

## UROENS TID - GLOBAL VEKSTMODELL I ENDRING

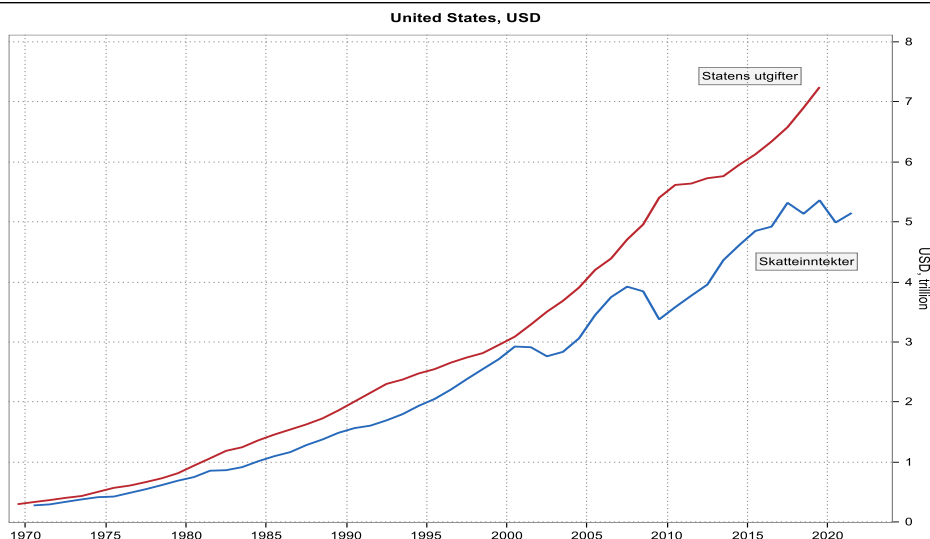
8. juni 2020

Økonomiene åpnes gradvis opp, og økonomisk aktivitet øker. New Zealand melder at de har nær eliminert viruset, og i UK vil puber åpne rundt 22 juni. I USA kom overraskende mange tilbake i arbeid i mai, noe som bidro til stor optimisme i finansmarkedene på fredag. Aksjemarkedet har nå snart hentet inn igjen det store fallet i mars. Optimismen i aksjemarkedet drives av ekstreme stimuleringstiltak, og med nær null renter er det få gode alternativer til aksjemarkedet for de som forvalter penger. OPEC+ ble enige om å redusere oljeproduksjonen videre, noe som har løftet oljeprisen til USD 43.

Koronakrisen har akselerert en utvikling preget av de-globalisering, økende geopolitiske spenninger mellom stormakter, og indre politisk polarisering. Den verdensorden vi har vært del av siden andre verdenskrig er i endring, og USAs verdenshegemoni er svekket. Gjelden har økt til faretruende høye nivå i mange land. Produktivitetsveksten er svak i USA og Europa, med svekket konkurranse- og innovasjonskraft. Handlingsrommet for å stimulere økonomien med tradisjonelle virkemidler er snart uttømt. Enorme krisepakker finansieres ved at sentralbankene trykker penger for å kjøpe opp den økte statsgjelden. Lave renter øker aksje og boligverdier og skaper store økonomiske ulikheter, som igjen skaper politisk polarisering. Som jeg har beskrevet i flere år, så står vi foran en periode med økende konfliktnivå, både politisk, nasjonalt, globalt.

Norge, som en liten åpen økonomi, har tjent utrolig godt på stabile internasjonale rammeverk og økende globalisering. Vi vet ikke hva som vil skje fremover. I møte med så stor usikkerhet bør norsk økonomi gjøres mer robust og «antifragile» for å låne et begrep fra Nassim Taleb. Det handler om å ta hjem noe av den produksjon vi har flyttet ut, bygge opp sterkere økosystemer for innovasjon, eksport, bedre konkurransekraften, og redusere statens utgifter for å balansere statsfinansene. I 1998 gikk hedgefondet Long Term Capital Management, med 2 nobelprisvinnere i ledelsen, konkurs fordi de hadde for kort historikk i sine modeller. Dermed tok de ikke høyde for dramatiske hendelser, som riktignok skjer svært sjelden og dermed er lite sannsynlig. Men, når de først skjer så får de dramatiske effekter. Det har vært et økende antall dramatiske og helt utenkelige hendelser de siste årene. Vi må derfor tørre å se enda litt lenger tilbake i historien, og lære av den. Jeg vil i denne rapporten se tilbake på hvordan stormakter historisk har vokst frem og hva som karakteriserer deres vekst og fall. God lesing 😊

## USA: økende underskudd på statsbudsjettet, gjelden øker kraftig



Elisabeth Holvik  
Sjeføkonom  
SpareBank 1 Gruppen

+47 95 12 64 61

[elisabeth.holvik@sparebank1.no](mailto:elisabeth.holvik@sparebank1.no)

[www.sparebank1.no](http://www.sparebank1.no)

## Sterk jobbvekst i USA løfter stemningen

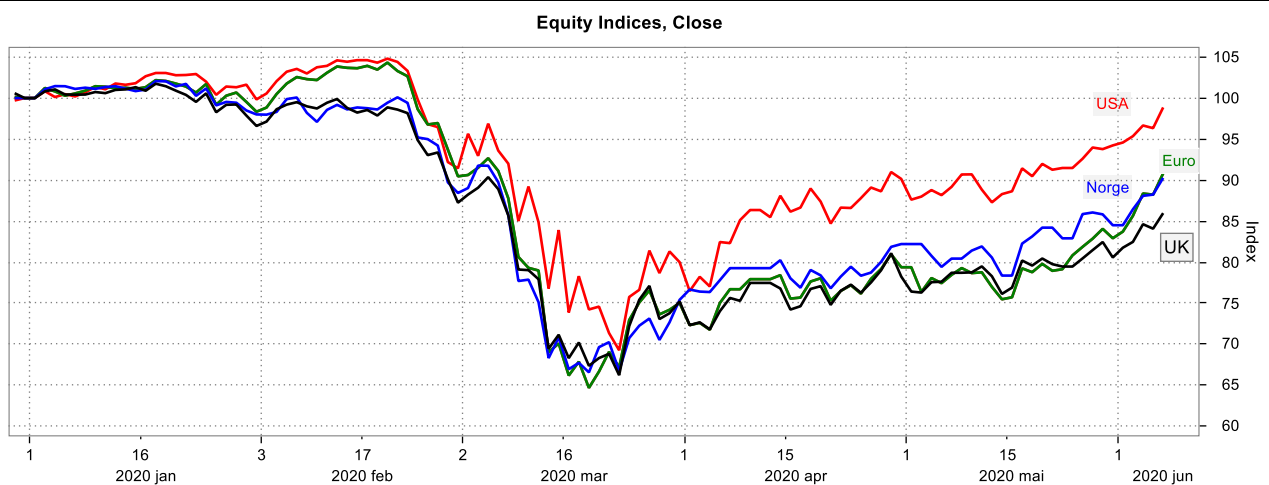
En gradvis åpning av økonomien i USA bidro til at 2,5 million mennesker ble ansatt i mai, og arbeidsledigheten falt til 13,3%, ned fra det rekordhøye nivået på 14,7% i april. Det ble ansatt flere i både industri, handel, utdanning, helse og bygg- og anleggsbransjen, mens antall offentlig ansatt ble redusert med hele 595 000 personer. Det ser dermed ut til at den amerikanske økonomi er på vei mot en raskere normalisering enn fryktet. Krisepakken på nesten USD 3 000 mrd som ble vedtatt i kongressen i mars har begynt å få effekt, både i form av direkte sjekker sendt til husholdningene, utvidet arbeidsledighetstrygd og lån til bedrifter. Sentralbanken har bidratt med kraftig stimulering i form av massiv tilførsel av likviditet og kjøp av ulike rentepapirer. Det forhandles om en ekstra krisepakke i USA til en verdi av mellom USD 1 000 – 3 000. Demokratene ønsker en stor pakke for å hjelpe kommuner og delstater, og til å utvide arbeidsledighetstrygden ut over det som lå i krisepakken fra mars, der ekstra ledighetstrygd vil bli avsluttet i løpet av juli.

S&P 500 har steget mer enn 40% fra bunnen i mars, og har nesten hentet inn fallet. Som figuren under viser, så er snart S&P 500 tilbake der den startet ved årets start. Aksjeindeksene i Norge og Euroområdet har steget noe mindre, og er ned 10% så langt i år, og i UK ned 14%. Det er i hovedsak to grunner til innhenting av aksjemarkedet. Det ene er at med rekordlave renter er det få alternativer til avkastning enn aksjemarkedet, populært kalt TINA effekten (There Is No Alternative) og det andre er at aksjemarkedet ser lenger frem i tid, og satser på nye vinnere. Noen bransjer og bedrifter har jo tjent stort på krisen, som strømnettjenester, netthandel, videoteknologi, helse og vaksineprodusenter mm. Renten på en amerikansk statsobligasjon med 10 års løpetid har steget til 0,9% etter at de nådde et bunnivå på 0,5% i mars. I Norge er tilsvarende rente steget til 0,7%, etter et bunnivå i mai på 0,3%.

ECB nesten doblet rammen for kjøp av rentepapirer i Pandemic Emergency Purchase Program (PEPP) til en ramme på EUR 1 350 mrd i forrige uke. Den store økningen i ramme betyr at sentralbanken kan kjøpe opp statslån som utstedes i forbindelse med de ulike eurolandenes krisepakker, og dermed holde lånerenten lav. Renten på 10 års statslån i Italia og Hellas har falt til under 1,5%, mens Spania og Portugal kan låne til 0,5%, og Tyskland til -0,3%.

Oljeprisen har steget på økt optimisme om økonomiens åpning, og på forventninger om ytterligere kutt fra OPEC+. OPEC+ hadde møte denne helgen og ble enige om å forlenge produksjonskutt, med 9,6 millioner fat pr dag i juli. Det er 100 000 fat mindre enn i juni siden Mexico vil avslutte sine kutt i juli. De land som ikke opprettholder sine kutt i mai og juni vil måtte kutte tilsvarende i perioden fra juli til september.

## Aksjemarkedet utvikling så langt i år



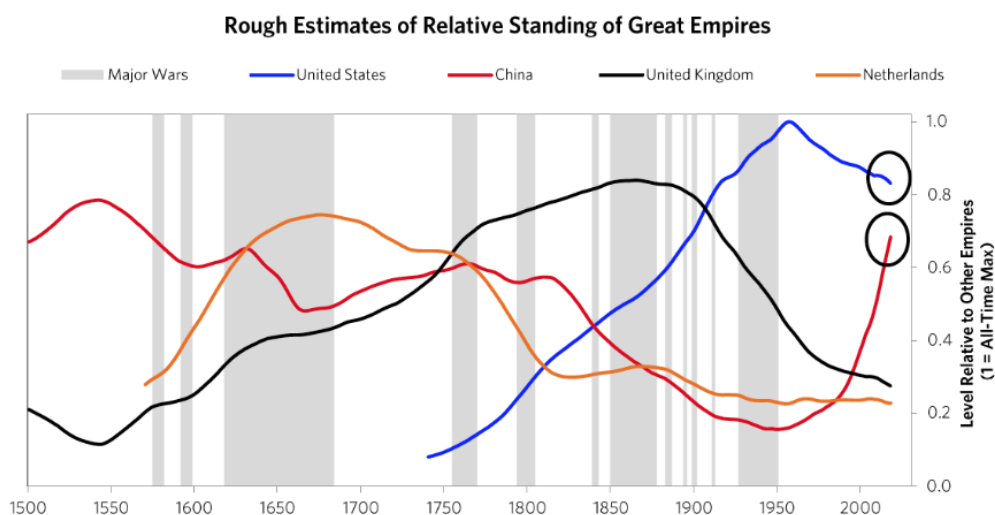
Kilde: SpareBank1, Macrobonds

## Økte geopolitiske spenninger – USAs makt forvitrer

Som jeg har skrevet om tidligere så står vi foran en historisk endring i geopolitisk makt. For å forstå de dramatiske hendelser vi ser i USA og Hong Kong, er det nyttig å løfte blikket og se på de lange trender for økonomien. På samme måte som vi mennesker har et typisk livsløp, så har og stormakter et typisk livsløp. Fra historien vet vi mye om hva som bidro til at stormakter oppsto, vokste, for så å miste hegemoniet. På 1500-tallet var Kina en stormakt i øst, mens Spania, med hjelp av gull og sølv fra Sør-Amerika, dominerte i vest. På 1600-tallet dominerte Nederland, før England tok over på 1800-tallet, og USA på 1900-tallet. Nå er Kina på vei opp, og utfordrer USAs verdenshegemoni. Med økt økonomisk og politisk tyngde, kan Kina i økende grad bestemme spilleregler, først i sine nærområder som i Sør-Kina-havet og i Hong Kong. Tilsvarende opplever USA indre uro i takt med svekket økonomi. USA har et økende underskudd på statsbudsjettet, og har underinvestert i kritisk infrastruktur over lang tid. Statsgjelden er over 100% av BNP. Koronakrisen rammer særlig de med svak økonomi i utgangspunktet, og håpløsheten mange av disse føler skaper grobunn for politisk konflikt. Som vi har advart om i mange år, må vi forberede oss på en stadig mer urolig verdensøkonomi, med økt spenninger mellom Kina og USA, noe som kan endre global samhandling, og vi må forvente økte politiske spenninger internt i både USA og i Europa.

Figuren under er hentet fra en analyse av dette temaet fra Ray Dalio, der han har laget en grov oversikt over livsløpet for stormakter fra 1500-tallet og frem til i dag. I den første perioden etter at en ny stormakt trer frem, så vil det være fred og fremgang, karakterisert ved økt handel og globalisering. Stormakten setter spilleregler for global handel, og har makt til å opprettholde ro og orden globalt. En stor marineflåte har vært nøkkel til å sikre ro for internasjonal handel, og en valuta som er godkjent som betalingsmiddel internasjonalt gjør handel globalt lettere. Etter hvert som folk venner seg til fremgang, vil flere investere og spekulere i denne trenden, og kredittveksten øker med økt optimisme. Dermed øker gjelden, og bobler dannes med påfølgende økning i økonomiske forskjeller. Når boblene sprekker, øker pengetrykking og gjeld for å støtte det eksisterende. De indre politiske spenninger eskalerer med økt gjeld og økte forskjeller, og risikoen for en kraftig omfordeling av verdier, enten i form av fredelige virkemiddel eller i verste fall i form av revolusjon eller krig. Store omveltninger skaper nye vinnere, både nasjonalt og internasjonalt. Vinnerne kan definere de nye spillereglene, både nasjonalt og internasjonalt, og en ny stormakt trer frem.

### Stormakter over tid, grovt estimat over makt mellom land

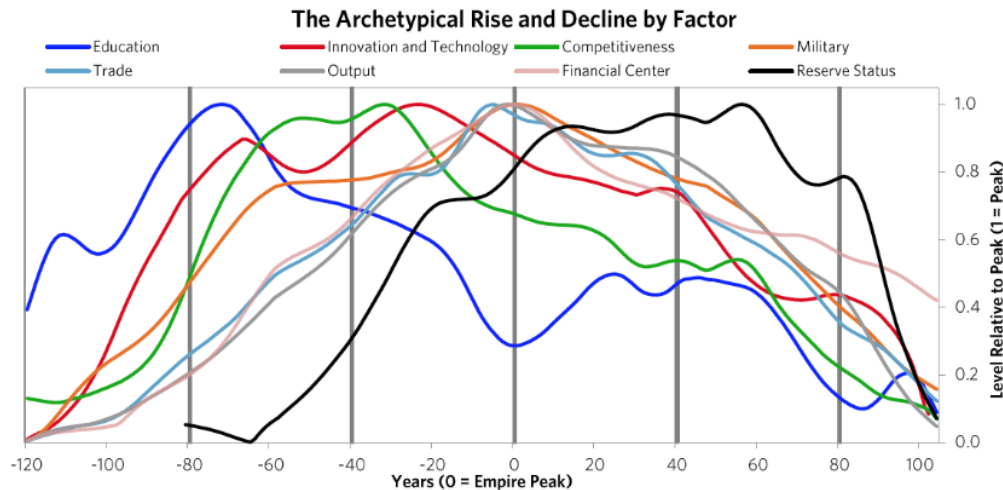


Kilde: Ray Dalio

Ray Dalio gjør en interessant analyse der han splitter opp et samfunns styrke i 9 delkomponenter; utdanning, innovasjon, teknologi, konkurransevne, militær styrke, handel, produksjon, finanssenter og reservestatus til valutaen. I snitt så er det utdanning og innovasjon og teknologi som leder an i å bygge opp konkurransekraft og militær makt i en fremvoksende stormakt. Delkomponentene, som er vist i figuren under, er sammenvevd

og forsterker hverandre. Sterk utdanning og innovasjonskraft leder til økt konkurranseevne og mulighet til å videre styrke økonomien og bygge opp et sterkt forsvar og etterspørsel etter landets valuta. Bruk av en felles valuta varer, sammen med et felles språk for handel, typisk ved lenge etter at stormakten har passert sitt høydepunkt.

### Den typiske stormakts vekst over tid, delkomponenter



Kilde: Ray Dalio

Spania ble rike ved hjelp av fremragende skipsteknologi, og kontrollerte på høyden 13% av verdens landmasser. Spania hentet hjem store mengder gull og sølv, som var datidens penger, og som var sterkt etterspurt fra Kina. Nederland ble uavhengig fra Spania så sent som i 1581, og bygde seg raskt opp til å bli verdens mektigste nasjon på 1600-tallet, mye takket være entreprenørskap og kunnskap som fikk blomstre i det protestantiske Holland. På høyden av sin makt på midten av 1600-tallet stor Holland for 25% av alle nye oppfinnelser i verden, og blant de viktigste nyvinningene var en unik skipsteknologi, som gjorde dem til en stormakt innen handel. Men, deres største oppfinnelse var den moderne kapitalismen, med etablering av papirpenger, og dermed kraftig økte muligheten for økt gjeld. I tillegg etablerte de verdens første aksjemarked. Moderne kapitalisme kan defineres som muligheten for at en stor mengde mennesker kollektivt kan låne penger, og kjøpe eierdeler i foretak som gjør at de får kapitalavkastning. Verdens første børsnoterte selskap var The Dutch East India Company, og den første børs ble etablert i 1602. Holland hadde verdens første reservevaluta, the dutch guilders, som fungerte like likvid som gull og sølv som betalingsmiddel rundt om i verden. Amsterdam ble verdens finanssenter på 1600-tallet, og tiltrakk seg investorer og spekulanter fra hele verden. Ettersom Holland ble mer velstående svekket konkurransekraften gradvis på grunn av økt kostnadsnivå, og av at andre land lærte av Holland både mht utdanning, oppfinnelser og ikke minst organisering av markedene etter de nye kapitalistiske prinsipper. UK og Holland hadde et militært partnerskap i tiårene som ledet opp til et økende antall handelskonflikter og kriger, før UK gradvis overtok rollen som verdensmakt. Det var mange konflikter over handel i årene før krigen brøt ut. Et eksempel var at England innførte en lov som sa at det var kun britiske skip som kunne brukes for å importere varer til England. Dette rammet Holland hardt, da mange hollandske skip fraktet varer fra både Holland, men og andre lands varer, til England. Flere hollandske skip ble solgt til engelskmenn, og British East India Company økt sin makt. I geopolitiske maktskifter er det typisk en periode på flere tiår med slike handels-, teknologi- og kapitalkonflikter før den ender med full krig.

England hadde mange av de samme kulturelle trekk som Holland, men hadde i tillegg et stort fortrinn, og det var regn og elver. En jevn strøm regn samlet seg i elver som ikke fryste til is om vinteren, og dermed ga rennende vann året rundt som kunne omdannes til energi som drev fabrikker, og som satte fart i den industrielle revolusjon i England. England tok over tronen som verdensmakt rundt 1750, og Holland ble i

økende grad forgjeldet og preget av interne maktkamper og svekket militærmakt. Svak, splittet og forgjeldet ble de sårbare for angrep. Maktforskyvningen åpnet for at flere nasjoner forsøkte å øke sin makt, og slutten av 1700-tallet i Europa var preget av uro, krig og revolusjon. Etter at England vant over Holland, fortsatt England med sine allierte (Østerrike, Russland og Tyskland) å kjempe mot Napoleons fremmarsj under den revolusjonære republikks fane om frihet, likhet og brorskap.

For Norge var kulturen fra Holland viktig, i og med at den svenske kongen, Gustav Wasa, inviterte et stort antall kunnskapsrike innvandrere fra Holland til å bygge opp både statsstyring, utdanning, forskning og industri. Tilsvarende fikk Sverige viktige moderne impulsene fra den franske revolusjon når de hentet en av Napoleons nære allierte, Marskalk Jean Baptiste Bonaparte, til å bli ny konge i Sverige (og Norge) under navnet Karl Johan fra 1818.

Vinnerne av Napoleonskrigen møttes i Wien i 1815 og la spillereglene for en ny verdensorden, inkludert gjeld, pengesystem, rettssystem, og geopolitisk system som skulle legge grunnlaget for Englands verdensdominans de neste 100 år, et hundreår preget av økende vekst, globalisering og økende velstand. British East India Company overtok for Dutch East India Company som verdens klart mest dominerende bedrift, og selskapets eget militære hadde på det meste dobbelt så mange soldater som den britiske regjeringens militære styrke. London overtok som verdens finanshovedstad. På samme måte som i Holland, ble velstanden et tveegget sverd som økte kostnadene, og gjelden. Andre land lærte av England, og ble gradvis mer konkurransedyktige. Spenningene økte internt i England, med økt oppslutning om både kommunisme, sosialisme, kvinners rettigheter og uavhengighetskamper. Første verdenskrig ble den første verdensomspennende krig nettopp fordi verden var blitt globalisert i årene frem til 1914. En krig som førte til over 20 millioner døde, etterfulgt av spanskesyken som drepte mellom 20 og 50 millioner mellom 1918-20 (kalt spanskesyken fordi Spania var nøytral og hadde pressefrihet, noe som gjorde at spanske aviser skrev om influensaen først).

På ny satte vinnerne opp nye spilleregler i Versaillestraktaten, omtalt av den amerikanske president Woodrow Wilson som «The new world order», der et overnasjonalt organ kalt The League of Nations (forløper til FN) skulle sikre global fred og fordragelighet. Tyskland ble pålagt en stor statsgjeld for å betale for krigsskadene. Gjelden som Tyskland måtte betjene la grunnlag for den tyske inflasjonsperioden som skapte depresjon mellom 1920 og 1923, som igjen politisk la grunnlag for nasjonalsosialismens fremmarsj. I de fleste andre land ble 20-tallet en fredelig og fremgangsrik periode, og i USA vokste New York frem som et finanssentrum som kunne konkurrere med London. Inflasjonsperioden på 1920-tallet førte til økende gjeld, økende verdier på aksjer og eiendom med påfølgende økte inntektsforskjeller og til slutt sprakk boblen i 1929, med en påfølgende depresjon, pengetrykking og devaluering av valutaer, handelskonflikter og til slutt krig.

Den USA dominerte verdensorden etter andre verdenskrig ble i hovedsak meislet ut på Bretton Woods konferansen mot slutten av krigen, og John M Keynes var en av arkitektene for dannelsen av et nytt penge- og kredittsystem. Verden ble delt i to med en Russlanddominert kommunistisk sfære, og en vestlig dominert av USA. Tyskland ble splittet, og Japan var kontrollert av USA. USA hadde 2/3 av verdens gullreserver, og var helt dominerende økonomisk, teknologisk og militært. USD ble raskt verdens reservevaluta med gull som anker for verdien av USD. Valutaer knyttet opp mot Russland kollapset etter hvert, på grunn av svak økonomi i Sovjet. UK satt igjen med en stor gjeld etter krigen, noe som sterkt bidro til maktforskyvningen og en gradvis oppsmuldring av det britiske empire.

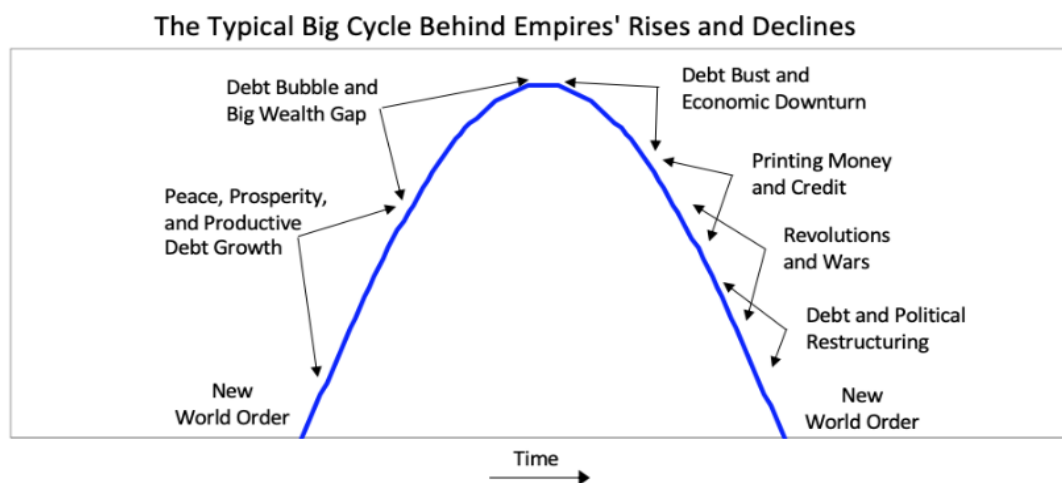
I USA opplevde økonomien en fredelig periode med sterk produktivitetsvekst og innovasjonskraft frem til 1970, med tilhørende sterk vekst i gjeld og aksjemarked. I 1971 brøt Bretton Woods valutasamarbeidet sammen da det ble åpenbart at USA ikke hadde nok gull til å dekke forpliktelsene. USA gikk da over til å kun ha papirpenger uten noe form for anker i fysiske verdier. I første omgang førte overgangen til kun papirpenger til en kraftig vekst i pengemengden og gjeldsveksten, med påfølgende høy inflasjon. Høy inflasjon bidro til en kraftig økonomisk nedtur i 1980-82, etterfulgt av 3 bølger av gjeldsfinansiert spekulasjon, boom og bust. Den første varte frem til dot.com boblen sprakk høsten 2000, den neste var fra 2002 og til krisen høsten 2008, og den siste fra 2009 og frem til mars i år. For hver nedtur senket sentralbankene renten og bidro til å blåse opp gjelden, og for hver krise trykket sentralbanken opp større og større mengder med penger. Med økende gjeld

og økende verdistingning på aksjer og eiendom øker forskjellene, og med det den politiske polariseringen. Coronapandemiene akselererte denne politiske polariseringen i og med at renten på nytt ble senket til rekordlave nivå, og verdier på finansielle aktiva på ny øker, mens mange av de som har lite oppsparte midler fikk store problemer når de mistet jobben.

I de siste tiår har særlig Kina økt sin konkurransekraft og bygd seg opp strategisk og militært. På samme måte som Holland og England brukte sine East India Companies som strategiske brikker i sin makt, bruker Kina sitt Belt and Road initiativ, der Huawei inngår som en kritisk driver av utbyggingen av en digital silkevei. Kina har satset enormt på utdanning, forskning og utvikling, samt å bygge opp sin militære makt. Det som skiller Kina fra de tidligere 3 stormaktene er at de ikke følger en demokratisk kapitalistisk ideologi. Det har til nå vært en styrke, i og med at de har kunne tatt et langsiktig strategisk perspektiv på utviklingen, og ikke har behøvd å ta hensyn til valg. Spørsmålet for USA og vesten er om det er mulig å hindre Kinas vekst, eller bremse den. Og det er et spørsmål hvordan det vil gå politisk i USA. Det som behøves er å få til en gjeldssanering slik at en får utløst skaperkraft fra de unge. Behovet for gjeldssanering er kjent tilbake til det gamle testamentet, der en hvert 50. år hadde et jubelår, der gjeld ble sanert og slaver satt fri. Med økende forventet levealder vil en kanskje i dag heller tenke at en burde ha en form for gjeldssanering hvert 70-80 år, altså i disse dager. Økningen i studiegjeld i USA, og i boliggjeld i Norge vil kunne påvirke ungdom til å bli mer risikoaverse enn det som er optimalt for samfunnet. John M Keynes var inne på dette når han i forarbeidene til Bretton Woods avtalene anbefalte at det ved jevne mellomrom måtte skje en balansering mellom land med store over- og under-skudd på handels og kapital-balansen for at ikke hele det finansielle system skulle bli for ustabil. En slik balansering ble ikke vedtatt, og ligger nok under at en ved jevne mellomrom har hatt brå endringer i valutakurser og finansielle kriser på tvers av landegrenser.

Oppsummert så kan vi altså ut fra historien vente oss økende politisk uro, opptrapping av handelskonflikter, og trolig en eller annen form for gjeldssanering.

### Den typiske stormakts vekstfaser over tid



kilde: Ray Dalio

Det er og interessant å se hvordan det typisk går med reservevalutaen til stormakten. Den kraftige kronesvekkelsen i mars i år var som jeg har beskrevet tidligere først og fremst et resultat av at USD styrket seg som følge av en ekstremt stor etterspørsel etter USD i kraft av at USD er reservevalutaen. Foreløpig er altså USD ubestridt som den dominerende valuta og en sikker havn i kriser.

Etter andre verdenskrig devaluerte pundet med 30% mot USD i 1949. Det fungerte på kort sikt, men over de neste 20 år svekket konkurransekraften seg og det ble en handelsbalansekrise, som førte til kapitalmangel. Sentralbanken i England (BoE) solgte GBP og kjøpte USD som reserve i sentralbanken etter 1967. Fra om lag det tidspunktet begynte den tyske valutaen å styrke seg og ble etter hvert verdens andre mest holdte reserve.

Det underliggende problem var at britiske bedrifter ikke lenger var konkurransedyktige i det internasjonale markedet slik at de greide ikke å skaffe nok valutainntekter til å holde pundet sterkt. Med en devaluering på 30% i 1949 gjenvant bedriftene konkurransekraft, og valutainntektene steg tilstrekkelig til at pundet stabiliserte seg, men det var kun et kortsiktig tiltak og devalueringer ble en «vanlig» medisin for å løse et underliggende problem med konkurranseevnen. Som figurene under viser, så ble det en langsiktig trend med svakere og svakere GBP, og GBP ble i mindre og mindre grad brukt som valuta ved internasjonale kontrakter, reserver og ved utstedelse av gjeld.

I dag har fortsatt Kina en fastkursstilknytning til USD for sin valutakurs, og de fleste varer og kontrakter innen handel globalt er knyttet opp mot USD. Dette vil trolig fortsette i en god stund fremover. Men, om konfliktnivået øker kan det tenkes at Kina vil løsrive seg fra dette og gradvis kreve at kontrakter må gjøres i enten kinesisk valuta eller i en annen internasjonal valuta. For den norske krone vil en økende handelskonflikt kunne gi en ny runde med risk-off og noe svakere kronkurs. Over tid vil og vår svekkede konkurranseevne, der vi i de siste år har kunne kamuflere dette ved hjelp av en svak kronkurs og høy oljepengebruk, gi seg utslag i en videre svak trend i kronen. Om vi da ikke greier å øke konkurransekraften og øke eksporten slik at det underliggende blir en reell økt etterspørsel etter norske kroner. I dag er det som kjent Norges Bank som er den største kjøper av kroner for å dekke underskuddet på statsbudsjettet. I juni vil Norges Bank kjøpe norske kroner for 2,3 milliarder hver dag for å dekke underskuddet på statsbudsjettet. Over tid må utgiftene på statsbudsjettet reduseres kraftig for å frigjøre midler til å bedre norsk næringslivs internasjonale konkurranseevne, og til å gjøre norsk økonomi mer robust i møte med en ny – og mye mer usikker – verden. Hvis ikke risikerer vi å oppleve tilsvarende politisk polarisering og spenninger som vi er vitne til i andre land.

### Utviklingen i GBP fra 1900 til nå



kilde: Ray Dalio

### SSB med litt mer optimistisk prognose

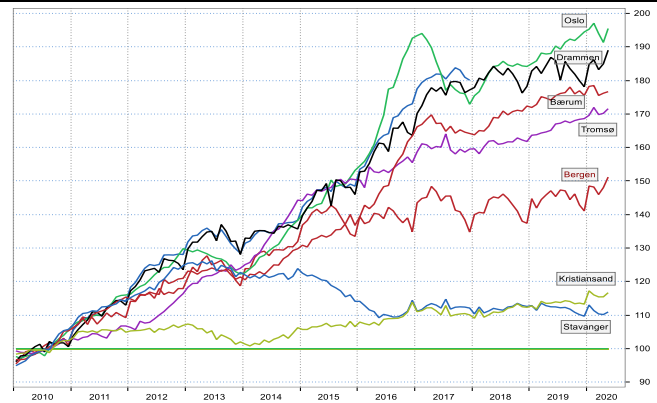
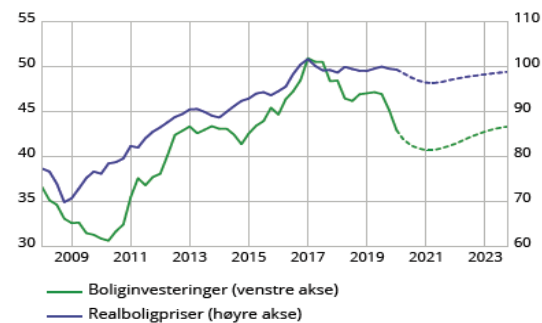
SSB kom med revidert prognoser i forrige uke, og de venter nå at BNP veksten i Norge vil falle med 3,9% i år. Samfunnet åpnes opp tidligere og i større omfang enn det vi fryktet i april, og det skjer også i andre land. BNP falt med hele 6,9% i mars, og 4,7% i april. Men, det ser ut til at både detaljhandelen, boligmarkedet og industrien har holdt aktiviteten oppe langt mer enn fryktet. Rentekutt på hele 1,5%-poeng og store krisepakker har bidratt positivt. Utfordringen fremover vil være at 1) investeringene i olje og annet næringsliv vil falle med 16-17% i år og 2) vedvarende smittetiltak vil redusere marginene innen reiseliv, detaljhandel, transport, boligbygging og kultursektoren. Vi frykter derfor at det vil bli flere konkurser utover høsten og vinteren. Det er ikke realistisk å vente seg en vaksine innen minst ett år, og det vil derfor bli betydelig begrensinger på normal aktivitet i lengre tid. De kraftige krisepakkene kan heller ikke forlenges i for lang tid.

Første uken i juni var det registrert 171 400 helt arbeidsledige. Målt ved spørreundersøkelsen til SSB, AKU, ventes arbeidsledigheten å bli 5,1% som årsgjennomsnitt i 2020. for så å falle til rundt 4% neste år. Reallønnen vil trolig bli negativ neste år. På grunn av korona ble årets lønnsoppgjør utsatt til ny oppstart den 3. august, med frist for frontfaget å bli ferdigforhandlet 21. august. Det er et overheng på 1,1% inn i årets lønnsvekst venter SSB at den totale lønnsveksten blir på kun 2% både for i år og for neste år. Med en forventet prisvekst i år på 1,2% vil det si en positiv reallønnsvekst i år, men negativ neste år som følge av høyere importerte priser på grunn av svak kronekurs. I år bidrar svært lave energipriser til å holde prisveksten nede.

## Boligmarkedet, sterkest i Osloområdet

Figur 2.7. Boligmarkedet

Sesongjustert, mrd 2017-kr, kvartal  
Høyre akse: indeks, 2017 = 100



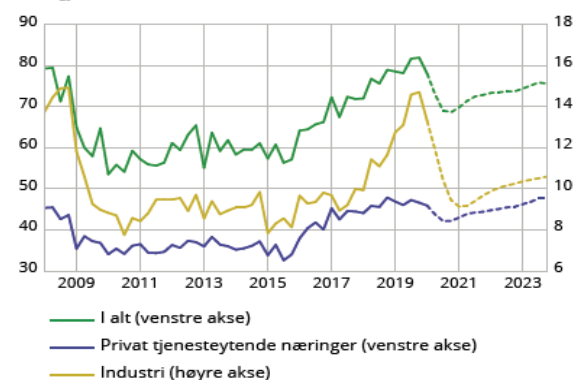
Kilde: SpareBank1, SSB, Macrobonds

Boligprisene steg overraskende sterkt i mai, nominelt 1,9% og sesongkorrigert med 1,4%. Dermed ser det ut til at de lave rentene har bidratt til å holde optimismen oppe. De siste 10 årene har boligprisene steget sterkest i Oslo med en nær doubling i prisene, mens Stavanger knapt har hatt prisstigning. Det som har blitt rammet i koronaperioden er nyboligsalget, som var ned med 47% i mars og 45% i april sammenlignet med samme måned året før. Boliginvesteringene falt med nesten 5% i første kvartal i år, og fortsatte med et fall på 1,3% i april. SSB anslår at boliginvesteringene vil falle med nær 10% i år, og fortsette med en svak nedgang også de to påfølgende år. I 2019 steg oljeinvesteringene med 13%. Bakgrunnen for den sterke veksten var etterslep på oppstart etter oljeprisfallet i 2014-16. Allerede før korona lå det an til en utflating i investeringene i 2020 og en betydelig nedgang i 2021. Fra mars av ble investeringene på norsk sokkel rammet direkte i form av smitteverntiltak, men og indirekte gjennom det kraftige oljeprisfallet. Selv om oljeprisen nå har stabilisert seg over USD 40 pr fat, og skatteendringer vil gjøre at en del investeringer vil bli fremskyndet, så vil ikke det være nok til å hindre et fall i investeringene de neste årene. I tillegg til lavere oljeinvesteringer så venter SSB et fall også i fastlandsinvesteringer på nesten 20% i år. Selv med en svak oppgang i de to påfølgende år venter SSB at fastlandsinvesteringsnivået vil bli liggende 10% lavere i 2023 enn de var i 2019.

## Investeringer i

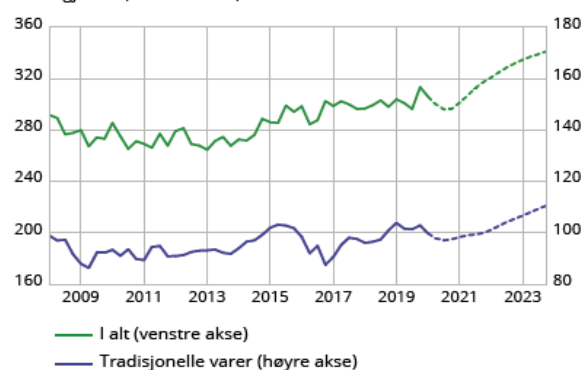
Figur 2.9. Investeringer i fastlandsnæringer

Sesongjustert, mrd 2017-kr, kvartal



Figur 2.10. Eksport

Sesongjustert, mrd 2017-kr, kvartal





Politisk uro og mindre handel har gjort at både eksport og import har falt så langt i år. Ukestall for varedeklarasjon i de første månedene i mai viser et betydelig lavere nivå på både import og eksport. Johan Sverdrupfeltet kom i drift i fjerde kvartal i fjor og bidro til å løfte eksporten nesten tilbake til toppnivået i 2017. Som del av OPEC+ avtalen om å kutte oljeproduksjon for å stabilisere oljeprisen. Produksjonen vil bli kuttet med 13% i juni og 7% i andre halvår. Det vil ikke bli kutt i gassproduksjonen. Samlet vil derfor eksporten av olje og gass reduseres med rundt 5% i andre halvår i år. Til tross for kutt, var effekten av Johan Sverdrupfeltet så stor at samlet vil eksporten av olje og gass øke i 2020 sammenlignet med 2019.

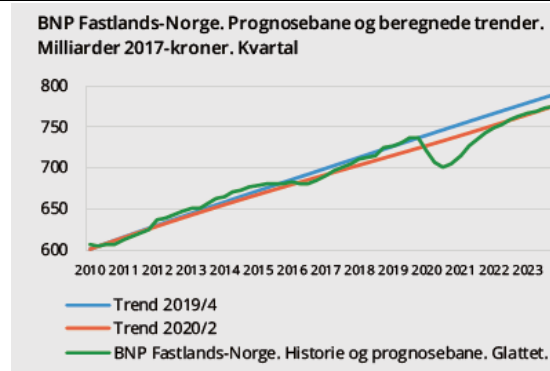
### Strukturelle svakheter i norsk økonomi

SSB vil ikke slå fast at Norge står overfor et strukturelt sjokk, men sier at veksten i norsk økonomi mest sannsynlig ikke vil komme tilbake til den banen, eller trenden, den var på før koronakrisen. I sine modeller bruker SSB en trendberegning som antar at forstyrrelser til økonomien er konjunkturelle, og dermed forbigående. Denne gang kan det imidlertid tenkes at vi står overfor strukturelle endringer, noe jeg tror vi gjør. Figuren under viser trendberegning fra 2019, og en ny trendvekst som ligger lavere og har slakkere vekst enn den fra 2019. Svakere vekstkraft kan skyldes:

- lavere oljeaktivitet, og dermed fare for lavere andel høyproduktive eksportbedrifter i økonomien
- negative endringer i befolkningssammensetningen
- svakere produktivtetsvekst

I en analyse i SSBs konjunkturanalyse (boks 2.3 side 23) er det laget en framskriving av sysselsetningsandelen når vi vet at befolkningen eldes, og at vi får en økende andel innvandrere fra land som har vist seg å ha vedvarende problemer med å komme i arbeid. Som tabellen under viser, så er den isolerte effekt av at vi blir eldre frem til 2030 at sysselsetningsandelen synker med 0,6 %-poeng, og tilsvarende blir det et fall på 0,5%-poeng fordi vi får høyere innvanderandel som har lav sysselsetningsgrad. I motsatt retning trekke økt utdanning opp sysselsetningsgraden.

#### Utvikling i sysselsetningsgrad



#### S

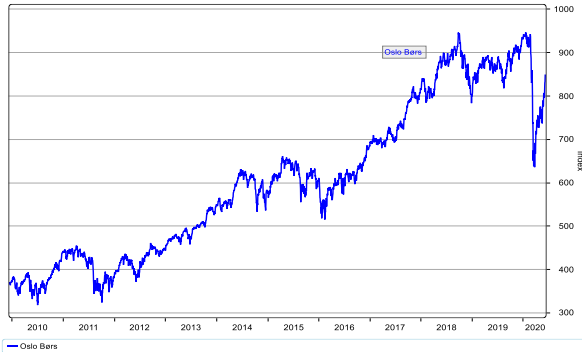
Sysselsetting med ulike befolkningssammensetninger når sysselsetningsandelen i hver befolkningsgruppe er som i 2019

	Sysselsetningsandel	Differanse til faktisk andel
Alders- innvandrings- og utdanningssammensetting som i 2019	67	0
Alderssammensetting som i 2030	66,4	-0,6
Innvandringssammensetting som i 2030	66,5	-0,5
Utdanningssammensetting som i 2030	68,3	1,3
Alders- innvandrings- og utdanningssammensetting som i 2030	67,2	0,2

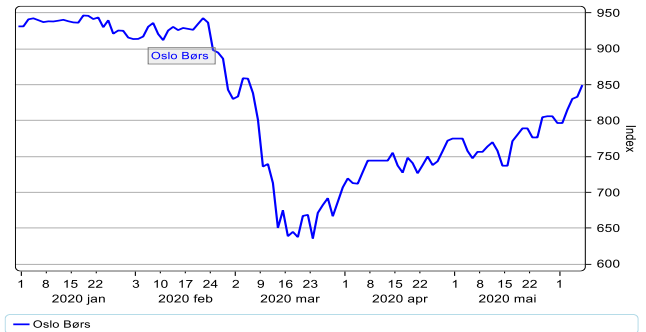
Kilde: SpareBank1, SSB

# Utviklingen i ulike markeder

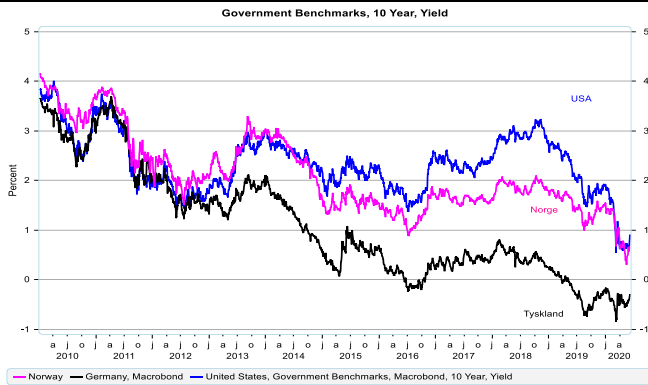
**Norge – Oslo børs siden 2010**



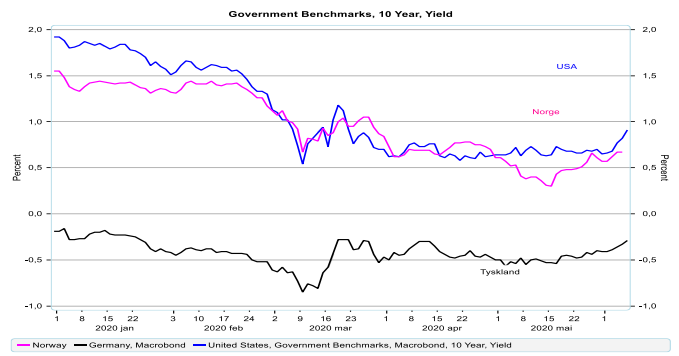
**Norge – Oslo børs siden årsskifte**



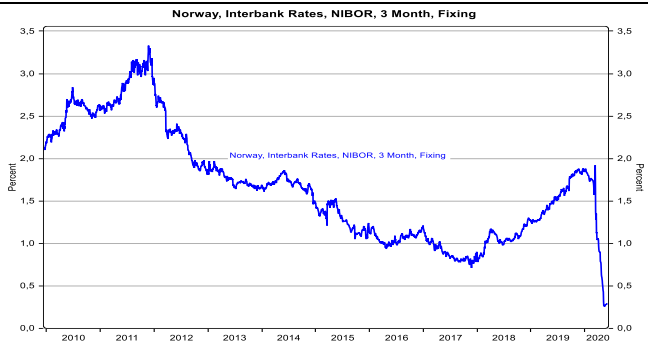
**10 års statsrente – Norge, Euro, USA**



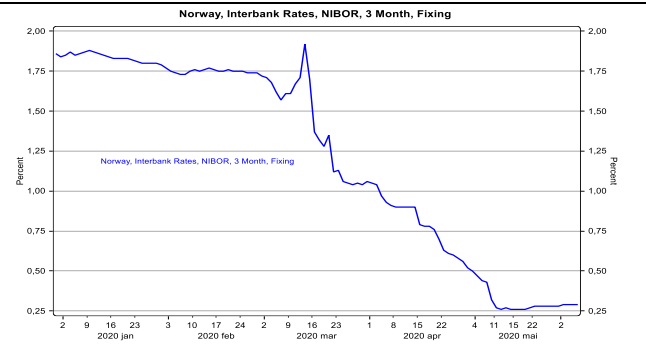
**10 års statsrente siden årsskifte**



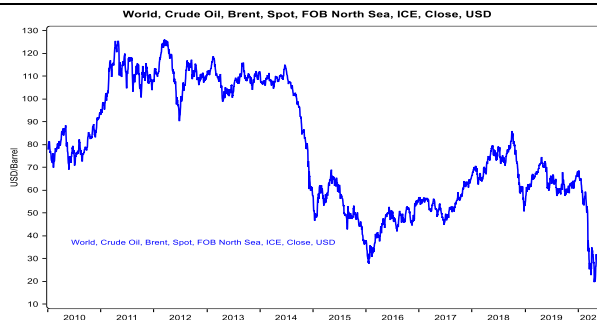
**3 måneders interbankrente (NIBOR)**



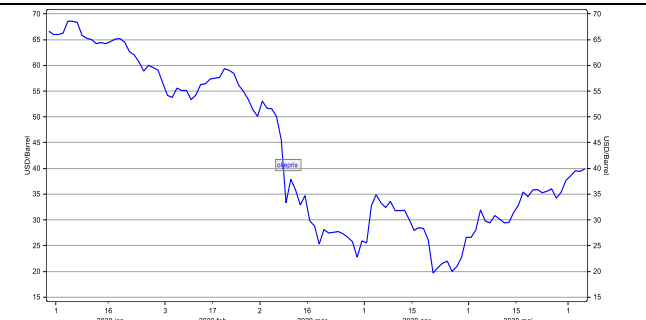
**3 m NIBOR siden årsskifte**



**Oljeprisen siden 2010**



**Oljeprisen siden årsskifte**



Kilde: SpareBank1, Macrobonds