående Brexit-forhandlingene.

Arbeidsledigheten har falt kontinuerlig siden sommeren 2013 og fram til juni i år da den ble registret til 9,1 prosent. Selv om utviklingen er positiv, ligger imidler-

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



Kilde: Macrobond

tid ledigheten fortsatt på et svært høyt nivå og det er store forskjeller landene i mellom. For mens ledigheten i henholdsvis Hellas og Spania for tiden er i overkant av 17 og 21 prosent, var den i Tyskland på 3,8 prosent i juni. Forskning tyder dessuten på at mye av sysselsettingsveksten den siste tiden har vært av midlertidig karakter og relatert til økt sysselsetting i lavt betalte deltidsjobber. Ved å ta hensyn til undersysselsetting beregnes den reelle ledighetsraten i euroområdet av ESB også til å ligge et sted mellom 15 og 18 prosent, nærmest dobbelt så høyt som det offisielle tallet.

Økonomisk oppgang, forventninger til en noe strammere pengepolitikk og en svakere dollar og pund er alle faktorer som har bidratt til at euroen for tiden er på sitt sterkeste nivå på tre år. Bare siden slutten av juni måned, da den europeiske sentralbanksjefen i en tale overrasket markedene med en bemerkning om at banken nå anså kampen mot deflasjon som vunnet, har euroen styrket seg handelsvekt med nær 4 prosent, hovedsakelig som følge av en revurdering av tidligere forventninger om en nært forestående nedskalering av de kvantitative lettelsene. Etter å ha vært holdt i sjakk i mer enn to år med oppkjøp av store mengder av obligasjoner fra sentralbankhold, er euroen nå den av G10 landenes valutaer som har styrket seg mest. Spesielt sterk har utviklingen vært mot pundet, der de pågående Brexit-forhandlingene har bragt euroen til sitt høyeste nivå på over åtte år. Euroens oppgang er imidlertid forbundet med bivirkninger. Bare siden februar i år har inflasjonen falt fra 2 prosent til 1,5 prosent og selv om kjerneinflasjonen i det siste har ligget rimelig stabilt like i overkant av 1 prosent, skaper dette hodebry for en sentralbank som nå vurderer å foreta en viss nedskalering av de kvantitative lettelsene. En sterk valuta bidrar til å dempe prisveksten ved å gjøre importen billigere samtidig som den svekker etterspørselen etter et lands egne eksportprodukter. Et eksportfall vil således ha negative konsekvenser for styrken på euroområdets

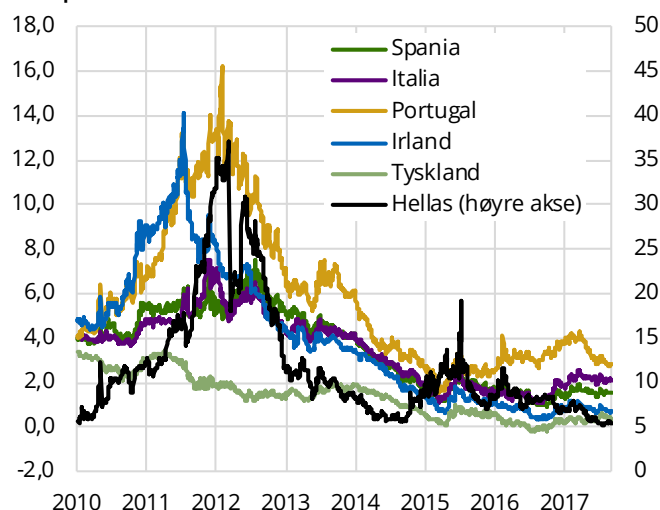
økonomiske gjeninnhenting, noe et uventet fall i den tyske eksporten i juni kan være en tidlig advarsel om.

I sin kommunikasjon overfor omverdenen har ESB i det siste hatt vanskeligheter med å forklare hvorfor banken nå vurderer å redusere sine oppkjøp av verdipapirer når inflasjonen fortsatt ligger godt under målet på rett i underkant av 2 prosent. Euroens styrke- og dens potensielle effekt på priser og konkurranseevne- gjør ikke dette dilemmaet mindre. ESBs gjøren og laten har også spilt en vesentlig rolle for euroens verdsettelse i seg selv, noe som har skapt risiko for et selvforsterkende tilbakespill der valutaens appresiering, delvis forårsaket av banken selv, kan gjøre utfordringene enda større. Til tross for dette ser vi for oss at ESB vil komme til å nedskalere sine kvantitative lettelser en gang i begynnelsen av 2018, i første omgang fra dagens 60 milliarder i måneden til rundt 40 milliarder. Når dette offentliggjøres, vil trolig euroen styrkes noe, selv om mye av effekten nok allerede vil være tatt ut i forkant. Styringsrenten som i dag ligger på 0 prosent, tror vi fortsatt vil bli liggende på dagens nivå til ut i 2019. Tre måneders 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 2. kvartal i år registrert til 2,5 prosent, sesongjustert og målt som årlig rate. Med unntak av Finland der produksjonen falt og det historiske vekstforløpet ble nedrevidert, var veksten også denne gangen bredt basert, med oppgang i samtlige av euroområdets medlemsland. Gjeninnhenting ser for øvrig ut til å fortsette med uforminsket styrke i Spania, mens veksten i Portugal falt noe tilbake etter den sammenhengende periode med kraftig vekst. Veksten holdt seg også godt oppe i Frankrike, Tyskland og Italia. Den italienske veksten i 1. kvartal i år og 4. kvartal i fjor ble dessuten oppjustert, slik at vekstbildet nå ser noe sterkere ut enn tidligere. I Øst-Europa ser den sterke veksten ut til å fortsette. Både i Bulgaria, Slovakia, Polen og Ungarn lå veksten i 2. kvartal på godt i overkant av 3 prosent, og i Romania har økonomien nå vokst med nær 7 prosent som årlig rate i tre kvartaler på rad.

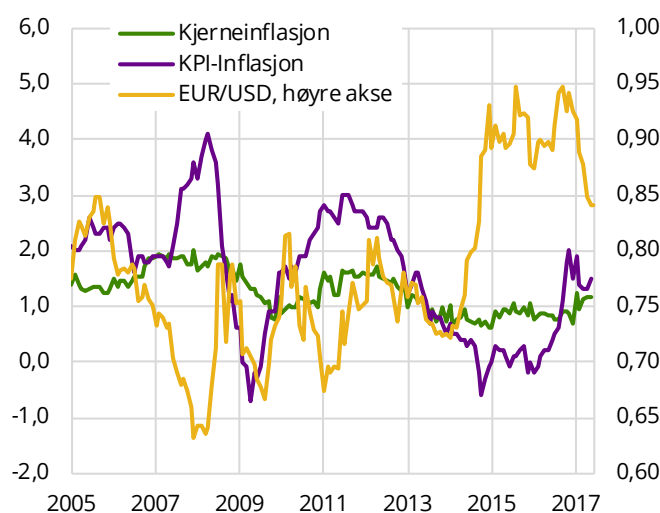
I skrivende stund foreligger ikke de dekomponerte BNP-tallene for 2. kvartal i år for mange av landene i euroområdet. De tyske, franske og spanske tallene tyder imidlertid på at driverne for veksten er noe forskjellige landene i mellom. For mens veksten i Spania var relativt bredt anlagt og den tyske veksten hovedsakelig var drevet av offentlig og privat konsum, var det eksporten som ga det klart største vekstbidraget i Frankrike. I alle tre land fortsatte for øvrig investeringene å vokse i 2. kvartal, skjønt vekstratene denne gang var mer enn halvert i forhold til kvartalet før. Til forskjell fra konsumet der også de løpende detaljhandelstallene nå viser tegn til tiltagende vekst, tyder dette på at investeringsbidraget trolig vil bli relativt svakt for euroområdet som helhet i 2. kvartal. De

Figur 1.9. 10-års statsobligasjonsrenter i utvalgte europeiske land



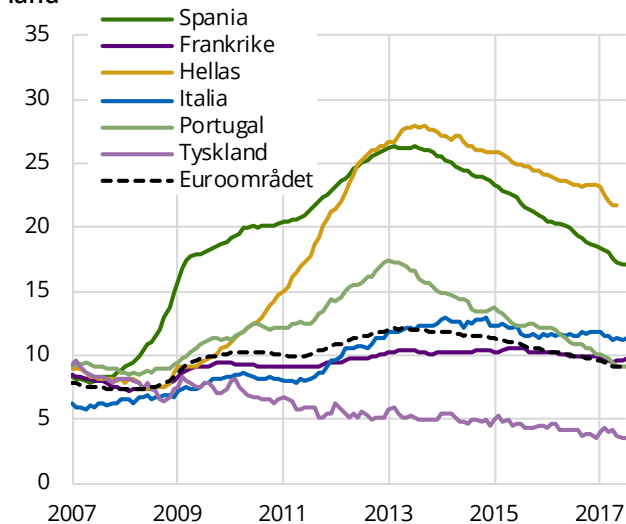
Kilde: Macrobond

Figur 1.10. Euroområdet: 12 mnd. inflasjon og valutakurs



Kilde: Macrobond

Figur 1.11. Arbeidsledighet (AKU) i utvalgte europeiske land



Kilde: Macrobond

franske eksporttallene kombinert med en oppgang i euroområdet samlede vareeksport på godt i overkant av 6 prosent for tremånedersperioden april til juni sammenliknet med tilsvarende periode kvartalet før, gir derimot grunn til å tro på fortsatt høy eksportvekst.

1.3. Storbritannia

Sett i lys av utfallet av fjorårets avstemning om videre EU-medlemskap var de britiske vekstratene for BNP på henholdsvis 2 og 2,7 prosent i 3. og 4. kvartal i fjor overraskende høye. I løpet av det siste halve året har imidlertid et kraftig hopp i inflasjonen – blant annet som følge av en Brexit motivert flukt fra pundet – bidratt til å dempe konsumet. Når så eksportveksten så langt har uteblitt, har dette ført til mer enn en halvering av veksten i første halvdel av inneværende år sammenliknet med veksten gjennom halvåret før, og det til tross for forholdsvis sterk offentlig konsumvekst og investeringsvekst.

Siden inngangen til 2016 har pundet svekket seg med i underkant av 20 prosent mot både dollaren og en handelsvekt kurv med utenlandske valutaer, samt med mer enn 30 prosent mot euroen. Isolert sett burde dette ha bidratt til å understøtte eksportveksten og å dempe importveksten. Når så ikke har skjedd i nevneverdig grad, tror vi at dette er en effekt som gradvis vil komme mer til syne over tid.

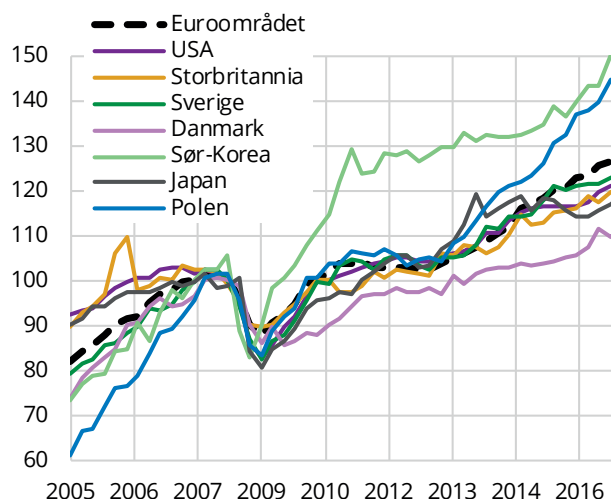
Selv om et fall i råvareprisene har bidratt til at inflasjonen har avtatt noe i det siste er den fortsatt høy som følge av pundsvækkelsen. I juni i år ble tolv månedersveksten i konsumprisene registrert til 2,6 prosent, riktignok ned fra 2,9 prosent i mai, men fortsatt klart over inflasjonsmålet på 2 prosent. Sammen med en kjerneinflasjon som ved samme anledning ble registrert til 2,5 prosent og tegn til korreksjon i aksjemarkedet så vel som i boligmarkedet, peker dette mot en viss innstramning i pengepolitikken. Den svake realøkonomiske utviklingen og et noe nervøst boligmarked, der prisene igjen har tatt til å øke etter en periode med sammenhengende prisnedgang, tyder imidlertid på at sentralbanken vil gå svært forsiktig fram i tiden som kommer.

På bakgrunn av den svært svake konsumutviklingen og utsikter til vedvarende høy inflasjon, har vi valgt å revidere ned våre vekstanslag ytterligere. Til forskjell fra tidligere ser vi ikke lenger for oss at veksten vil ta seg opp igjen mot slutten av prognosebanen, men avta jevnt fra et nivå på 1,8 prosent i 2016 til 1,6 prosent i slutten av prognoseperioden.

1.4. Sverige

Den svenske økonomien vokste med hele 7,1 prosent i 2. kvartal i år, sesongjustert og målt som årlig rate, opp fra et oppjustert konjunkturforløp der det gjennomsnittlige vekstanslaget for de tre foregående kvartalene ble oppjustert fra 2,4 til 2,9 prosent. Sammenliknet med de to foregående årene da veksten som årsgjennomsnitt ble registrert til henholdsvis 3, 8 og 3 prosent, betyr dette nå at veksten ser ut til igjen å skyte fart.

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



Kilde: Macrobond

Den svært høye veksten i 2. kvartal kom hovedsakelig som følge av sterk og økende vekst i investeringer og konsum da bidraget fra utenrikshandelen var svakt som følge av fortsatt svak eksportvekst.

Etter å ha falt gjennom 2014 og særlig 2015 har arbeidsledigheten lenge holdt seg i underkant av 7 prosent. I juli derimot tok arbeidsledigheten til å stige igjen, til 7,1 prosent, opp fra 6,5 prosent måneden før. Inflasjonen som så sent som i januar i fjor lå like i overkant av 0 prosent, har siden den gang nærmest steget kontinuerlig, og i juli ble den registrert til 2,2 prosent. Kombinert med en kjerneinflasjon som ble registrert til 2,4 prosent, og som således overskred Riksbankens mål på 2 prosent for første gang siden 2010, tyder dette på presstendenser i enkelte deler av det svenske arbeidsmarkedet.

Til tross for dette er Sveriges Riksbank fortsatt urolig for at inflasjonen igjen skal ta til å falle. På sitt siste rentemøte i juli bestemte Riksbanken seg således for å fortsette med sine obligasjonskjøp. Ved samme anledning gav Riksbanken uttrykk for at styringsrenten ikke ventes å øke fra dagens nivå på -0,5 før et godt stykke ut i 2018. Den svært ekspansive pengepolitikken førte lenge til en svekkelse av kronan, men siden juni da Riksbanken reduserte muligheten for en mer ekspansiv innretning av pengepolitikken og fram til i dag, har mye av denne svekkelsen blitt reversert i påvente av en mindre akkomoderende pengepolitikk.

På bakgrunn av det svært sterke konjunkturforløpet i andre halvdel av fjoråret og fram til i dag og med et overheng for inneværende år på hele 3 prosent, venter vi at veksten i svensk økonomi vil bli sterk i 2017. På litt lenger sikt ser vi imidlertid for oss en viss normalisering med vekstrater mer i overensstemmelse med en antatt trendvekst på rundt 2,5 prosent.

