

1. Konjunktursituasjonen internasjonalt

Vekstutsiktene internasjonalt er blitt stadig lysere. Norges handelspartnere har passert en konjunkturbunn og vi anslår nå at konjunkturoppgangen i OECD-området blir noe sterkere enn tidligere antatt. Som tidligere, venter vi at bedre internasjonale konjunkturer også vil lede til høyere vekst i de framvoksende økonomiene. Risikoen synes denne gang å være noe mer balansert enn sist, skjønt siste tids uroligheter rundt den tyske regjeringdannelsen har bidratt til å øke den politiske risikoen.

Det økonomiske vekstbildet internasjonalt er nå preget av en mer samstemt utvikling i OECD-området. Ikke bare fortsatte den økonomiske veksten i USA å vise styrke i 3. kvartal, men veksten i Storbritannia har tatt seg noe opp igjen og vekstomslaget i euroområdet ser ut til å fortsette med uforminsket styrke. I Japan avtok veksten noe fra 2. til 3. kvartal, men for året som helhet vil 2017 utgjøre en fortsettelse av en oppadgående tendens gjennom de siste fire årene.

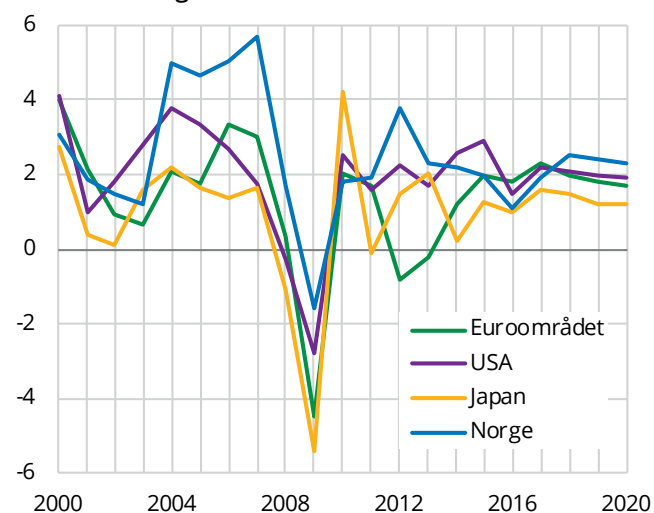
Utenfor OECD-området fortsatte Kina å vokse med rundt 7 prosent i 3. kvartal, etter at BNP-veksten var nede på femtallet ved inngangen til året. I India derimot ser veksten ut til å ha falt noe tilbake i det siste. Fra å ha ligget på i overkant av 7 prosent som gjennomsnitt i 2016 har BNP-veksten falt til rundt 5,5 prosent de siste to kvartalene. Det kan derfor se ut som at uroen som oppsto i forbindelse med seddelinnløsningen i fjor høst, sammen med innføringen av en ny vare- og tjenesteskatt, har hatt negative økonomiske konsekvenser. I de råvareproduserende økonomiene Russland og Brasil er situasjonen noe divergerende. Mens veksten i den brasilianske økonomien falt tilbake i 2. kvartal i år, var veksten i Russland målt fra samme kvartal året før, på 2,5 prosent. I begge land har inflasjonen i det siste kom-

met 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.

Etter hvert som det økonomiske konjunkturforløpet modnes, ventes styrken i konjunkturoppgangen å bli noe dempet i OECD-området framover. Dette gjelder spesielt USA der økonomien nå er inne i sitt niende år med sammenhengende konjunkturoppgang og flere markedsaktører peker på at aksjemarkedene er overvurderte. På den annen side har de pågående forhandlingene om innføring av en skattereform i det siste vist uventet framgang og det mangler nå bare Senatets samtykke for at lovforslaget skal gå igjennom i den amerikanske kongressen. Utsiktene til finanspolitiske stimulanser i USA er derfor blitt noe større siden sist, selv om den kortsiktige økonomiske effekten av reformen ikke er helt klar da den synes å tilgodese de rike mest: jo rikere folk er, jo mindre vil de typisk konsumere for hver dollar de tjener. Mer generelt vil konjunkturutviklingen framover være preget 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 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.

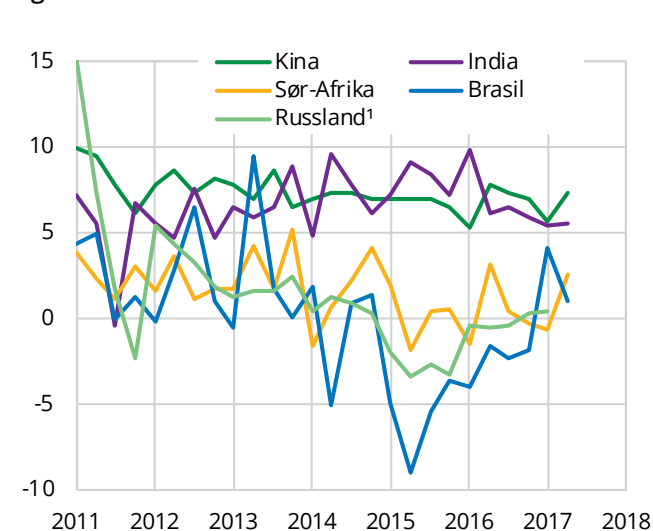
Avtalen mellom OPEC og avtalepartnerne om en videreføring av tidligere vedtatte produksjonskutt vil trolig

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



Kilde: Macrobond.

Figur 1.2. BNP-vekst for framvoksende økonomier



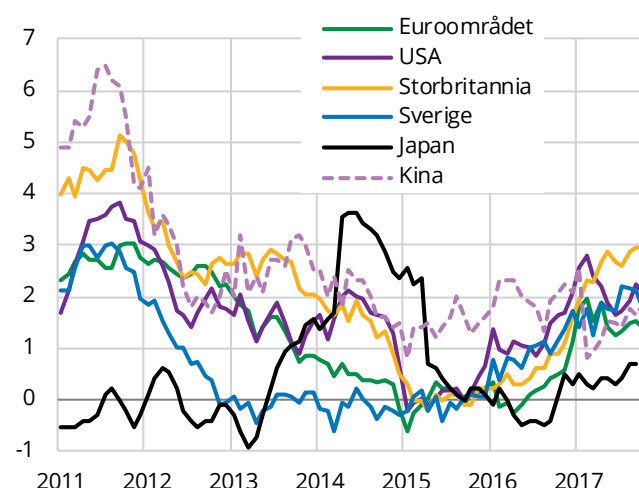
Kilde: Macrobond. ¹ Vekst fra samme periode året før.

bli forlenget til ut 2018. Dersom dette skjer og avtalen overholdes med god disiplin, vil de globale lagrene av råolje kunne falle ytterligere ifølge IEA (se Boks 1.1). Dette vil trolig være nok til å gi en fortsatt svak prisoppgang på olje framover. Tilbudet av amerikansk skiferolje er sterkt påvirket av prisendringer. Vi vil således trolig oppleve en relativt sterk produksjonsøkning som følge av prisoppgang, noe som vil bidra til å begrense mulighetene for en oljeprisoppgang. I våre prognoser legger vi til grunn at produksjonskuttene videreføres ut 2018, men at oljeprisen, som følge av at uroen i Nord-Irak og Saudi-Arabia antas å ville avta, vil falle til rundt 58 dollar fatet før den gradvis øker til 64 dollar fatet mot slutten av 2020.

Utviklingen i finansmarkedene har vært relativt stabil siden vår forrige rapport, godt understøttet av et bedret globalt konjunkturforløp og fortsatt ekspansiv pengepolitikk. I USA har siste tids utvikling i aksjemarkedet også vært drevet av robust inntjening og store forventninger til en kommende skattereform. I Europa har derimot oppgangen i aksjemarkedet latt vente på seg, blant annet som følge av bekymringer relatert til konsekvensene av siste tids styrking av euroen. Utsikter til en noe mer forsiktig pengepolitisk innstramning enn man tidligere hadde sett for seg, i kombinasjon med en sterk makroøkonomisk utvikling, har imidlertid bidratt til en viss korreksjon siden september. I markedet for nasjonal gjeld har rentene i ti-årssegmentet falt noe tilbake i etterkant av Den europeiske sentralbankens (ESB) avgjørelse om kun å foreta en mindre justering av den svært ekspansive pengepolitikken. Den stadige mer inkluderende gjeninnhentingen i euroområdet kombinert med redusert risiko, har imidlertid ført til at rentedifferansen mot Tyskland har fortsatt å krympe i mange land, spesielt i Italia der risikoen relatert til bankvesenet nå er betydelig redusert som følge av en EU sanksjonert tilførsel av statlig kapital. I Italia står imidlertid et kommende valg på programmet og med stor støtte - ifølge en rekke meningsmålinger - til partier og koalisjoner som er negativt innstilt til en videreføring av eurosamarbeidet tyder mye på at denne utviklingen kan komme til å snu. På den annen side har siste tids usikkerhet rundt den tyske regjeringsdannelsen og mulighet for en kommende utstedelse av nyvalg potensiale i seg til å nøytralisere en slik effekt. Det har kanskje også den nye italienske valgloven som i praksis vil kunne redusere innflytelsen til den eurokritiske 5-stjerners-bevegelsen betraktelig.

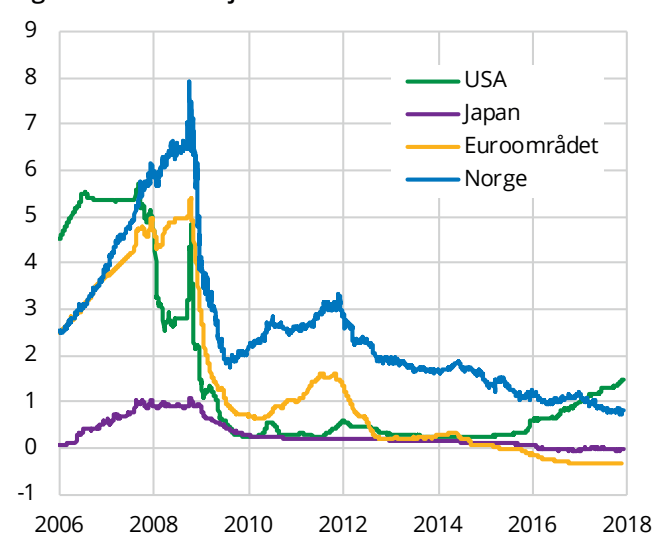
Den amerikanske sentralbanken (Fed) besluttet å øke styringsrenten for fjerde gang i juni i år. Siden den gang har den ved flere anledninger gjentatt sin intensjon om å fortsette en normalisering av rentenivået, hovedsakelig som følge av et syn om at dagens lave inflasjon anses som et forbigående fenomen. I euroområdet derimot har ESB kun valgt å signalisere en kommende nedskalering av sine kvantitative lettelsler, mens rentene antas å bli holdt på dagens lave nivå til lenge etter at de kvantitative lettelsene blir faset ut, tidligst i september 2018. Denne avvikende adferden har ført til at forskjellene i

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

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

Kilde: Statistisk sentralbyrå.

den pengepolitiske innretningen har fortsatt å øke på tvers av Atlanteren siden sist. Etter en lang periode der euroen styrket seg, har dette ført til en viss reversering der euroen har svekket seg noe, både handelsvektet og mot dollar og pund.

I våre prognoser har vi som tidligere valgt å legge til grunn at ESB fra neste år vil begynne prosessen med å nedskalere sine kvantitative lettelsener, men at den ikke vil begynne å sette opp renta før i 2019. I USA har sentralbanken signalisert muligheten for en ny renteheving i løpet av 2017. Vi regner således med at USA fortsatt vil 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 og nye tegn til manglende politisk gjennomføringskraft i USA, vil kunne lede til en ny svekkelse av dollaren mot euro. På den annen side vil usikkerhet knyttet til den tyske regjeringsskiftet kombinert med en mulig sanksjonering av det republikanske forslaget til ny amerikansk skattereform, kunne lede til en større korleksjon den andre veien.

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, og nye tall

tyder på at den forholdsvis sterke veksten fortsatte i 3. kvartal. Det er imidlertid flere forhold som indikerer at veksten i USA kan være i ferd med å avta. For selv om konsumveksten var høy i 2. kvartal og holdt seg forholdsvis godt oppe i 3. kvartal, har veksten i konsummet vært nedadgående de siste par årene. Dessuten har investeringsveksten i det siste i liten grad reflektert investeringer i realkapital, og boliginvesteringene har falt sammenhengende siden 1. kvartal i år. Kombinert med utsikter til en stadig mer avkortet versjon av Trumps tidligere finanspolitiske planer og det faktum at gjennhenting etter finanskrisen nå er inne i sitt niende år, peker dette i retning av lavere vekst i tiden som kommer. Vi legger imidlertid ikke til grunn at amerikansk økonomi går inn i en nedgangskonjunktur i løpet av vår prognoseperiode, men ut fra historiske erfaringer kan man ikke utelukke dette.

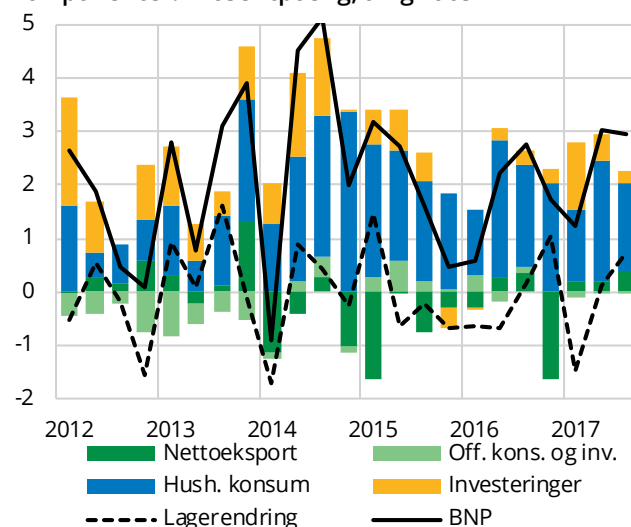
I årets 3. kvartal var veksten i den amerikanske økonomien 3 prosent, sesongjustert og målt som årlig rate, kun marginalt ned fra 3,1 prosent kvartalet før. I forhold til avmatningen vi så fra 3. kvartal i fjor og fram til 1. kvartal i år, representerer dette en konsolidering av omslaget vi fikk i 2. kvartal. Som sist var veksten relativt bredt basert, med oppgang i så å si samtlige av BNPs underkomponenter. Det største bidraget til vekst kom dessuten også denne gang fra en oppgang i hus-

holdningenes konsum. Når så også konsumet av varige goder fortsatte å holde seg oppe samtidig som bilsalget tok seg kraftig opp i september og arbeidsledigheten er lav, er det i utgangspunktet lite som tyder på at vi står overfor en mer dempet konsumvekst 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. Og selv om arbeidsledigheten er lav er det mye som tyder på at arbeidsmarkedet langt fra er så stramt som de offisielle ledighetstallene isolert sett skulle tilsi. Mange av jobbene som skapes er dessuten av midlertid karakter og dårlig betalt. På den positive siden kan det anføres at investeringene i 3. kvartal økte med 6 prosent som årlig rate fra kvartalet før. Ser man nærmere på tallene er det imidlertid fortsatt mye som tyder på at denne utviklingen ikke kan karakteriseres som robust. For selv om investeringene bidro positivt til veksten i 3. kvartal, skjedde det hovedsakelig som følge av en økning i lagerinvesteringer og boliginvesteringene fortsatte å falle. Eksportveksten, som var høy i 1. kvartal, ble nærmest halvert i 2. kvartal og fortsatte å falle i 3. kvartal. Selv om fallende import bidro til at bidraget fra utenrikshandelen i 3. kvartal ble positivt, var bidraget svært svakt sett i lys av dollarsvekkelsen fram til september i år.

Oljeprisen ligger fortsatt betydelig over bunnpunktet fra januar 2016. Sammen med kostnadsutt og innføring av ny teknologi har dette bidratt til ytterligere oppgang i amerikansk petroleumsproduksjon og investeringer i denne næringen. På bakgrunn av en relativt høy elastisitet i tilbudet av amerikansk skiferolje legger vi imidlertid til grunn at oljeprisen kun vil stige svakt de nærmeste årene. Oppgangen i amerikansk petroleumsnæring vil derfor trolig fortsette, med positive ringvirkninger for resten av økonomien, men i et langt roligere tempo enn det som så langt har vært tilfelle. 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 3,5 prosent fram til og med september i år.

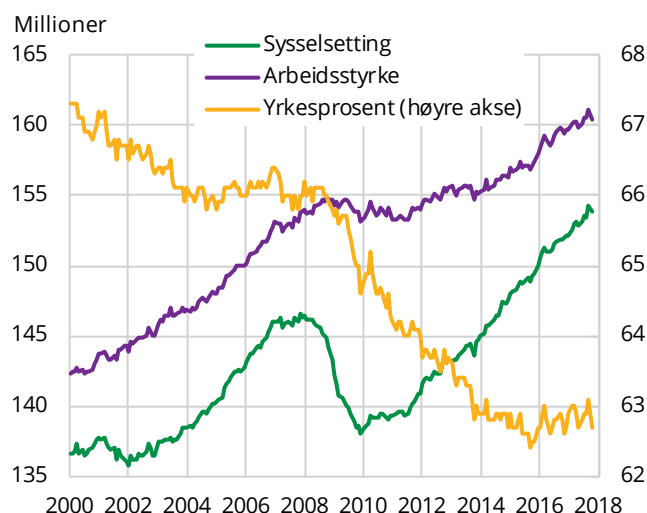
I oktober i år var 4,1 prosent av arbeidsstyrken uten jobb, ned fra 4,4 prosent i august. Kombinert med en nedgang i yrkesdeltagelsen over samme periode tyder dette på at en del av nedgangen i ledighet, foruten sysselsettingsvekst, er relatert til at mange fortsatt gir opp å søke jobb og trekker seg ut av arbeidsmarkedet. Forskning tyder dessuten på at nesten hele nettosysselsettingsveksten det siste ti-året har kommet i form av jobber av midlertidig karakter og knyttet til deltidskontrakter i yrker med lav lønn. Den underliggende konjunktursituasjonen på arbeidsmarkedet er således neppe så god som ledighetstallene isolert sett skulle tilsi, noe som kan forklarte de siste årenes brudd i sammenhengen mellom ledighet og lønnsvekst, også kalt Phillipskurven.

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



Kilde: Macrobond.

Figur 1.7. USA. Arbeidsmarkedet



Kilde: Macrobond

En svekket dollar og høyere energipriser har bidratt til at inflasjonen har steget noe i USA siden sist. Målt ved tolv månedersveksten i konsumprisene har inflasjonen siden vår forrige rapport steget fra 1,7 til 2 prosent i oktober. Den underliggende prisveksten målt ved KPI uten matvarer og energi har siden mai ligget på 1,7 prosent, men steg til 1,8 prosent i oktober. Utsikter til en noe mindre stram finanspolitikk enn det som tidligere lå i kortene og et nytt sentralbankstyre der flere av styremedlemmene nå vil byttes ut, i tillegg til at Jerome Powell tar over som sentralbanksjef etter Janet Yellen, kan borge for en amerikansk sentralbank som vil kunne komme til å heve rentene noe raskere enn det vi tidligere så for oss. Tre måneders pengemarkedsrente har da også økt fra en bunn på 0,25 prosent sommeren 2014 til 1,45 prosent i slutten av november i år. Implisitte terminrenter har også steget siden sist og indikerer at pengemarkedsrentene nå forventes å øke til rundt 2,2 prosent ved utgangen av vår prognoseperiode i

2020. Det er en oppgang på i underkant av 0,8 prosentpoeng fra dagens nivå.

Samlet sett holder vi fast på vår forutsetning om en moderat konjunkturoppgang i amerikansk økonomi. Den amerikanske økonomien er imidlertid nå inne i et sent stadium av en langvarig konjunkturoppgang. Kombineret med ettervirkninger av et potensielt framskyndet konsum og utsikter til en mindre ekspansiv finanspolitikk enn det vi så for oss når Trump tiltrådte, har vi derfor valgt å opprettholde vårt overordnede syn på det framtidige konjunkturforløpet. På bakgrunn av den sterke veksten i 3. kvartal i år og økt sannsynlighet for at skattereformen vil kunne gå igjennom i kongressen har vi imidlertid valgt å oppjustere vår bane noe. Alt i alt innebærer våre nye vekstanslag en BNP-vekst på 2,2 prosent for 2017, avtagende til rundt 1,9 prosent fram mot slutten av prognoseperioden i 2020.

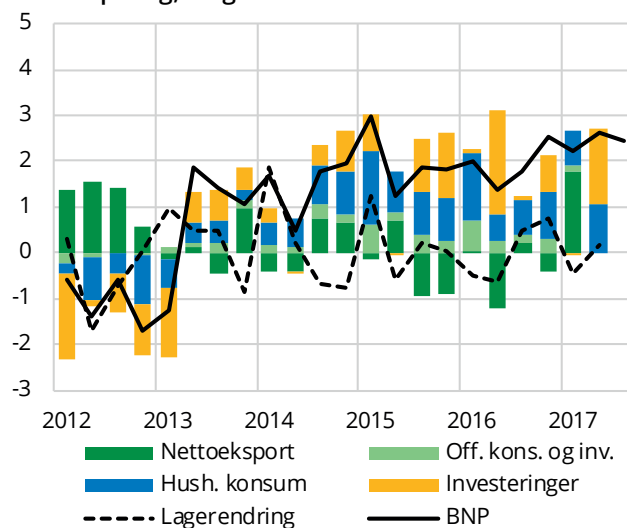
1.2. Europa

Det økonomiske oppsvinget i euroområdet fortsetter med uforminsket styrke. Økonomien har nå vokst sammenhengende siden våren 2013 og med årlig vekstrater på i overkant av to prosent i samtlige av de siste fire kvartalene. Arbeidsledigheten, som riktignok fortsatt er høy, har holdt fram med å falle og er nå nede på sitt laveste nivå på over ni år. Kombinert med tegn til vedvarende vekst i både detaljhandel og industriproduksjon samt en rekke positive ledende indikatorer, ikke minst en rekke indekser som tilsier svært god stemning i næringslivet, tyder dette på at oppturen i euroområdets økonomi vil fortsette inn i neste 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 noe sterkere enn det vi tidligere la til grunn. For inneværende år har dette medført en oppjustering av vårt vekstanslag fra 2,1 til 2,3 prosent. Veksten antas deretter å avta gradvis til et nivå på 1,7 prosent i 2020, hovedsakelig som følge av underliggende lav produktivitsvekst, et etter hvert 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 imidlertid en fortsatt konjunkturoppgang og nedgang i arbeidsledigheten.

Usikkerheten knyttet til våre prognoser for Europa er denne gang hovedsakelig knyttet til den politiske utviklingen. Etter høstens valg i Tyskland har Angela Merkel enda ikke klart å få på beina en regjeringsdyktig koalisjon. Tyskland har heller ingen tradisjon for mindretallsregjeringer. Derfor er et alternativ nå nyvalg, selv om det for tiden jobbes iherdig bak kulissene for å få det Sosialdemokratiske partiet (SPD) til å gå med på en ny storkoalisjon.

Arbeidsledigheten har falt kontinuerlig siden sommeren 2013 og fram til september i år da den ble registret til 8,9 prosent. Selv om utviklingen er positiv, ligger ledigheten fortsatt på et svært høyt nivå og det er store forskjeller landene imellom. For mens ledigheten i

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



Kilde: Macrobond.

Hellas og Spania fortsatt ligger på nivåer i overkant av henholdsvis 20 og 16 prosent, var den i Tyskland på kun 3,6 prosent i september. Ungdomsledighet er dessuten fortsatt svært høy i mange land, spesielt i Hellas, Spania og Italia der den ligger i overkant av 35 prosent, i Spania riktignok ned fra i overkant av 43 prosent så sent som i september i fjor. Forskning tyder dessuten på at mye av sysselsettingsveksten den siste tiden, som i USA, har kommet i form av midlertidige jobber og er relatert til økt sysselsetting i lavt betalte deltidsjobber. Ved å ta hensyn til undersysselsetting beregnes den reelle ledighetsraten i euroområdet av ESB til å ligge et sted mellom 15 og 18 prosent, med andre ord nærmest dobbelt så høyt som det offisielle tallet.

På sitt siste rentemøte bestemte styret i ESB seg for å nedskalere sine kvantitative lettelsers fra og med januar 2018. Fra å ha kjøpt obligasjoner for hele 60 milliarder euro i måneden vil ESB nå redusere sine månedlige oppkjøp til 30 milliarder euro, en politikk som etter planen skal ligge fast i det minste fram til september neste år, med mulighet for forlengelse dersom situasjonen skulle kreve det. Ved samtidig å signalisere at rentene antas å bli holdt på dagens lave nivå til en god stund etter at de kvantitative lettelsene eventuelt blir faset ut, representerte dette en avgjørelse som overrasket markedet i den forstand at en langt strammere pengepolitikk på det tidspunkt var priset inn både i valuta- og rentemarkedet. I markedet for statsgjeld gav dette seg utslag i et momentant rentefall, som fram til da hadde steget jevnt og trutt i påvente av en mer restriktiv pengepolitikk. Siden den gang har rentene i ti-årssegmentet fortsatt å falle, noe som også har bidratt til å dempe presset på euroen. Styringsrenten, som i dag ligger på null prosent, tror vi fortsatt blir liggende i ro til ut i 2019. 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. Dette er omtrent i tråd med det som er priset inn i markedet for fremtidige renteavtaler.

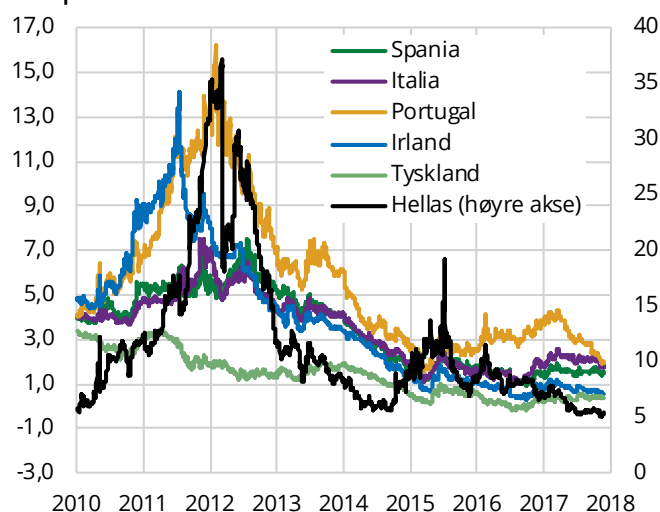
ESB har i det siste hatt vanskeligheter med å forklare hvorfor banken nå har valgt å redusere sine oppkjøp av verdipapirer når inflasjonen fortsatt ligger godt under målet på rett i underkant av 2 prosent. Euroens styrke - og dens potensielle effekt på priser og konkurranseevne - gjør ikke dette dilemmaet mindre. ESBs politikkutøvelse har også spilt en vesentlig rolle for euroens verdsettelse i seg selv, noe som har skapt risiko for et selvforsterkende tilbakespill der valutaens अपресiering, delvis forårsaket av banken selv, kan gjøre utfordringene enda større.

Fra medio april til slutten av august i år styrket euroen seg handelsvektet med rundt 8 prosent, til sitt sterkeste nivå på tre år. Årsakene til utviklingen hadde å gjøre med en rekke forhold som økonomisk oppgang, forventninger til en noe strammere pengepolitikk og svake dollar og pund. Siden den gang har imidlertid euroens styrking stoppet opp, det være seg handelsvektet som mot dollar og pund. Euroens langvarige oppgang har imidlertid vært forbundet med bivirkninger. Bare siden februar i år og fram til oktober har inflasjonen falt fra 2 til 1,4 prosent og når også kjerneinflasjonen i det siste har falt til i underkant av 1 prosent, har dette skapt hodebry for en sentralbank som lenge har vurdert å reversere noe av ekspansiviteten i pengepolitikken. En sterk valuta bidrar foruten til å dempe prisveksten ved å gjøre importen billigere, også til å svekke etterspørselen etter et lands egne eksportprodukter. Redusert eksport vil ha negative konsekvenser for styrken på euroområdet økonomiske gjeninnhenting, noe ikke minst den relativt svake eksportutviklingen i euroområdet siden mai kan være et varsku om.

BNP-veksten i euroområdet er i 3. kvartal i år anslått til 2,5 prosent, sesongjustert og målt som årlig rate, kun marginalt ned fra et oppjustert vekstanslag på 2,6 prosent kvartalet før. Med unntak av Danmark der produksjonen falt og det historiske vekstforløpet er revidert, 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, og veksten i Portugal tok seg noe opp igjen, etter å ha falt relativt kraftig tilbake kvartalet før. Veksten tok seg dessuten godt opp i både Tyskland og Italia, mens den i Frankrike holdt seg oppe på nivået den har ligget på siden utgangen av fjoråret. I Øst-Europa ser den sterke veksten ut til å fortsette. Både i Bulgaria, Slovakia, Polen og Ungarn fortsatte veksten i 3. kvartal å ligge på godt i overkant av 3 prosent, og i Romania har økonomien nå vokst med i overkant av 7 prosent som årlig rate i fire kvartaler på rad, i 3. kvartal attpåtil med hele 10,8 prosent.

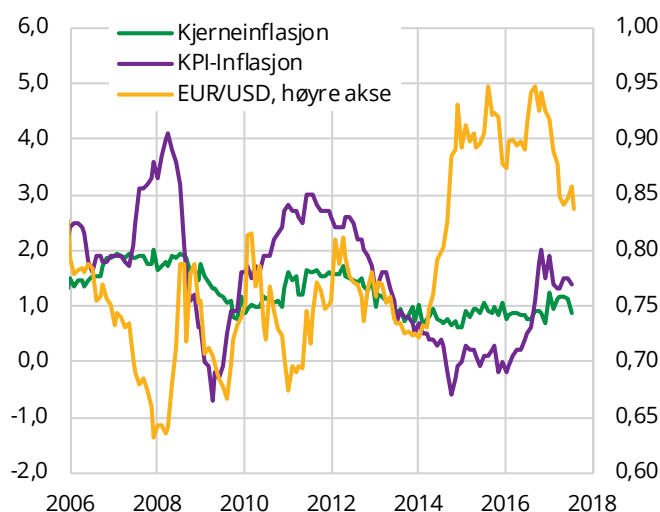
I skrivende stund foreligger ikke de dekomponerte BNP-tallene for 3. kvartal i år for mange av landene i euroområdet. De tyske og franske tallene tyder imidlertid isolert sett på at det kan være snakk om potensielt

Figur 1.9. 10-års statsobligasjonsrenter i utvalgte europeiske land



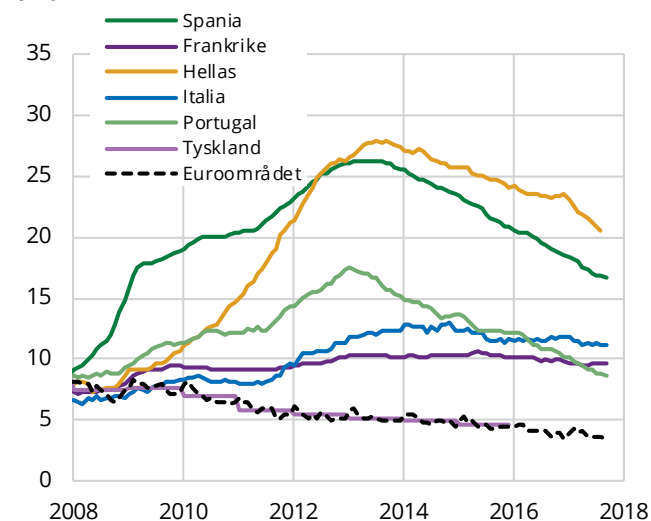
Kilde: Macrobond.

Figur 1.10. Euroområdet: 12 mnd. inflasjon og valutakurs



Kilde: Macrobond.

Figur 1.11. Arbeidsledighet (AKU) i utvalgte europeiske land



Kilde: Macrobond

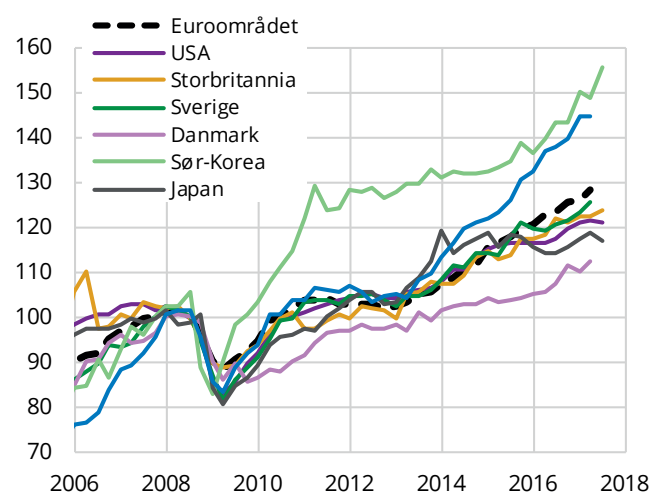
store forskjeller landene imellom. For mens driverne for veksten i Frankrike var forholdsvis god vekst i offentlig og privat konsum og den franske eksportveksten falt sterkt tilbake, var den tyske økonomien preget av motsatt utvikling. Veksten i investeringene ser ifølge de franske og tyske tallene dessuten ut til i mindre grad å ha bidratt til vekstforløpet sammenliknet med hva som var tilfellet kvartalet før, da spesielt investeringsveksten var høy for euroområdet som helhet. Sett på bakgrunn av de store overskuddene på det tyske statsbudsjettet er dessuten de negative netto-investeringene i tysk offentlig sektor kontroversielle. Man skulle kanskje ha trodd at Tyskland ville ha tatt et større ansvar for å øke produksjonspotensialet i en situasjon preget av store ubalanser og generelt svak produktivitetsutvikling i mange europeiske land, inkludert sitt eget. Den løpende månedsstatistikken gir imidlertid støtte til at konsumet har bidratt positivt til veksten i euroområdet som helhet også i 3. kvartal. Detaljhandelen fortsatte å vokse relativt friskt i tremånedersperioden juli-september sammenliknet med den forrige, da veksten var svært sterk. For eksportens og investeringenes del er situasjonen imidlertid divergerende da industriproduksjonen, til tross for et fall i september, fortsatte å vokse relativt friskt i tremånedersperioden juli-september sammenliknet med tremånedersperioden som startet i mai, mens eksporten i samme periode fortsatte å falle.

1.3. Storbritannia

Høy inflasjon som følge av en Brexit-motivert flukt fra pundet, bidro til nærmest å halvere veksten i første halvdel av inneværende år sammenliknet med veksten halvåret før. Siden den gang har imidlertid pundsvekkelsen blitt noe reversert, både handelsvektet og mot euro og dollar, men ikke mer enn at pundet fortsatt er klart svakere enn ved inngangen til 2016. Kombinert med høyere energipriser har dette ført til at tolv månedersveksten i konsumprisene steg til 3 prosent i oktober og selv om en høyere oljepris kan forklare noe av denne oppgangen, indikerer en kjerneinflasjon på 2,7 prosent at pundsvekkelsen fortsatt påvirker inflasjonen. Med tegn til bobletendenser i aksjemarkedet så vel som i boligmarkedet har dette gitt den engelske sentralbanken den unnskyldningen den trengte for å reversere rentekuttet den foretok like i etterkant av Brexit-avgjørelsen. Fra og med 1. september i år har styringsrenta således ligget på 0,5 prosent, opp fra bunnen på 0,25 prosent siden i fjor sommer.

Isolert sett burde pundsvekkelsen ha bidratt til å understøtte eksportveksten og å dempe importveksten. Dekomponeringen av veksten, som i 3. kvartal ble registrert til 1,6 prosent som årlig rate, opp fra 1,2 prosent kvartalet før, viste imidlertid at eksportoppgangen fortsatt lar vente på seg. Med et fall i eksporten på 2,9 prosent samtidig som importen steg med hele 4,3 prosent var sågar bidraget fra utenrikshandelen i 3. kvartal sterkt negativt. Når veksten til tross for dette var positiv og tiltok i styrke, skyldtes det først og fremst en forholdsvis sterk økning i konsumet, da investerings-

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



Kilde: Macrobond

veksten ble mer enn halvert sammenliknet med kvartalet før.

Den svake realøkonomiske utviklingen og et noe nervøst boligmarked, der prisene igjen har tatt til å øke svakt etter en periode med sammenhengende prisnedgang, tyder på at sentralbanken vil gå svært forsiktig fram i tiden som kommer. Kombinert med et fortsatt relativt svakt pund og utsikter til økt eksport, vil dette bidra til å understøtte veksten framover, men ikke mer enn at vi ser for oss en vekst på 1,6 prosent i samtlige av prognoseperiodens år framover, inkludert inneværende år.

1.4. Sverige

Den svenske økonomien vokste med 5,2 prosent i 2. kvartal i år, sesongjustert og målt som årlig rate, ned fra et opprinnelig anslag på 7,1 prosent. Sammenliknet med det foregående året da den kvartalsvise veksten i gjennomsnitt lå på 1,9 prosent, betyr dette fortsatt at veksten ser ut til å skyte fart, selv om en mer konsolidert bekreftelse på dette må vente til tallene for 3. kvartal foreligger. De reviderte tallene for 2. kvartal innebærer for øvrig store revisjoner da det som tidligere var en klar økning i konsum- og investeringsveksten nå har blitt til et fall og eksportveksten har blitt kraftig oppjustert. Dette til tross, de reviderte tallene gir et klart inntrykk av en vekst som for tiden er bredt sammensatt og drevet av oppgang i konsum og investeringer, så vel som eksport.

I Sverige har boligprisene økt med i gjennomsnitt 9 prosent per år de siste tre årene. Siden september har imidlertid prisene begynt å falle og kombinert med en nedgang på hele 3 prosent i oktober, har nedgangen de siste to månedene vært den sterkeste på mange år. Også Den Svenske Enskilda Bankens (SEB) boligprisindikator har i det siste falt. Og med et fall som i november var det nest største i løpet av indikatorens 15-årige historie, har utviklingen i det siste også gitt seg utslag i finansmarkedene, der både markedsrentene har falt

og kronen svekket seg. Fra å ha ligget på i overkant av 2,2 prosent i juli har også inflasjonen i det siste falt noe tilbake, til 1,7 prosent i oktober. Med en kjerneinflasjon som ved samme anledning ble registrert til 1,8 prosent og som stort sett har fulgt utviklingen i konsumprisindeksen, tyder dette på at mye av fallet er relatert til kronestyrkingen fram til september i år. Kronesvekkelsen vi har sett siden den gang skulle således isolert sett borge for at inflasjonen vil ta til å stige igjen de kommende månedene.

Sveriges sentralbank har i det siste forsøkt å sette tegn til en korreksjon i boligmarkedet i et positivt lys, fordi en korreksjon vil føre til et mer stabilt marked og, viktigst, begrense husholdningenes gjeldsopptak. Sentralbanken har i den forbindelse også advart om at bankene har «store eksponeringer» til eiendomsbransjen og således er følsomme overfor et større fall i prisene, et forhold som er forverret av at de lokale bankene står i et sterkt og gjensidig avhengighetsforhold til hverandre. På bakgrunn av siste tids utvikling har sentralbanken således nylig tatt til ordet for å iverksette tiltak som vil garantere en myk landing, blant annet ved å kreve at låntakere betaler mer av hovedstolen på sine boliglån, og ikke bare renter.

På bakgrunn av det relativt sterke konjunkturforløpet i andre halvdel av fjoråret og fram til i dag og med et overheng for inneværende år på 2,1 prosent, venter vi fortsatt at veksten i svensk økonomi vil bli relativt sterk i 2017. På litt lenger sikt ser vi imidlertid for oss en viss normalisering, nå også som følge av utsikter til en korreksjon i boligmarkedet. En fortsatt svært ekspansiv pengepolitikk og en svak svensk krone, kombinert med ekspansiv finanspolitikk og utsikter til sterke etterspørselsimpulser fra utlandet, vil imidlertid bidra til å understøtte vekstforløpet. Som tidligere ser vi derfor for oss at veksten framover vil være i overensstemmelse med en antatt trendvekst på rundt 2,5 prosent.

Boks 1.1. Utviklingen i oljemarkedet

Sommeren 2014 falt oljeprisen fra om lag 110 dollar fatet til rundt 30 dollar fatet i februar i fjor. Deretter har oljeprisen stort sett variert mellom 40 og 60 dollar per fat og ligger i slutten av november på i underkant av 64 dollar fatet.

Oljeprisen falt i 2014 både som følge av økt produksjon, først og fremst i USA, og som følge av lavere forventet vekst i etterspørselen, spesielt utenfor OECD. På ministermøtet i november i 2014 vedtok OPEC på tross av oljeprisfallet ikke å redusere produksjonen slik mange forventet. Dette bidro til at oljeprisen falt ytterligere. Oljeprisen har gjennomgående vært noe høyere siden november i fjor da mange land, både i og utenfor OPEC, vedtok en forpliktende avtale om reduksjoner i produksjonen. Svært høye oljelagre har imidlertid dempet oppgangen i oljeprisen. Uro i Saudi-Arabia og til dels Nord-Irak bidro til at oljeprisen økte med om lag 5 dollar fatet i begynnelsen av november.

IEA (International Energy Agency) forventer at den globale etterspørselen etter råolje vil øke med 1,6 millioner fat daglig i 2017 og ytterligere med 1,4 millioner i 2018. Økningen i etterspørselen utenfor OECD neste år er først og fremst forventet å komme i India, Kina og andre asiatiske land. IEA antar at etterspørselen i OECD vil holde seg om lag uendret i 2018.

OPEC har vedtatt å redusere oljeproduksjonen fram til og med første kvartal 2018 med 1,2 millioner fat per dag i forhold til nivået i oktober i 2016. Det ble også bestemt at Iran kunne øke sin produksjon til 3,8 millioner fat daglig, et nivå de nå har nådd. Samtidig har land utenfor OPEC vedtatt en reduksjon på om lag 0,55 millioner fat daglig.

Råoljeproduksjonen utenfor OPEC forventes av IEA å øke med 0,7 millioner fat daglig i år og ytterligere med 1,5 millioner neste år. Økningen i år er først og fremst forventet å komme i USA, med 0,5 millioner fat per dag i år og 1,1 millioner fat neste år.

IEA påpeker at landene i og utenfor OPEC nå langt på vei har gjennomført de samlede varslede kuttene. De fleste analytikere antar at OPEC på sitt ministermøte 30. november i det minste vil vedta å forlenge kuttene ut 2018 og at gruppen av land utenfor OPEC vil gjøre det samme. Dersom OPEC makter å videreføre produksjonen på dagens nivå vil de globale lagrene av råolje holde seg noenlunde konstante i 2018. En slik utvikling fordrer imidlertid også at Libya og Nigeria ikke øker produksjonen ytterligere, samtidig som land utenfor OPEC også makter å oppfylle sine produksjonsbegrensninger. De samlede kommersielle lagrene av råolje og raffinerte produkter i OECD er fortsatt veldig høye. OPEC har som uttalt målsetting å få de kommersielle oljelagrene i OECD ned på et nivå lik gjennomsnittet over de fem siste årene. IEA påpeker at lagrene må falle ytterligere dersom dette målet skal nås. Dette vil ikke skje i løpet av 2018 dersom lagrene i OECD i likhet med de globale lagrene holder seg konstante.

I våre prognoser legger vi til grunn at produksjonskuttene videreføres ut 2018. I tillegg forutsetter vi at uroen i Nord-Irak og spesielt Saudi-Arabia avtar i tiden fremover, slik at oljeprisen vil falle noe. Deretter forutsettes oljeprisen gradvis å stige til 64 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 5-7 år. Vi forutsetter at en økning i produksjonen av lettolje fra tette bergarter i USA vil legge en demper på en slik prisstigning innenfor vår prognoseperiode. I tillegg har produsenter både i og utenfor OPEC i dag ledig kapasitet på grunn av avtalen om produksjonskutt.

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

	2014	2015	2016	Prognose		Prognose							
				2017	2018	17:1	17:2	17:3	17:4	18:1	18:2	18:3	18:4
Etterspørsel	92,9	94,8	96,1	97,7	99,1	96,6	97,8	97,9	98,5	97,9	99,1	99,5	99,9
OECD ¹	45,8	46,4	46,9	47,3	47,3	46,9	47,0	47,4	47,7	46,9	46,9	47,7	47,7
Europa	13,5	13,8	14,0	14,3	14,3	13,9	14,2	14,6	14,3	13,8	14,3	14,7	14,4
Amerika	24,2	24,6	24,7	24,9	25,0	24,5	25,0	25,0	25,2	24,6	25,1	25,3	25,1
Asia Oseania	8,1	8,1	8,1	8,1	8,0	8,6	7,8	7,8	8,3	8,4	7,6	7,7	8,2
Tidligere Sovjetunionen	4,7	4,5	4,8	4,8	4,9	4,6	4,8	5,0	4,9	4,7	4,8	5,1	5,0
Resten av verden	42,4	43,9	44,4	45,6	46,9	45,1	46,0	45,5	45,9	46,3	47,4	46,7	47,2
Tilbud	93,7	96,6	97,0	97,4	99,1	96,7	97,0	97,8	98,0	98,5	99,0	99,3	99,7
OPEC ²	37,1	38,4	39,6	39,3	39,5	38,9	39,2	39,7	39,4	39,5	39,6	39,5	39,5
OECD	22,9	23,9	23,4	24,0	25,3	24,0	23,7	23,8	24,4	25,1	25,0	25,2	25,8
Tidligere Sovjetunionen	13,9	14,1	14,2	14,4	14,5	14,5	14,4	14,3	14,4	14,5	14,5	14,4	14,4
Resten av verden	19,8	20,1	19,8	19,7	19,8	19,3	19,7	20,0	19,8	19,4	19,9	20,2	20,0
Lagerending (og diverse)	0,8	1,7	0,9	-0,3	0,0	0,0	-0,8	-0,1	-0,5	0,6	-0,2	-0,3	-0,3
Etterspørsel rettet mot OPEC	36,3	36,7	38,7	39,6	39,5	38,9	40,0	39,7	39,9	38,9	39,8	39,6	39,7
Gjennomsnittlig oljepris (Brent Blend)	98,5	52,2	43,7			53,6	49,6	52,1					
		2017	2018	2019	2020								
Oljepris, prognoser SSB		54	58	61	63								

Kilde: IEA Oil Market Report Oktober 2017 og SSB.

¹ OECD inkl. Tsjekkia, Korea, Mexico, Polen og Ungarn. 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. Produksjonskutt i og utenfor OPEC er forlenget ut 2018.