

1. Konjunkturtendensene internasjonalt

Veksten i verdensøkonomien samlet sett er fortsatt svak, men det er store regionale forskjeller. I både euroområdet og USA avtok veksten i andre halvår i fjor. I Japan er BNP på samme nivå som for to og et halvt år siden. Det er imidlertid flere lyspunkter i OECD-området. I euroområdet fortsetter arbeidsledigheten nedover på bred basis, selv om den fortsatt er høy mange steder. Den økonomiske veksten er dessuten meget sterk både i Spania og Irland. Også i Sverige fortsatte den sterke utviklingen i fjorårets siste kvartal, og i 2015 vokste BNP med hele 3,8 prosent. I Øst-Europa er den økonomiske utviklingen god mange steder, blant annet i Polen som har blitt et stadig viktigere eksportmarked for Norge.

Flere av de store framvoksende økonomiene sliter derimot i motbakke. Både Brasil og Russland rammes hardt av lave råvarepriser. Russland rammes i tillegg av internasjonale handelsrestriksjoner. BNP har falt klart begge steder. Også i Kina har veksten avtatt og var i fjor den laveste siden 1990, men var likevel på nesten 7 prosent. Kinesisk import har falt klart, og nedturen i Kina får dermed betydelig større konsekvenser for internasjonal etterspørsel enn BNP-nedgangen skulle tilsi. Mange OPEC-land, der oljeinntektene ofte går direkte inn i statsbudsjettet, har også store problemer som følge av den lave oljeprisen.

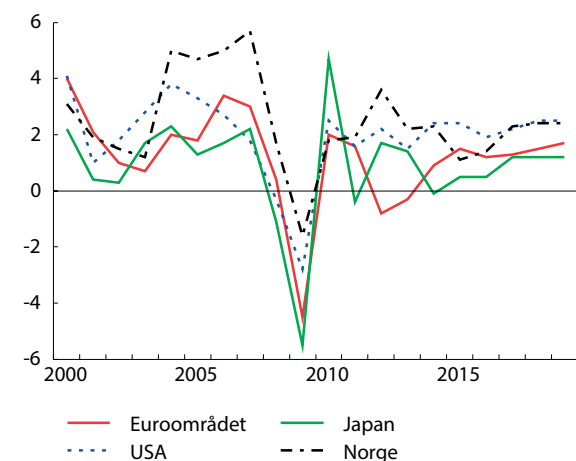
Oljeprisen falt ytterligere etter vår forrige konjunkturrapport sist desember, men har økt noe igjen den siste tiden og var i begynnelsen av mars knappe 40 dollar fatet. Det er omtrent 5 dollar lavere enn vi anslo sist. Oljetilbudet har økt ytterligere som følge av at Iran nå kan eksportere olje igjen etter at de internasjonale sanksjonene ble opphevet på nyåret. Det ser også ut til at produksjonskostnadene i mange land har falt mer enn vi tidligere har regnet med. I februar ble det inngått en avtale mellom Russland, Saudi Arabia, Venezuela og Qatar om å fryse produksjonen på nivået fra januar i år.

De signaliserte samtidig at det vil bli holdt et møte med flere land i slutten av mars, der en vil forsøke å få til en mer omfattende avtale om produksjonsbegrensninger. Det er likevel sannsynlig at et vedtak om en mer omfattende produksjonsfrys først vil ha effekt på lengre sikt, da dagens globale oljeproduksjon allerede er på et høyt nivå. Den lave oljeprisen vil også stimulere etterspørselen etter petroleumprodukter, som i seg selv vil bidra til prisoppgang.

Oljeprisnedgangen slår ut forskjellig i ulike land. For det første representerer den en omfordeling av inntekter fra oljeeksporterende land til oljeimporterende land. Ettersom den amerikanske dollaren har styrket seg markert, med over 20 prosent handelsvekt siden sommeren 2014, har oljeprisen falt betydelig mindre målt i de fleste andre valutaer. Målt i dollar var oljeprisen i begynnelsen av mars 70 prosent lavere enn i juni 2014. Målt i euro var nedgangen på 60 prosent og i norske kroner på 55 prosent. På grunn av lave bensinavgifter i USA har gjennomslaget til husholdningene og næringslivet vært relativt stort der. I USA falt bensinprisene med 55 prosent i ovennevnte periode, mens nedgangen bare var på 25 prosent i euroområdet.

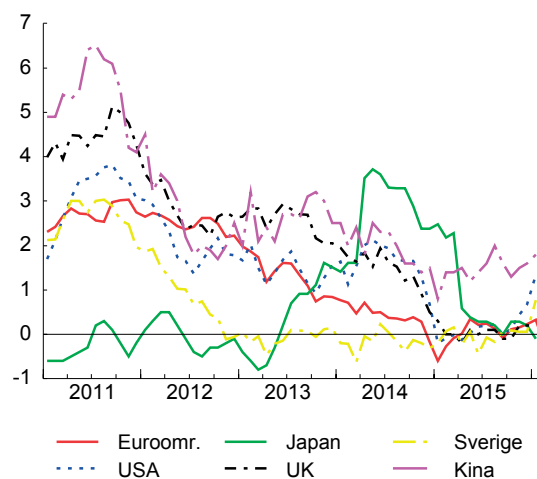
De fleste råvarer har falt i pris. Det gjelder også metaller generelt, og særlig aluminium som er en viktig norsk eksportvare. Sammen med en langvarig internasjonal lavkonjunktur har dette bidratt til at inflasjonen er nær null i store deler av OECD-området. Regnet uten energipriser er imidlertid inflasjonen rundt én prosent, og de siste månedene har også inflasjonen økt noe. Vi venter at råvareprisene etter hvert skal noe opp. Også oljeprisen antar vi vil stige, til omtrent 50 dollar fatet i 2019. Mesteparten av oppgangen ventes å komme i år og neste år. Som følge av ny utvinningsteknologi doblet amerikansk oljeproduksjon seg fra 2011 til begynnelsen av 2015, men har siden flatet ut og falt noe. Vi

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



Kilde: Macrobond og Statistisk sentralbyrå

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



Kilde: Macrobond

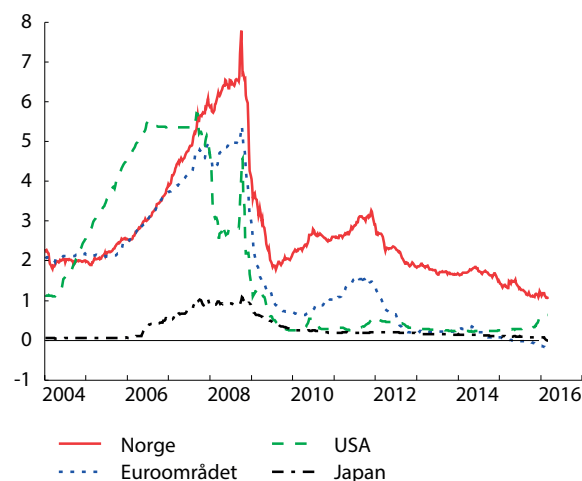
regner med at produksjonen vil tilta når oljeprisen i løpet av neste år ventes å stige ytterligere. Det vil bidra til å dempe den videre oppgangen i oljeprisen. Sammenliknet med våre forrige prognoser fra desember i fjor har vi nedjustert hele oljeprisbanen med om lag 10 dollar, litt mindre den nærmeste tiden. Hovedårsaken er at mye tyder på at både investeringskostnader og produksjonskostnader har falt raskere og mer enn tidligere antatt mange steder, som følge av at aktørene tilpasser seg de lavere prisene. Ikke minst i USA har kuttpotensialet vært betydelig, der man stadig forbedrer en ny og umoden teknologi. Noe høyere råvarepriser framover vil bidra til at inflasjonen langsomt begynner å øke neste år.

Med lav inflasjon, svak økonomisk vekst og fortsatt høy arbeidsledighet i mange land ligger det an til lave renter gjennom hele vår prognoseperiode, selv om vi venter at rentene vil ta seg noe opp mot slutten. Flere land har satt ned styringsrentene ytterligere den siste tiden. Både i euroområdet, Sverige, Danmark, Sveits og Japan er nå styringsrenta negativ. Den amerikanske sentralbanken satte riktignok opp styringsrenta til 0,5 prosent i desember i fjor, men har nå inntatt en avventende holdning som følge av økt usikkerhet knyttet til internasjonal etterspørsel og økt uro i internasjonale finansmarkeder.

Den økte uroen i internasjonale finansmarkeder siden i fjor sommer gjenspeiler til dels tiltakende bekymring for veksten, særlig i framvoksende økonomier. Den kraftige økningen i asylsøkere til Europa har nok også bidratt til å øke usikkerheten der, selv om vinter og kaldt vær har lagt en naturlig demper på flyktningestrømmen de siste månedene. I tillegg har de aller fleste landene i Europa nå innført strenge restriksjoner på immigrasjonen. Et annet forhold som har skapt usikkerhet er britenes forhandlinger om en ny avtale med EU, før folkeavstemningen om medlemskap som etter planen skal holdes i juni i år. Den viktigste faktoren bak børsnedgangen er nok likevel den økte usikkerheten knyttet til den europeiske banksektoren, som sliter med høyt mislighold. Det gjelder særlig i Italia, der så mye som 20 prosent av bankenes utlån til husholdningene har vært gjenstand for mislighold. Nye felles regler for bankvirksomhet i euroområdet krever blant annet at obligasjonsholderne må ta tap før myndighetene kan gå inn og redde en bank med skattebetalernes penger. Dermed har risikoen knyttet til å låne penger til bankene via obligasjonsutstedelse økt. Det har i sin tur ført til en reprising av bankene via til dels betydelig kursfall på bankaksjer.

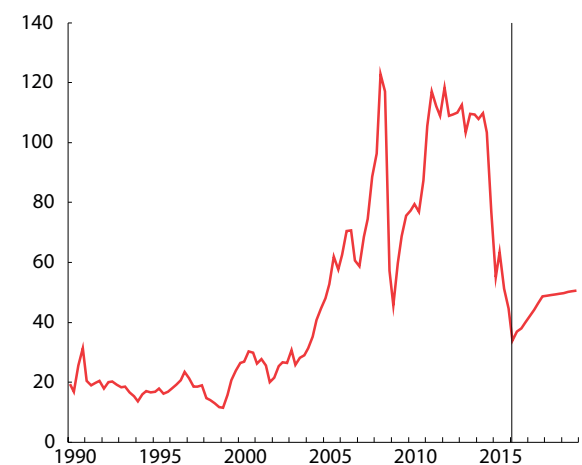
Mens lave renter og kvantitative lettelse trolig har vært viktige faktorer bak oppgangen i aksje- og boligmarkeder de siste årene, har konsumprisveksten blitt svært lav de fleste steder. Også kredittveksten har vært svært lav, særlig i euroområdet og Japan. Vi ser imidlertid tegn til at finanspolitikken kommer på banen igjen i OECD-området, etter en årrekke med fokus på innstramming i kjølvannet av finanskrisen. Særlig i Europa

Figur 1.3. Internasjonale pengemarkedsrenter, 1 mnd



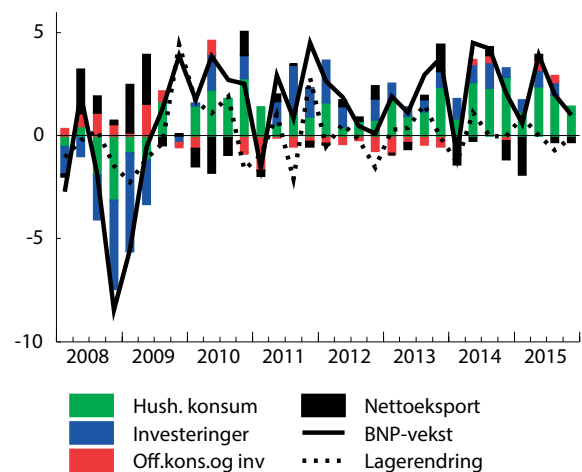
Kilde: Macrobond

Figur 1.4. Oljepris, Brent blend



Kilde: Macrobond

Figur 1.5. USA. Bidrag til BNP-vekst



Kilde: Macrobond

Tabell 1.1. Makroøkonomiske anslag fra IMF og Statistisk sentralbyrå (SSB). Årlig endring i prosent

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

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

Kilde: Statistisk sentralbyrå.

har finanspolitikken blitt mindre kontraktiv den siste tiden, men også i USA har det vært noe vekst i offentlige utgifter det siste året etter fire år med store nedskjæringer. Vi venter at denne tendensen vil fortsette, uten at den blir sterk nok til å gi etterspørselen et skikkelig løft, men slik at den likevel vil bidra noe til at konjunktorene etter hvert peker oppover igjen i OECD-området.

Samlet nærmer Norges handelspartnere seg en meget forsiktig konjunkturoppgang, med en underliggende vekst nær det vi vurderer som trendvekst og utsikter til noe høyere vekst. Oppgangen blir imidlertid ikke sterkere enn at den internasjonale lavkonjunktoren vil vare fram mot slutten av prognoseperioden. Det er særlig framvoksende økonomier som trekker veksten ned. Vi ser med dette for oss et noe svakere konjunkturforløp internasjonalt enn prognosene til for eksempel IMF og Consensus forecasts. Vi anslår at trendveksten har blitt lavere enn før, slik at en konjunkturoppgang nå

inntreffer ved lavere vekstrater enn tidligere. I OECD-området må den lavere trendveksten ses i sammenheng med høy gjeld både i husholdninger og offentlig sektor. Mange råvareproduserende land, som Brasil, Russland og en rekke oljeproduserende land i Midtøsten og andre steder må gjennom en omstilling av økonomien til lavere priser enn de har vært vant til. I Kina, der svært høy investeringsvekst i lang tid har vært den dominerende drivkraften, venter vi at veksten vil avta til 5 prosent i 2019, som en følge av omstilling til en mer konsumdrevet økonomi. Den kinesiske økonomien er blitt så stor at den likefullt vil fortsette å være en av de viktigste drivkreftene i verdensøkonomien framover.

1.1. Amerikansk økonomi

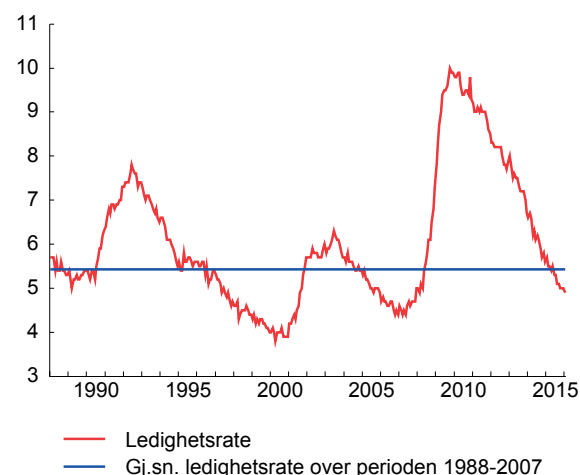
I USA avtok BNP-veksten klart mot slutten av fjoråret. I 4. kvartal var veksten på bare 1,0 prosent sesongjustert og målt som årlig rate, i kontrast til de drøye 2 prosentene veksten har beveget seg rundt i perioden etter

finanskrisen. Det er fortsatt først og fremst husholdningenes etterspørsel som sørger for den økonomiske veksten. Eksporten falt med 2,7 prosent. Det må ses i lys av den kraftige dollarstyrkingen de siste par årene. Noe overraskende har imidlertid importveksten avtatt klart gjennom 2015, og i 4. kvartal falt importen med 0,6 prosent. Sterk dollar og svak internasjonal etterspørsel vil trolig dempe eksporten enda en stund framover, mens importveksten ventes å ta seg opp. Lav oljepris bidrar til å stimulere husholdningenes etterspørsel, men har også ført til en kraftig nedgang i investeringene i oljesektoren, med ringvirkninger særlig til leverandørnæringene. Oljeproduksjonen har foreløpig holdt seg på et svært høyt nivå, selv om den har kommet litt ned siden toppen i fjor vår. Mange oljeselskaper sliter dessuten med høy gjeld, og misligholdet har økt betydelig. Det kan komme til å dempe det ventede oppsvinget i næringen når oljeprisen fortsetter å ta seg litt opp. Næringsinvesteringene falt på bred basis i 4. kvartal i fjor. Vi venter at den svært lave veksten i 4. kvartal i fjor var midlertidig. Husholdningenes etterspørselsvekst virker relativt robust. Fortsatt lave renter og noe mer stimulanser fra finanspolitikken ventes dessuten å bidra til at den økonomiske veksten tar seg opp langsomt framover med vekstrater økende fra 1,9 prosent som årsgjennomsnitt for 2016 til 2,7 prosent i 2019.

Husholdningenes etterspørsel har vært gjennomgående høy de siste to årene, med vekstrater stort sett rundt 3 prosent. Fallende arbeidsledighet og stigende aksjekurser og boligpriser har bidratt til dette. Dessuten var bensinprisene i mars i år mer enn halvert sammenliknet med sommeren 2014, noe som sammen med fall i andre råvarepriser samt styrkingen av dollar har bidratt til å øke husholdningenes kjøpekraft betydelig. Dette venter vi vil reverseres noe fra neste år når oljeprisen gradvis begynner å øke. Gjeldsbelastningen har fortsatt å falle, først og fremst som en følge av at veksten i husholdningenes disponible realinntekt har økt markert, til rundt 4 prosent de siste to årene. Effekten på konsum og gjeldsbetjeningsevne dempes av at inntektsveksten i betydelig grad har tilfalt høyinntektsgrupper med relativt lav marginal konsumtilbøyelighet. I 4. kvartal i fjor avtok veksten i husholdningenes konsum til 2,2 prosent. Veksten er fortsatt bredt basert, med god vekst både i varige og ikke-varige konsumvarer så vel som i tjenester. Omsetningen i detaljhandelen har begynt å vokse igjen siden slutten av fjoråret, etter en vekstpause i fjor høst, noe som styrker antakelsen om at avmatningen i 4. kvartal var kortvarig. Arbeidsledigheten har dessuten fortsatt å falle. Rentene har imidlertid økt litt og kan sammen med noe høyere bensinpriser framover bidra til å dempe etterspørselen noe også den nærmeste tiden.

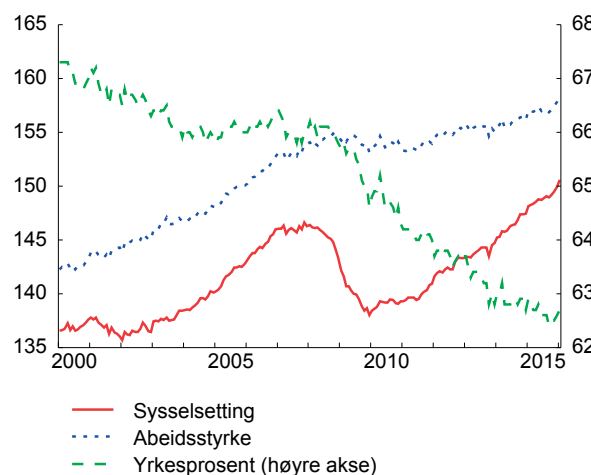
Den amerikanske dollaren har styrket seg med drøye 20 prosent handelsvekt siden sommeren 2014. Det har sammen med svakere internasjonal etterspørsel bidratt til å dempe eksporten, som ved inngangen til 2016 fortsatt var på om lag samme nivå som ett og et halvt år

Figur 1.6. USA. Arbeidsledighet



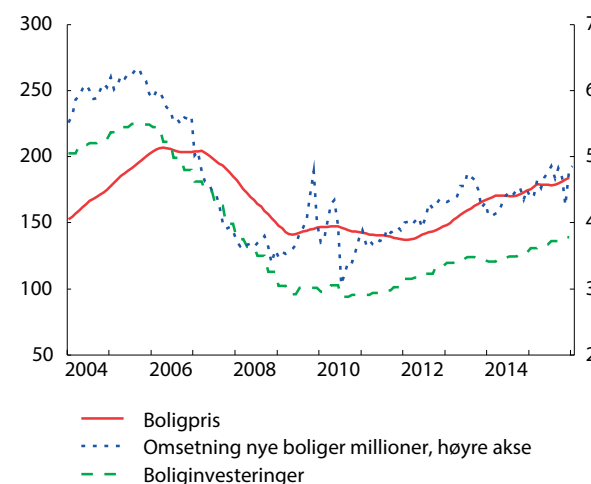
Kilde: Macrobond

Figur 1.7. USA. Arbeidsmarkedet



Kilde: Macrobond

Figur 1.8. USA. Boligmarkedet



Kilde: Macrobond

tidligere. Det er imidlertid ikke bare eksportnæringene som sliter. Samlet industriproduksjon har falt med et par prosent i den samme perioden. I oljenæringen har investeringene falt og leteaktiviteten er kraftig redusert. Ny utvinningsteknologi stimulert av rekordhøye oljepriser etter finanskrisen, sørget for en nær doubling av amerikansk oljeproduksjon fra 2010 til første halvår 2015, da den nådde et historisk toppnivå. Siden stoppet veksten opp, men produksjonen har hittil ikke sunket mer enn noen få prosent. Produksjonskostnadene har falt klart, og for de aller fleste er det lønnsomt å produsere til dagens oljepris. En kan imidlertid forvente at produksjonen vil avta i år, før den vil vokse igjen etter hvert som oljeprisen forventes å øke utover i prognoseperioden, dog med betydelig lavere vekst enn vi har sett de senere årene. Samlet falt næringsinvesteringene med 2,5 prosent. Nedgangen fortsatte for næringsbygg, som har falt så å si sammenhengende i to år. Boliginvesteringene derimot, økte for syvende kvartal på rad, med 8,1 prosent. Boligprisene har steget igjen etter en vekstpause sist sommer, og var i desember knappe 6 prosent høyere enn ett år tidligere. De var dermed 30 prosent over bunnen i 2012, men fortsatt 10 prosent under toppen før boligkrakket i 2007.

Inflasjonen har ligget rundt null det siste året. Det skyldes hovedsakelig prisnedgangen på råvarer, men også lavere importpriser som følge av dollarstyrkingen. Utenom energi- og matvarer har inflasjonen vært relativt stabil i underkant av sentralbankens mål på 2 prosent de siste 3-4 årene.

Arbeidsledigheten fortsatte å falle gjennom 2015 og inn i 2016, og var i januar på 4,9 prosent. Dermed er ledigheten mer enn halvert siden toppen i 2009, og godt under gjennomsnittet på 5,4 prosent over de siste 20 årene før finanskrisen. Både sysselsetting og arbeidsstyrke har hatt en sterk utvikling de siste månedene. Også yrkesdeltakelsen har økt noe i denne perioden, til 62,7 prosent, men det er fortsatt langt igjen til normalnivået på rundt 66-67 prosent fra 1990 og fram til finanskrisen.

Med klar bedring i arbeidsmarkedet og kjerneinflasjon nær målet, mente den amerikanske sentralbanken (Fed) i desember at tiden var inne for å begynne å sette opp styringsrenta. Det var første endring av styringsrenta siden den ble satt ned til 0,25 prosent i desember 2008, og første gang den ble økt siden sommeren 2004. Pengepolitikken var allerede strammet kraftig inn gjennom avviklingen av kvantitative lettelsers og den kraftige dollarstyrkingen. Siden har det kommet inn en del informasjon som tyder på at renteøkningen kom for tidlig. BNP-veksten var svakere enn ventet på slutten av fjoråret, og eksporten falt klart som følge av dollarstyrkingen og stagnerende etterspørsel blant annet fra Kina. Oljeprisen falt ytterligere og rammet oljeprodusenter og relaterte næringer, i tillegg til å dempe inflasjonen ytterligere. Aksjemarkedet har dessuten falt med 20 prosent siden slutten av desember. På bakgrunn av dette signaliserte Fed allerede i februar at den

vil avvente nye renteøkninger inntil videre. Tre måneders pengemarkedsrente var i begynnelsen av mars økt til om lag 0,6 prosent. Implisitte terminrenter basert på såkalte swap-renter indikerer imidlertid at renteforventningene har *falt* markert på 1-10 års sikt etter renteøkningen, slik at pengemarkedsrenta nå ventes å bare ville øke meget forsiktig framover til 1,5 prosent om fire år. Vi legger til grunn at dollaren vil holde seg rundt dagens kurs på 1,1 dollar for en euro gjennom prognoseperioden. Offentlige utgifter økte for første gang på fem år i 2015. Det betyr at finanspolitikken er i ferd med å bli mindre kontraktiv. Dersom oppgangen lar vente på seg, kan det komme sterkere impulser fra finanspolitikken framover.

1.2. Europa

Gjeninnhenting i euroområdet går langsomt. Veksten falt gjennom fjoråret fra 2,3 prosent i 1. kvartal til 1,3 prosent i 4. kvartal, sesongjustert og målt som årlig rate. Euroområdets BNP er fortsatt under sitt toppnivå fra tidlig i 2008, like før finanskrisen. Den svake utviklingen kommer til tross for flere forhold som isolert sett virker stimulerende. Svært lave olje- og energipriser har bidratt til å øke husholdningenes disponible realinntekt og skapt bedre rammebetingelser for næringslivet. I tillegg har den europeiske sentralbanken siden mars i fjor kjøpt store mengder verdipapirer, hovedsakelig statsobligasjoner, finansiert ved å trykke penger. Kombinert med negative renter på bankenes innskudd i sentralbanken, har dette dessuten bidratt til å svekke euroen.

Når veksten likevel er svak, skyldes det flere omstendigheter. Viljen og evnen til å ta opp lån og investere er svak på grunn av dårlige framtidsutsikter og mye gjeld. Effekten av kvantitative lettelsers og negative renter har i stor grad vært å holde liv i ulønnsomme banker og foretak samt å bidra til bobletendenser både i verdipapir- og eiendomsmarkeder. Til tross for at pengepolitikken ikke har lyktes i å stimulere innenlandsk etterspørsel har myndighetene i mange land i liten grad kompensert ved å øke offentlig etterspørsel.

En kort periode med ekspansiv finanspolitikk etter finanskrisen ble avløst av stagnerende og til dels fallende offentlig forbruk fra 2009. Siden 2013 har imidlertid finanspolitikken gradvis blitt noe mindre kontraktiv, særlig i Tyskland og Frankrike, det siste året også i Spania. For euroområdet sett under ett er imidlertid finanspolitikken langt unna å kompensere for sviktende privat etterspørsel. Med fortsatt stramme offentlige budsjetter og et relativt ensidig fokus på ekspansiv pengepolitikk i motkonjunkturpolitikken, ligger det an til fortsatt svak vekst i euroområdet i årene framover. Økt volatilitet i finansmarkedene og fallende aksjekurser kan bidra til å undergrave en allerede svak tillit blant konsumenter og i næringslivet, og således bidra til fortsatt høy sparing i husholdningene og investeringstørke hos bedriftene. Konjunkturedgangen i Kina og andre framvoksende økonomier, vil også kunne virke hemmende på utviklingen framover ved å ramme eksportindustrien. Industriproduksjonen har utviklet

seg svakt jevnt over. I både Tyskland og Frankrike har imidlertid detaljhandelen vokst klart gjennom det siste året, mens den har stagnert i Italia etter et gryende oppsving på begynnelsen av fjoråret. Stemningsindikatorer for husholdninger og næringsliv i en rekke land har falt de siste månedene, riktignok fra høye nivåer.

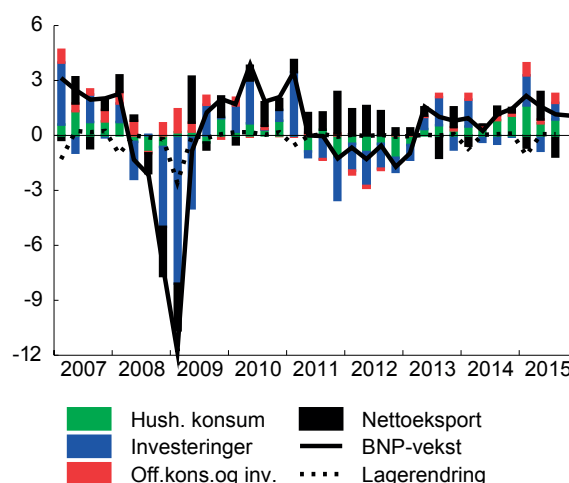
Med dette som bakteppe ser vi for oss et svakt konjunkturforløp framover med vekstrater som gradvis tar seg opp til 1,7 prosent i 2019. Det innebærer at euroøkonomien da fortsatt befinner seg i en lavkonjunktur. Rentene vil som følge av dette forbli svært lave. Vi anslår tremåneders pengemarkedsrente til -0,3 prosent som gjennomsnitt for inneværende år, etter hvert gradvis økende til 0,4 prosent i 2019.

Fallet på de europeiske børsene siden slutten av fjoråret har flere årsaker. Frykt for en hard landing i Kina og svekkelsen av den kinesiske valutaen yuan utløste nedgangen tidlig i desember. Siden har problemer relatert til det europeiske bankvesenet og svak utvikling i flere framvoksende økonomier bidratt til å forsterke utviklingen, sistnevnte ikke minst som følge av råvareprisfallet. Siden starten av 2016 har fallet i verdipapirmarkedet vært spesielt stort innenfor banksektoren, en utvikling som må sees i lys av innføringen av et nytt bankoppløsningsregime, der kreditorene i langt større grad enn tidligere står ansvarlige for bankenes gjeld. I mange land sliter bankene dessuten med høyt mislighold, spesielt i Italia. I første del av februar smittet nedgangen i bankaksjer over i en renteoppgang på statslån til land med stor statsgjeld. Det må ses i sammenheng med at mange banker i kjølvannet av finanskrisen ble reddet ved en overføring av gjeld til offentlig sektor. Med det nye regelverket skal dette være et mindre problem enn tidligere, og med unntak av Hellas og Portugal var utslagene heller ikke store og rentene har siden kommet ned igjen.

Vi regner med at den europeiske sentralbanken (ESB) vil redusere innskuddsrenta ytterligere framover, fra dagens nivå på -0,3 prosent. Det er også godt mulig at vi får en ytterligere opptrapping av de kvantitative lettelsene. Dette kan i så fall skje både i form av et høyere månedlig oppkjøpsbeløp, en ytterligere utsettelse av tidspunktet for når lettelsene er signalisert å skulle avsluttes og en eventuell utvidelse av hvilke verdipapirer som kvalifiserer til å kunne inngå i ESBs oppkjøpsprogram. Det er i dag hovedsakelig statsobligasjoner og gjeld med svært høy sikkerhet. Inflasjonen har beveget seg rundt null det siste året og var i februar -0,2 prosent målt fra samme måned året før. Markedet for inflasjonsforsikring indikerer at inflasjonsforventningene har falt godt under sentralbankens mål på nær, men i underkant av, 2 prosent.

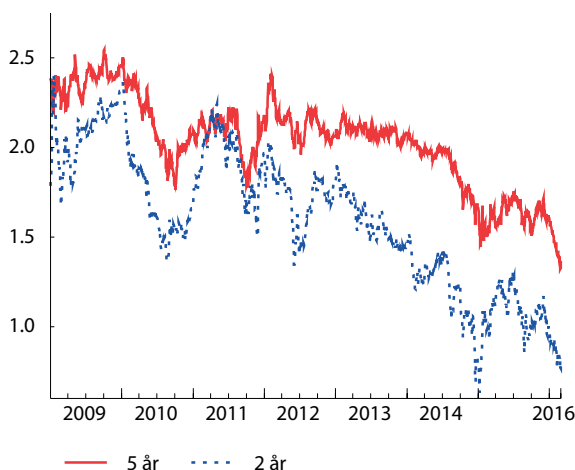
Den samlede veksten i euroområdet var på 1,3 prosent i 4. kvartal, regnet som årlig rate, men det var store forskjeller mellom landene. Den spanske økonomien vokste med hele 3,2 prosent, mens gresk BNP fortsatte å falle. Euroområdets største økonomi, Tyskland, vokste

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



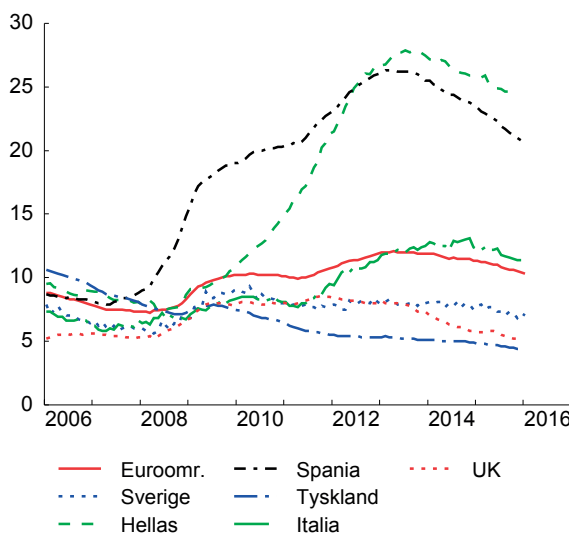
Kilde: Macrobond

Figur 1.10. Euroområdet. Inflasjonsforventninger. Euro inflasjonsswap



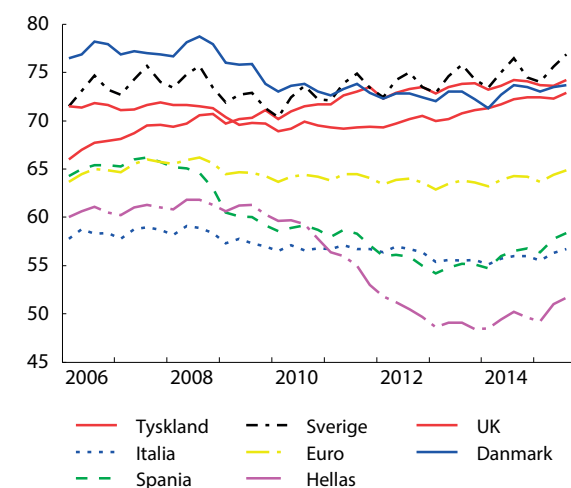
Kilde: Macrobond

Figur 1.11. Euroområdet: Arbeidsledighet i utvalgte land



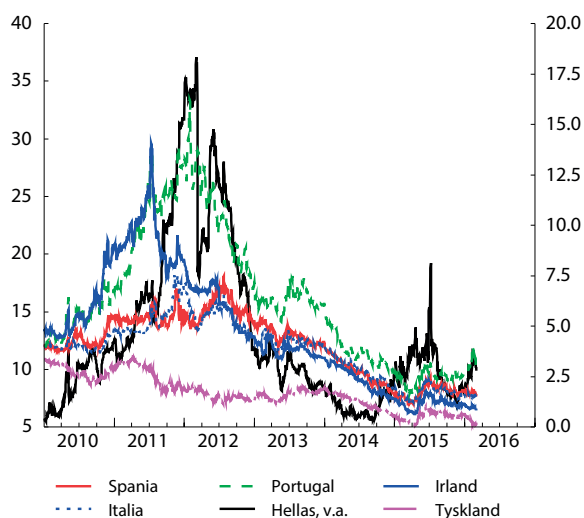
Kilde: Macrobond

Figur 1.12. Euroområdet. Sysselsettingsandeler i utvalgte land



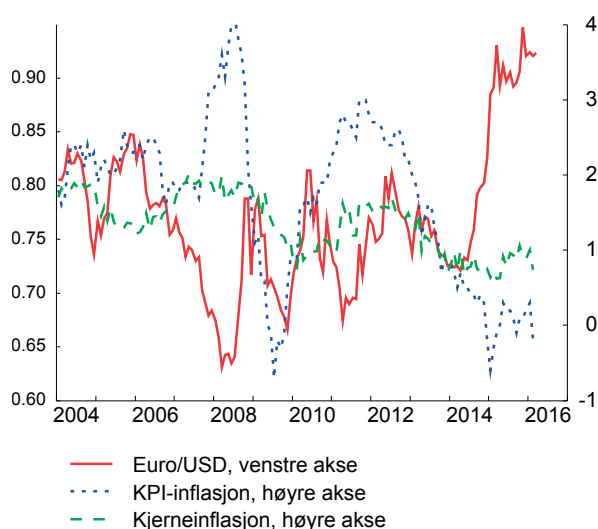
Kilde: Macrobond

Figur 1.13. 10-års statsobligasjonsrenter i utvalgte europeiske land



Kilde: Macrobond

Figur 1.14. Euroområdet. Inflasjon og valutakurs



Kilde: Macrobond

med 1,1 prosent i 4. kvartal i fjor. Veksten kom hovedsakelig som følge av høy vekst i offentlig etterspørsel og næringsinvesteringer. Utenrikshandelens bidrag var negativ som følge av fallende eksport. Foruten svakere etterspørselsimpulser fra Kina kan dette ha tilknytning til utslippsskandalen i VW konsernet sist høst, ettersom bileksporten falt mye gjennom kvartalet. Det offentlige konsumet har helt siden finanskrisen gitt vesentlige bidrag til det tyske vekstforløpet, særlig de siste to årene da veksten har tiltatt til drøye to prosent. I 4. kvartal var veksten i offentlige utgifter på hele 4 prosent. Det må ses i lys av den sterke tilstrømmingen av flyktninger i siste del av 2015.

Tall for Frankrike viser at veksten der tok seg opp til 1,4 prosent i 4. kvartal, drevet av næringsinvesteringer og offentlig konsum. Eksporten vokste klart med 4,2 prosent, men en importvekst på hele 10,5 prosent sørget for et negativt vekstbidrag fra utenrikshandelen. Husholdningenes konsum falt med 0,7 prosent, og fortsetter med det den svake utviklingen etter et midlertidig oppsving høsten 2014 til og med 1. kvartal i fjor. Etter en lang periode med investeringstørke og implementering av en rekke reformer myntet på å stimulere investeringene i det franske næringslivet, økte næringsinvesteringene med 2,7 prosent i 4. kvartal. Det gjenstår å se om dette er begynnelsen på et omslag som kan føre til et konjunkturomslag i fransk økonomi, slik at ledigheten, som i desember steg ytterligere til 10,2 prosent, kan reduseres.

I italiensk økonomi avtok den økonomiske veksten gjennom fjoråret, fra 1,7 prosent i 1. kvartal til 0,4 prosent i 4. kvartal. Til tross for den svake veksten var imidlertid oppgangen i 4. kvartal bredt basert, med positive bidrag fra offentlig og privat konsum så vel som utenrikshandelen og investeringene. Den svake utviklingen har medført at den gryende nedgangen i arbeidsledigheten stoppet opp rundt 11,5 prosent i fjor sommer. I Spania har BNP vokst sammenhengende i ti kvartaler på rad, og i 2015 var årsveksten på over 3 prosent i hvert eneste kvartal. Veksten i spansk økonomi har lenge vært bredt anlagt med vesentlige bidrag fra omtrent samtlige underkomponenter. I 2015 snudde også finanspolitikken med en årsvekst på 2,7 prosent i offentlige utgifter sammenliknet med året før, etter en lang periode med kraftig innstramning i årene etter finanskrisen. Til tross for et markert oppsving som har pågått i 2 år er den spanske økonomien fortsatt i en dyp lavkonjunktur. Selv etter et betydelig fall var arbeidsledigheten fortsatt på hele 20,8 prosent i desember i fjor, mens inflasjonen har vært negativ det siste halvannet året. I januar var tolv månedersveksten i KPI på -0,4 prosent.

Utenfor euroområdet fortsetter den positive utviklingen i mange av landene i Øst-Europa. I både Polen og Ungarn har veksten vært høy i lengre tid. I Storbritannia har veksten vært relativt høy de siste tre årene, selv om årsveksten avtok til 2,2 prosent i 2015 fra 2,9 prosent året før. Veksten har lenge vært bredt basert,

men de to siste kvartalene har det vært en liten nedgang både i næringsinvesteringer og eksport. Den svake eksportutviklingen kan ses i lys av en handelsvektet styrking av britiske pund på 15 prosent fra sommeren 2013 til slutten av 2015. Siden årsskiftet har imidlertid pundet svekket seg med nesten 10 prosent, blant annet som følge av usikkerhet knyttet til utfallet av den kommende folkeavstemningen om fortsatt britisk EU medlemskap. Denne depresieringen kan bidra til ny vekst i eksporten framover. Også i Storbritannia har inflasjonen vært nær null det siste året. Med utsikter til moderat lønnsvekst og fortsatt lave oljepriser, vil inflasjonen trolig holde seg lav den nærmeste tiden framover, selv om svekkelsen av pundet vil kunne moderere dette noe. Arbeidsledigheten har dessuten fortsatt å falle, og med en ledighetsrate som i desember ble registrert til 5,1 prosent, er det trolig kun et tidsspørsmål før dette vil kunne gi seg utslag i høyere lønnsvekst. Når effekten av oljeprisnedgangen gradvis reverseres, vil inflasjonen ta seg noe opp. Vi ser likevel ikke for oss at den engelske sentralbanken vil sette opp styringsrenta før i 2017.

Den svenske oppturen fortsatte i 4. kvartal, med en BNP-vekst på hele 5,2 prosent, sesongjustert og regnet som årlig rate. Veksten har tiltatt helt siden oppsvinget startet i 2013. Med få unntak har veksten dessuten vært bredt basert. Dette var også tilfelle i 4. kvartal da det var sterk oppgang i samtlige av BNPs hovedkomponenter på etterspørselssiden. Eksporten steg med hele 11,9 prosent, stimulert av at den svenske krona har svekket seg med rundt 5 prosent siden i fjor vår. Veksten i det offentlige konsumet var også høy på slutten av fjoråret, noe som delvis kan tilskrives det store antallet asylsøkere som kom til landet på høstparten. Arbeidsledigheten har fortsatt å falle, men var i januar i år fremdeles så høy som 7 prosent. Samtidig har boligprisveksten tiltatt, og med en tolv månedersvekst på 12 prosent på slutten av fjoråret var prisene 25 prosent høyere enn tre år tidligere. Sveriges Riksbank valgte likevel å kutte styringsrenta med nye 0,15 prosentpoeng i februar i år, slik at denne nå ligger på -0,5 prosent, og å videreføre sitt program for oppkjøp av statsobligasjoner. Dette ble særlig begrunnet med et ønske om å hindre en svekkelse av tilliten til inflasjonsmålet, men må også ses i lys av den høye ledigheten. I Sverige har inflasjonen ligget nær null de tre siste årene. Med svake internasjonale konjunkturutsikter tror vi ikke at veksten er opprettholdbar på de høye nivåene vi har sett i Sverige de siste årene. Vi venter derfor at veksten vil avta ned mot 2,5 prosent i løpet av 2016. Det gir likevel en årsvekst på 3,5 prosent. Deretter venter vi årsvekstrater noe i overkant av 2,5 prosent resten av prognoseperioden.

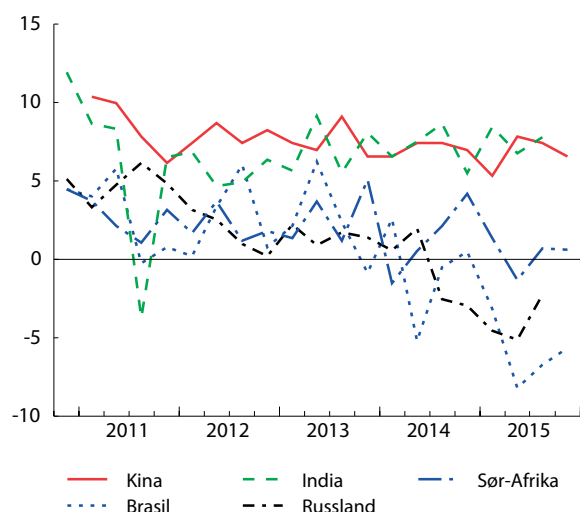
I Danmark tok den danske økonomien til å vokse igjen i 4. kvartal med 1 prosent som årlig rate, etter å ha falt med 2,1 prosent i 3. kvartal. Veksten kom som følge av økt etterspørsel fra husholdningene og en oppgang i næringsinvesteringene. Investeringsveksten som var på 3,6 prosent i 4. kvartal, kom imidlertid i kjølvannet av en nedgang på 5 prosent kvartalet før, og samlet

sett har investeringene så vidt økt siden høsten 2014. Eksporten har falt med nærmere 4 prosent siden 1. kvartal 2015. Offentlig konsum og investeringer har knapt økt siden 2009, og førstnevnte størrelse har falt sammenhengende de siste tre kvartalene. Husholdningenes etterspørsel har dermed vært den eneste driveren i dansk økonomi det siste året. Til tross for den svake utviklingen i dansk økonomi har arbeidsledigheten falt til 6,2 prosent på slutten av fjoråret, ned fra en topp på 8,1 prosent i 2012. Det siste året har nedgangen dessuten kommet samtidig med en økning i sysselsettingsraten på nesten 2 prosentpoeng. Med litt drahjelp fra en moderat internasjonal oppgangskonjunktur ser vi derfor for oss at veksten i Danmark vil kunne ta seg noe opp framover.

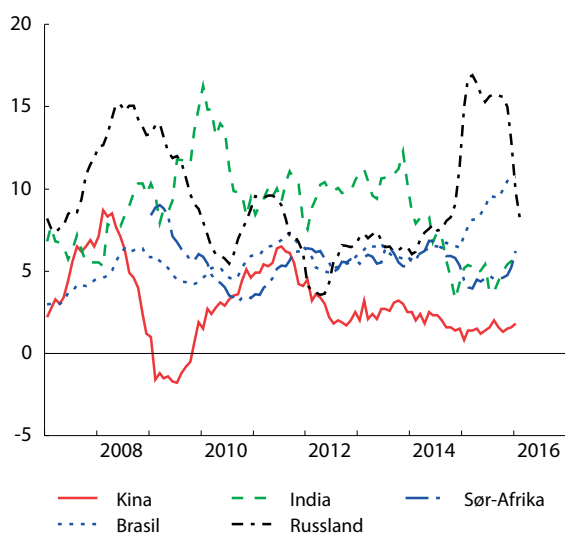
1.3. Framvoksende økonomier

Den økonomiske veksten i Kina ble i fjorårets 4. kvartal rapportert å være 6,6 prosent, sesongjustert og målt som årlig rate. Sammenlikner vi med samme kvartal året før var veksten på 6,9 prosent. Utviklingen ser dermed ut til å være overens med myndighetenes mål for veksten på mellom 6,5 og 7 prosent. Veksten er likevel den svakeste som er registrert på over 25 år og skyldes i stor grad den pågående omstillingen fra en i stor grad investeringsdrevet økonomi mot en mer konsumdrevet økonomi. Sterk vekst i varehandelen fra lave nivåer klarer for tiden ikke å demme opp for den lave veksten i andre deler av økonomien. Dette er en utvikling som Kinas handelspartnere i det siste også har merket godt via et fall i etterspørselen rettet mot deres produkter. De svakere utsiktene for Kinas økonomi og frykt for en markert ytterligere devaluering av den kinesiske valutaen, har siden sommeren også ført til kapitalflukt og store bevegelser på de kinesiske børsene. Til tross for en rekke intervensjoner fra myndighetens side, rettet både mot direkte å understøtte aksjemarkedet og å bremse kapitalbevegelsene, har den kinesiske børsene falt med i overkant av 40 prosent siden tidlig i fjor sommer. Urolighetene har i det siste også manifestert seg i en rekke kinesiske aktivitetsindikatorer, som har falt til nivåer vi må tilbake til 2008-2009 for å finne. Dette gjelder først og fremst innkjøpssjefsindeksene for industrien og tjenestektoren, der førstnevnte indeks falt for syvende måned på rad i januar og nådde samtidig en foreløpig bunn på 49, som er under det nivået som representerer skillelinjen mellom henholdsvis økonomisk ekspansjon og kontraksjon. Også den privatfinansierte innkjøpssjefsindeksen Caixin var svak i februar, der særlig nedbemanning trakk ned. Regjeringen har nå varslet en rekke arbeidsmarkedstiltak.

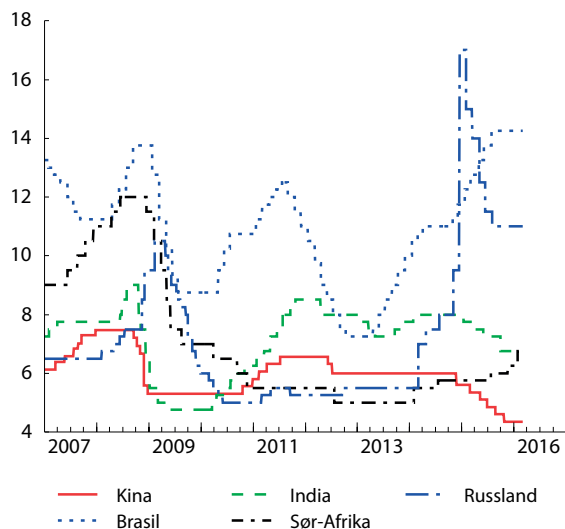
Gjennomsnittlige priser på nye leiligheter i Kinas 70 største byer er nå på vei opp igjen etter å ha falt en periode. I januar fortsatte den positive utviklingen, slik at prisene målt fra samme måned året før, nå har vokst i fire måneder på rad. For å stimulere markedet ytterligere har myndighetene varslet et kutt i egenkapitalkravet for førstehjemkjøpere til 20 prosent av kjøpesummen. Sentralbanken har dessuten nylig også besluttet å stimulere til økt utlånsvirksomhet ved å

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

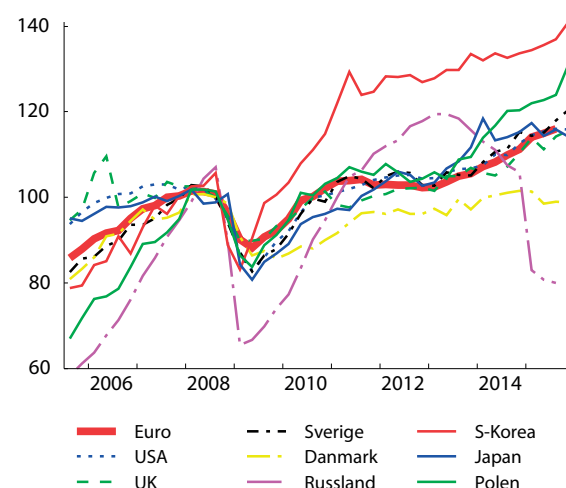
Kilde: Macrobond

Figur 1.16. **Framvoksende økonomier. Inflasjon**

Kilde: Macrobond

Figur 1.17. **Framvoksende økonomier. Styringsrenter**

Kilde: Macrobond

Figur 1.18. **Import Norges handelspartnere. Sesongjustert 2008=100**

Kilde: Macrobond

senke bankenes reservekrav. Inflasjonen ligger fortsatt i underkant av 2 prosent, mens myndighetenes offisielle mål for pengepolitikken er 3 prosent. Den senere tiden er det særlig matprisene som trekker opp, mens energipriser, og da særlig oljeprisen, trekker inflasjonen ned.

I den raskest voksende av BRICS-økonomiene, India, har den positive utviklingen fortsatt. I 3. kvartal 2015 var veksten på 7,3 prosent målt fra samme kvartal året før. India har hatt store fordeler av de lave råvaremarkedsprisene, og da spesielt på olje, der India er en stor nettoimportør. Manglende investeringer i infrastruktur utgjør et betydelig problem for den indiske økonomien. Nylig annonserte imidlertid myndighetene omfattende investeringer i landets jernbanesystem, som ikke har blitt oppgradert nevneverdig siden kolonitiden. Mange banker er underkapitaliserte som følge av store mengder problemlån, noe som har gjort det vanskeligere for små og mellomstore bedrifter å få tilgang til lån. Det kan bidra til å dempe investeringsveksten framover. Sammen med lavere etterspørsel fra Kina peker dette mot at veksten vil avta noe også i India i tiden som kommer.

Blant de råvareeksporterende BRICS-landene fortsetter den svake økonomiske utviklingen i Russland. Fjorårets 3. kvartal var Russlands femte på rad med fallende BNP. Nedgangen på 2,3 prosent målt som årlig rate, var imidlertid betydelig mindre enn i de foregående kvartalene. Tre hovedgrunner ligger bak den svært svake økonomiske utviklingen. Økonomien påvirkes i stor grad direkte av vedvarende lave oljepriser, da oljeinntektene i stor grad går rett inn i offentlige budsjetter. Videre er landet fortsatt rammet av sanksjonene fra EU og USA, i kjølvannet av annekteringen av Krimhalvøya i Ukraina. Inflasjonen har falt noe, men er fortsatt høy. Den russiske sentralbanken har dessuten holdt styringsrenta fast på 11 prosent siden midten av fjoråret for å dempe inflasjonen og motvirke kapitalflukt. På siste rentemøte i slutten av januar antydte sentralbanken

Boks 1.1. Utviklingen i oljemarkedet

Oljeprisen var om lag 110 dollar fatet i gjennomsnitt i årene 2011-2013 og fram til sommeren 2014. Siden har oljeprisen falt markert og lå i begynnelsen av mars i underkant av 40 dollar fatet, etter å ha økt igjen den siste tiden.

Oljeprisen falt i 2014 som følge av økt produksjon i USA, Libya og til dels Irak, mens man forventet lavere vekst i etterspørselen spesielt utenfor OECD. På sitt minstermøte i november i 2014 vedtok OPEC ikke å redusere produksjonen på tross av oljeprisfallet slik mange forventet, og dette bidro til at oljeprisen falt ytterligere. OPEC har etter dette møtet til nå tvert i mot økt produksjonen med over 1 million fat daglig.

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

Råoljeproduksjonen utenfor OPEC forventes av IEA å falle med 0,6 millioner fat daglig i år på grunn av den lave oljeprisen, noe som er den største nedgangen siden 1992. Produksjonen forventes å øke noe blant annet i Brasil og Canada. I tillegg til en mindre reduksjon i Europa, forventes det en nedgang i produksjonen i USA på 0,6 millioner fat daglig, først og fremst produksjonen av lettolje fra tette bergarter. Dette står i sterk kontrast til 2014 da USA økte denne produksjonen med over 1,5 millioner fat per dag.

Det er ventet en viss økning i produksjonen av våtgass (Natural Gas Liquids) i OPEC i årene framover. Denne produksjonen er ikke omfattet av OPEC sitt kvotesystem. Dersom OPEC holder framtidig produksjon lik det gjennomsnittlige nivået over de siste tre månedene, vil de globale lagrene av råolje øke med 0,5 millioner fat i 2016. Dette vil isolert sett legge et press nedover på prisene, i tillegg til at de samlede kommersielle lagrene av råolje og produkter i OECD aldri har vært så høye som nå. De er på rundt 3 milliarder fat, om lag 10 prosent over gjennomsnittet for de siste fem årene.

IEA har i sin Medium-term Oil Market Report sett på utviklingen i etterspørsel og tilbud fram til og med 2019. Oljeetterspørselen er forventet å stige med 1,2 millioner fat per dag i året. Dette er lavere enn i årene før finanskrisen. Årsaken til at lavere oljepris ikke forventes å gi enda større økning i etterspørselen, er lavere vekst i flere land, mindre oljeintensiv etterspørsel i land som Kina, og bortfall av subsidier samt en svekkelse av valutaen i flere oljeimporterende land.

IEA forventer at oljeproduksjonen utenfor OPEC vil stige med 0,4 millioner fat per dag i året i perioden 2017-2019. Dette er atskillig mindre enn økningen i fjor da produksjonen steg med 1,3 millioner fat daglig. Dette vil føre til at residual etterspørselen som er rettet mot OPEC vil øke med om lag 0,8 millioner fat per dag i året fra 2017 til 2019. Dette gir rom for økt oljeproduksjon i OPEC.

Saudi-Arabia, Venezuela, Qatar og Russland ble nylig enige om å holde sin oljeproduksjon fast på nivået fra januar i år og signaliserte samtidig at det vil bli holdt et møte i slutten av mars der om lag tre fjerdedeler av verdens oljeprodusenter deltar, hvor en vil forsøke å få til en mer omfattende avtale om produksjonsbegrensninger. Iran har de siste årene eksportert om lag en million fat per dag mindre enn vanlig på grunn av boikotten fra Europa, USA og enkelte andre land. Forhandlingene mellom Iran på den ene siden og USA, Storbritannia, Tyskland, Frankrike, Kina og Russland på den andre, førte nylig fram til en avtale som blant annet innebærer lettelse for oljeeksporten fra og med i år. Økt oljeeksport fra Iran, og etter hvert økt produksjon i USA, ventes å dempe oljeprisoppgangen framover.

Dersom et samlet OPEC ikke øker produksjonen i nevneverdig grad i årene framover, vil man kunne få et visst press oppover på oljeprisen, spesielt fra og med 2017. Vi legger til grunn at oljeprisen vil øke fra om lag 35 dollar fatet i 1. kvartal til 48 dollar ved utgangen av 2017, og at realprisen deretter er uendret slik at oljeprisen så vidt passerer 50 dollar fatet i 2019.

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

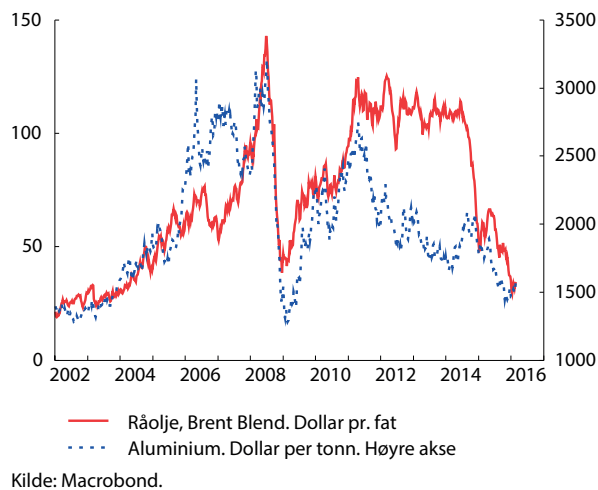
	2013	2014	Prognose		2015	2016	2017	2018	2019	Prognose			
	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Etterspørsel	91,9	92,8	94,5	95,7	93,5	93,9	95,4	95,1	94,7	95,1	96,4	96,5	
OECD ¹	46,0	45,7	46,2	46,2	46,4	45,3	46,7	46,3	46,4	45,4	46,4	46,5	
Europa	13,6	13,5	13,7	13,7	13,5	13,5	14,1	13,6	13,4	13,7	13,9	13,6	
Amerika	24,1	24,1	24,4	24,5	24,2	24,1	24,7	24,5	24,4	24,2	24,6	24,7	
Asia Oseania	8,3	8,1	8,1	8,1	8,7	7,6	7,8	8,3	8,6	7,6	7,8	8,3	
Tidligere Sovjetunionen	4,7	4,9	4,9	4,9	4,6	4,9	5,0	5,0	4,7	4,8	5,0	4,9	
Resten av verden	41,2	42,2	43,4	44,6	42,5	43,7	43,7	43,8	43,6	44,9	45,0	45,1	
Tilbud	91,4	93,7	96,3	96,2	95,1	96,3	97,0	96,9	96,0	96,0	96,3	96,5	
OPEC ²	37,5	37,5	38,7	39,2	37,7	38,8	39,1	39,1	39,1	39,1	39,2	39,3	
OECD	21	22,9	23,8	23,2	23,8	23,5	23,9	23,9	23,5	23,1	23,0	23,4	
Tidligere Sovjetunionen	13,9	13,9	14	13,9	14,0	14,0	13,9	13,9	14,0	13,9	13,9	13,8	
Resten av verden	18,9	19,5	19,8	19,9	19,6	20,0	20,1	20,0	19,4	19,9	20,2	20,0	
Lagerendring (og diverse)	-0,5	0,9	1,8	0,5	1,6	2,4	1,6	1,8	1,3	0,9	-0,1	0,0	
Etterspørsel rettet mot OPEC	38,0	36,5	36,9	38,6	36,1	36,4	37,5	37,2	37,8	38,1	39,3	39,3	
Gjennomsnittlig oljepris (Brent Blend)	108,5	98,5	52,2		53,8	61,8	49,8	43,2					

Kilde: IEA Oil Market Report Januar 2016 og SSB.

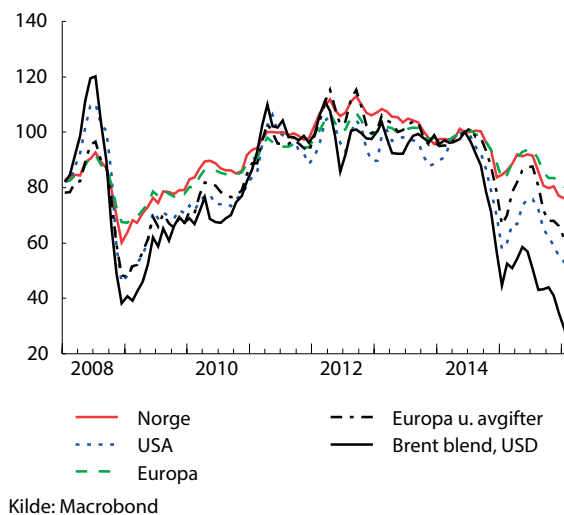
¹ Europa inkluderer nå Slovenia og Estland, Amerika inkluderer Chile i tillegg til USA, Canada og Mexico. Israel er nå en del av Asia Oseania.

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

Figur 1.19. Spotpris råolje og aluminium



Figur 1.20. Bensinpriser, lokal valuta, juni 2014=100



at den vil se an utviklingen enda en stund før det blir aktuelt med rentekutt.

Også i Brasil fortsetter den negative økonomiske utviklingen. Den oljeavhengige økonomien rammes hardt, og i 3. kvartal 2015 falt BNP for tredje kvartal på rad. Landet opplever fortsatt inflasjon opp mot 11 prosent, til tross for at sentralbanken har opprettholdt et rentenivå på 14,25 prosent siden i fjor sommer. Det er ventet at den siste tids utbrudd av Zika-viruset vil ramme turistnæringen og den økonomiske aktiviteten generelt. Økt etterspørsel i forbindelse med sommerens olympiske leker kan bidra til å motvirke den svake utviklingen.