

27. januar 2020

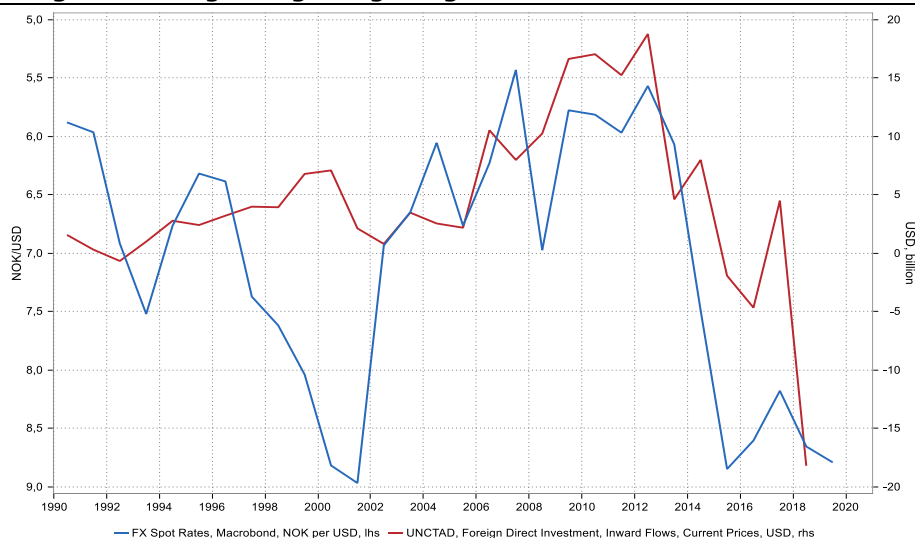
Coronaviruset smitter raskt, og før de smittede viser og føler sykdomstegn ifølge kinesiske helsemyndigheter. Frykt for smitte kan i verste fall bli en ny «sort svane» som utløser nedtur på aksjemarkedet. Volum i verdenshandelen har falt jevnt og trutt det siste året, og oljeprisen har falt til rundt 60 dollar fatet.

Valgår pleier normalt å være bra for aksjemarkedet, og sentralbanken i USA står klar til å kutte renten videre om veksten dempes. Veksten i Europa er svak, og rentene allerede rekordlave. Forrige uke lanserte EU en Grønn vekstpakke, der EUR 1000 mrd skal investeres med mål om å bli klimanøytrale i 2050. EU truer Kina med importtoll om de ikke innfører karbonavgifter for å redusere deres utslipp. USA vil først se hvordan en slik karbonskatt blir utformet, men om den rammer amerikanske bedrifter, så vil de svare med økt toll på Europeiske varer. USAs uttalelser må sees i lys av trusler fra EU om økt skatt på multinasjonale teknologiselskaper. Handel i verden har falt jevnt og trutt det siste året. Frykt for økt karbonprising, importtoll og virus har allerede ført oljeprisen under 60 dollar fatet.

I Norges Bank ble renten sist uke for første gang bestemt av en komité for pengepolitikk og finansiell stabilitet, bestående av 3 interne og 2 eksterne. Norges Banks ansatte har fortsatt flertall, men uenighet og dissens vil stå i møtereferatet som publiseres sammen med rentebeslutningen. Sentralbanksjefen vil uttale seg offentlig på vegne av komiteen, og vi tviler på at de eksterne medlemmene får uttale seg om hva de personlig mener. Ny informasjon og ny rentebane kommer 19. mars. Nye signaler kan dog komme på sentralbanksjefens årstale den 13.februar. Vi holder en knapp på at den i år vil handle om klima 😊

Vi tror det er fundamentale grunner til at kronen er, og vil forbli, svak. Svak krone reflekterer at utlendinger ikke lenger investerer like mye i Norge, og at konkurransekraften er svekket. Vi står overfor en omstilling for norsk økonomi, med mindre oljeaktivitet. Vi har et stort handelsbalanseunderskudd utenom olje, og utlendingers direkteinvesteringer i Norge har falt kraftig de siste årene. Den største kjøper av norske kroner er Norges Bank, for å dekke inn underskuddet på statsbudsjettet før oljepenger hentes fra oljefondet. For at kronen skal styrke seg må det bli mer attraktivt å investere i Norge, og det er ingen kvikk fiks i dagens urolige politiske situasjon, der valgkampen allerede er i gang. Virusfrykt gir en generell risk-off i markedet, og da trekkes kapital først og fremst til USD.

### Norge: utlendinger selger seg ut og bidrar til svak kronekurs



**Elisabeth Holvik**  
Sjeføkonom  
SpareBank1 Gruppen

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

## VIRUSFRYKT SMITTER AKSJEMARKEDET

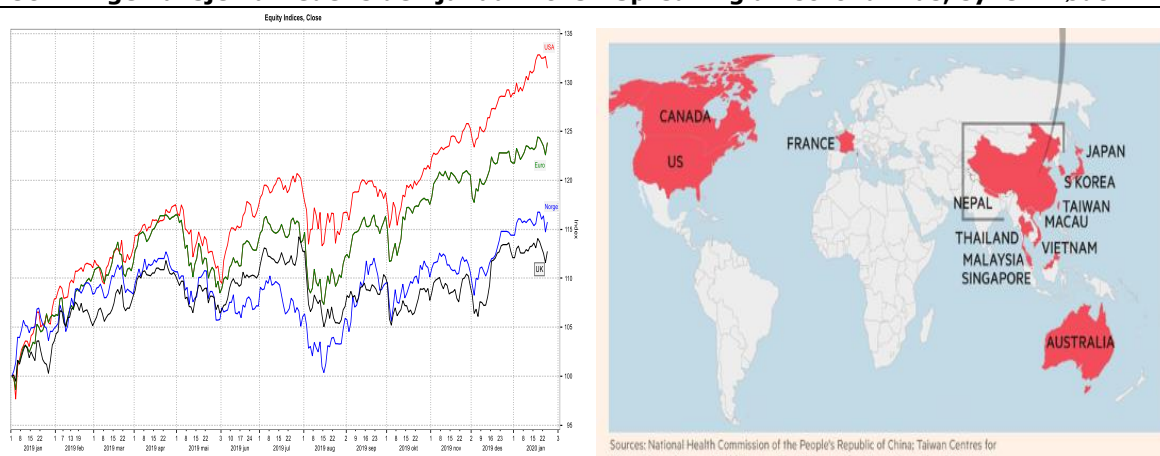
IMF nedjusterte anslag for vekst i verdensøkonomien i år fra 3,4% til 3,3%, og anslag for neste år fra 3,6% til 3,4%. IMF roser den raske respons fra i alt 49 av verdens sentralbanker, der de kuttet renten til sammen 71 ganger, etter klare tegn til avdempet vekstutsikter. Uten slike rentekutt anslår IMF at veksten i verdensøkonomien ville vært 0,5%-poeng lavere. Det var den mest kraftfulle og koordinerte aksjon fra sentralbanker siden krisen i 2008, og den samordnede aksjon har bidratt positivt til å berolige finansmarkedet om at sentralbankene står klar om nye kriser skulle ramme.

Aksjemarkedet setter stadig nye all-time high rekorder i USA. I 2019 steg S&P 500 med hele 29%, mens den brede europeiske indeksen Eurofirst 300 indeksen steg med 22%. Rentekutt fra først sentralbanken i USA, og deretter en lang rekke flere sentralbanker, førte til en generell reprising i finansmarkedet. Globale aksjer, målt med MSCI indeksen, steg hele 26% i fjor, mens Oslo Børs steg med 17%. Rentefallet førte til en oppgang også i obligasjoner, og den globale obligasjonsindeksen steg med 11% i fjor. Råvarer som gull og olje steg med henholdsvis 15% og 20%, mens sykliske råvarer som kobber og aluminium hadde en nær flat utvikling. Så langt i år er S&P 500 opp 2%, Eurofirst 1,7%, og Oslo Børs 1,2%. Frykt for spredning av Coronaviruset fra Kina satte en støkk i markedet fredag, og førte til et kraftig fall i Asia i natt. I verste fall kan frykt for viruset bli en ny «sort svane» som utløser en korreksjon i aksjemarkedet. Oljeprisen har falt under USD 60. WHO vi trolig snart erklære viruset en global krise.

Vi har lagt bak oss et tiår dominert av USA og globale amerikanske teknologiselskaper. Disse selskapene har en skalerbar og kapitaleffektiv vekstmodell hvor digitale tjenester erstatter mange fysiske produkter på tvers av landegrenser og bransjer. Digitalisering kombinert med globalisering av kapital- og arbeidsmarkedet har holdt inflasjonen nede, og bidratt til at rentene er så lave.

Markedet venter spent på bedriftenes årsrapporter, der de vil annonsere egne anslag på selskapenes inntjeningsforventninger. Det vil kunne sette ny retning i aksjemarkedet. Vi tror mye taler for at markedet vil holde seg rimelig sterkt frem til valget i USA i november i år. Det mest sannsynlige utfallet er at Trump får fornyet tillit. Trump vil gjøre det han kan for å holde markedet positivt. Det kan komme utspill i form av økte infrastrukturinvesteringer, som vil være positivt for markedet. Underliggende venter vi en noe svakere vekst i USA i år, men relativt mye sterkere enn i Europa. Med usikkerhet om Kina og virus, vil USA fremstå som et godt alternativ, og USD vil holde seg sterk. Virusets spredning er meget raskt, og det er til nå oppdaget rundt 3000 smittede. Virusets spredning er funnet i USA, Canada, Frankrike, Australia, Japan og en lang rekke land i Asia. Kinesiske helsemyndigheter har advart om at viruset smitter også i inkubatortiden, altså fra du er smittet til du viser sykdomstegn. Det gjør den langt mer smittsom enn SARS, som i 2002-3 drepte 800 personer. SARS smittet kun fra du viser sykdomstegn, og var dermed mye lettere å kontrollere.

### Utviklingen aksjemarkeder siden januar 2019 Spredning av Coronavirus, syke = rødt



Kilde: SpareBank1, Macrobonns, Financial Times 26. januar

## VEKSTBREMS I NORGE – RENTETOPPEN TROLIG NÅDD

Stadig flere indikatorer om utsiktene for norsk økonomi bekrefter bildet om at veksten er i ferd med dempes noe. I 2019 økte oljeinvesteringer med hele 15%, noe som bidro til vekst og positive ringvirkninger lokalt. I år ventes oljeinvesteringene å øke med et sted mellom 2%-5%. Veksten holdes oppe av fortsatt lave renter, en svært svak kronekurs, og stabil lav arbeidsledighet. Det som driver veksten i BNP i Norge er i hovedsak de 4 følgende faktorer:

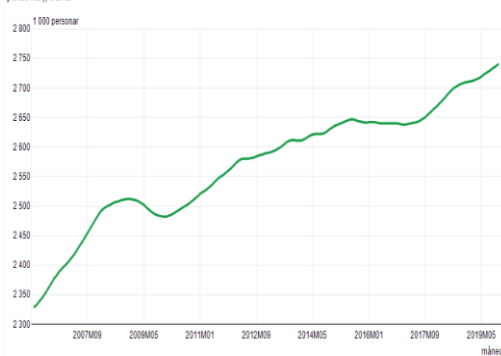
1. Vekst i arbeidsstyrken
2. Vekst i kreditt
3. Produktivitetsvekst
4. Økte petroleumsinvesteringer, som gir ringvirkninger til fastlandsøkonomien

Grovt sett vil alle de 4 forhold dempes fremover, etter mange år med sterk vekst (og produktivitetsveksten har vært flat i mange år). Veksten har i stor grad blitt holdt oppe av lave renter og en svært svak kronekurs. Den svake kronekursen har til dels kamuflert utfordringen de 4 punktene over representerer for fremtidig verdiskaping og statsfinanser i Norge. Til syvende og sist er vår velstand avhengig av at mange nok bidrar positivt til verdiskaping og skatteinntekter, og at vi blir mer effektive år for år.

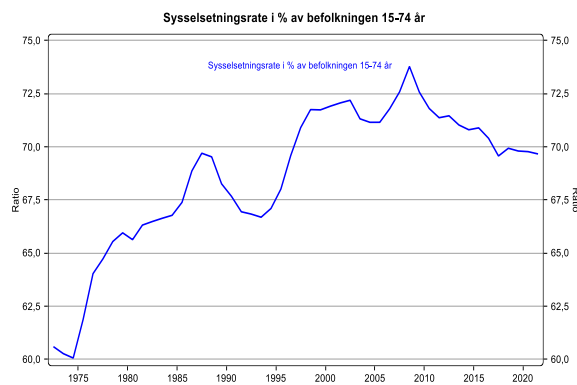
**Demografisk** er vi i begynnelsen av eldrebølgen i Norge, og andelen som får trygd og pensjon vil gradvis øke som andel av befolkningen. I tredje kvartal i fjor var det 2,72 millioner som var i arbeid, mens totalt 2,6 millioner var under 15, eller over 75% eller på ulike trygder eller gikk ledige. Samlet sett er det altså 2,7 millioner som jobber, som skal forsørge 2,6 millioner som er unge, eldre, trygd eller går ledige. Av de som er i arbeid jobber 25% deltid, mens Det betyr at om lag 2 millioner jobber heltid. Andelen av de som jobber heltid av hele befolkningen er altså kun 2 millioner av en befolkning på 5,3 millioner. Med eldrebølgen vil andelen som er pensjonister øke gradvis, og veksten i sysselsatte vil vokse mindre.

### Norge: antall sysselsatte (15-74 år)

08031: Sysselsetting og arbeidsledighet for personer 15-74 år, etter måned. Begge kjønn, 15-74 år, Sysselsatte (1 000 personer), trend.



### Norge: andel sysselsatte i % av befolkningen (15-74)

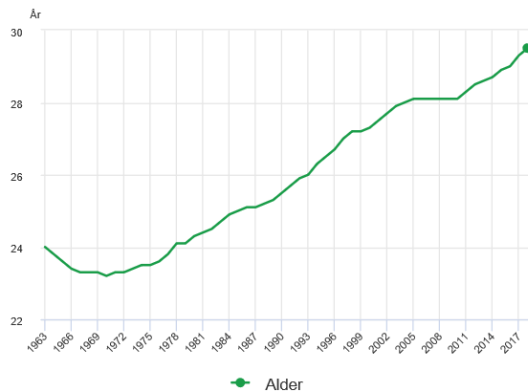


Kilde: SpareBank1, Macrobonds

Som vi har pekt på tidligere så foregår det for tiden en dramatisk avfolkning av distriktene og flyttestrømmen går i stor grad inn til Osloregionen. Særlig unge kvinner flytter til hovedstadsregionen, og det er der det fødes flest barn. Selv i regionhovedsteder som Tromsø og Stavanger holdes befolkningsveksten oppe av innvandring. I tidligere år opplevde regionhovedstedene og de største byene i distriktene en tilflytting fra området rundt. Nå har denne flyttestrømmen bremsset opp, og de unge drar rett til Osloområdet. Nordland fylke mistet hele 702 personer i tredje kvartal i fjor, og hele 36 av fylkets 44 kommuner mistet innbyggere. Det er en av de sterkeste flyttetrendene SSB har målt siden tidsseriens start i 1997. Kun en gang siden da har SSB registrert større negativ folkevekst per 1000 innbyggere, og det var i Finnmark i tredje kvartal i 1998. Befolkningsveksten i regionhovedstaden var på kun 123 innbyggere i perioden. Både Troms og Finnmark har hatt større nedgang i år, med henholdsvis 827 og 325 innbyggere som flyttet ut. Innvandring og bosetning av flyktninger har kamuflert den underliggende negative utviklingen.

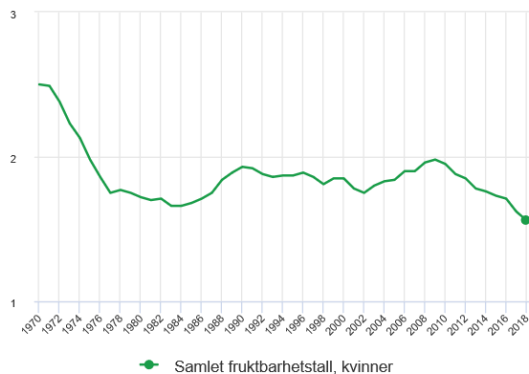
## Norge: barnefødsler går ned, og mors alder øker ved førstegangsfødsel

Mors alder ved første fødsel



Kilde: Født, Statistisk sentralbyrå

Fruktbarhet

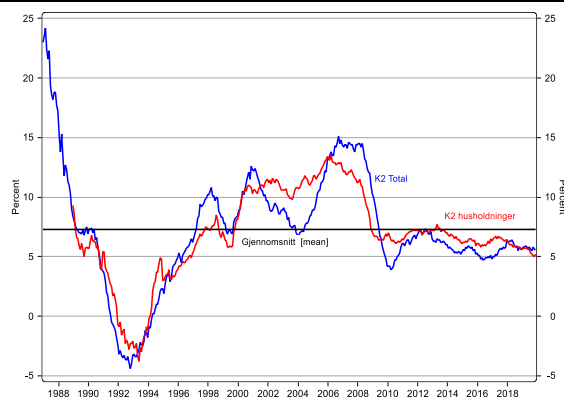


Kilde: Født, Statistisk sentralbyrå

Kilde: SpareBank1, Macrobonds

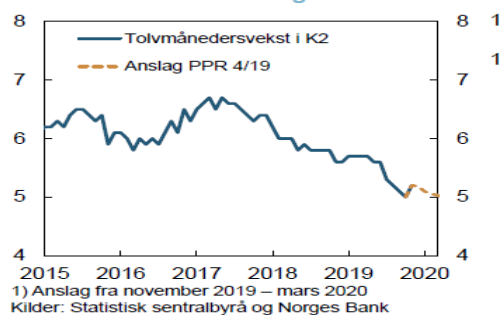
**Kredittveksten** har i snitt økt med vel 7% årlig vekst siden 1987. Veksten har vært avtagende de siste årene, og har lagt under det langsiktige snittet siden 2009. Til tross for kraftige rentekutt i årene etter 2008, har kredittveksten for husholdninger falt gradvis i årene etter 2014, og siste måling i november 2019 viste en kredittvekst for husholdninger på 5,2%. Totalt for hele økonomien var kredittveksten i november i fjor på 5,6%. Utsikter til en mye mer moderat vekst i boligpriser, kombinert med en noe høyere renter og innføring av lånebegrensninger både av maks belåning og innføring av gjeldsregisteret, bidrar til å dempe låneveksten for husholdninger. Svakere investeringsvekst vil tilsvarende dempe låneveksten i næringslivet. Vi tror derfor at kredittveksten vil tendere til å falle videre fremover. Men, om kredittveksten skulle falle vesentlig, vil trolig Norges Bank reagere med å kutte renten.

### Norge: Kredittvekst totalt og i husholdninger



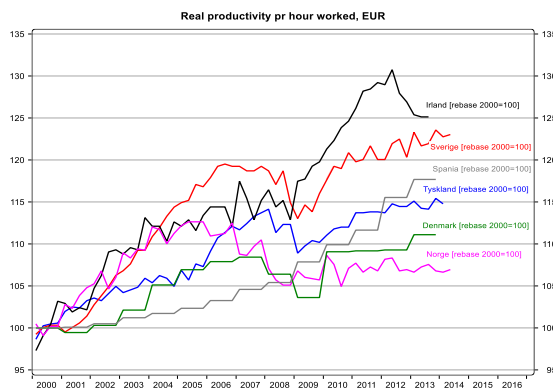
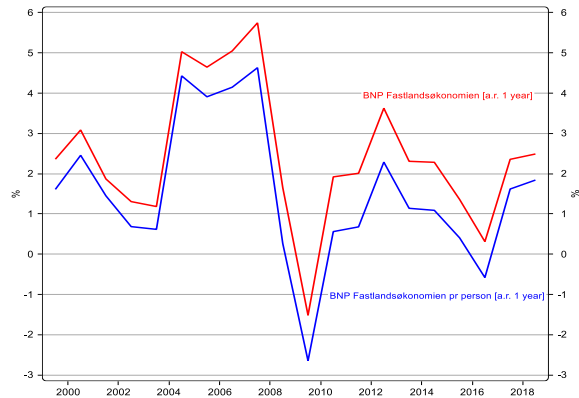
### Norges Banks prognose for kredittvekst

**Kredittvekst**  
K2. Prosent. Jan. 2015 – mars 2020<sup>1</sup>  
Husholdninger



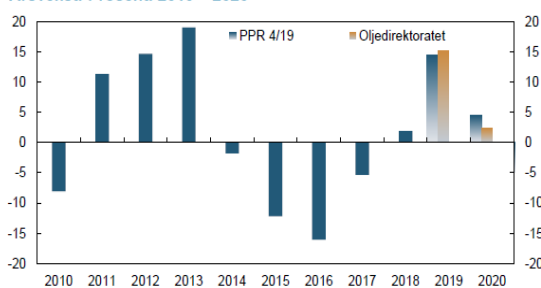
Kilde: SpareBank1, Macrobonds, Norges Bank rentemøte 23. januar

**Produktivitetsveksten** i Norge har flatet ut det siste tiåret. Ser en på utviklingen i produktivitetsvekst, målt ved OECDs mål på reell produktivitetsvekst i antall timer arbeidet, så har utviklingen siden 2000 vært svakere enn i en del av våre konkurrentland som Sverige, Tyskland og Irland, som vist i figuren under til venstre. I figuren under til høyre viser jeg veksten i BNP i rødt. For å få et bilde av hvordan veksten i BNP har vært justert for befolkningsveksten, så ser vi på vekst i BNP pr innbygger, i blått. I beregning av BNP inngår produksjon i privat sektor og i offentlig sektor. Siden en ikke har et godt mål på produksjon i offentlig sektor, så antar en at produksjon i offentlig sektor er lik innsatsfaktorene brukt i offentlig sektor. Siden det meste av produksjon i offentlig sektor er arbeidsintensiv, bruker en derfor arbeidskraft, og prisen på arbeidskraft er som kjent lønn. Så med vekst i antall offentlige ansatte, og økt lønnsvekst i offentlig sektor, så øker BNP for Fastlandsøkonomien.

**Norge: produktivitetsvekst, OECD tall****Norge: BNP vekst, og BNP pr person vekst**

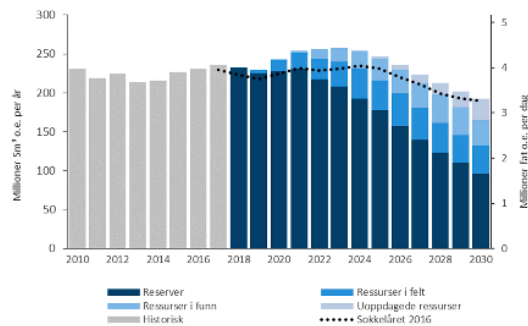
Kilde: SpareBank1, Macrobonds

**Ringvirkningene til norsk økonomi fra oljesektoren** vil gradvis bli noe mindre fremover. Oljeinvesteringene vil stige med rundt 4% i år, for så å flate ut og falle noe i de påfølgende år. I 2019 ble det investert 183 milliarder kroner på norsk sokkel. For 2020 meldes det om en markert økning i investeringsanslag for feltutbygging, til 74 milliarder kroner. Et oppjustert anslag skyldes delvis høyere kostnadsanslag på enkelte utbyggingsprosjekter enn tidligere antatt. Økte kostnader betyr at selv om investeringene øker, så vil ikke nødvendigvis kapasiteten øke ut over det som tidligere er planlagt. Det er flere felt som vil bli åpnet i år, som Balder, Hod, Halten og Grand.

**Norge: oljeinvesteringer****Petroleumsinvesteringer**Årsvekst. Prosent. 2010 – 2020<sup>1)</sup>

1) Anslag fra 2019 til 2020.

Kilder: Statistisk sentralbyrå, Norges Bank og Oljedirektoratet

**Norge: prognose for oljeproduksjon til 2030**

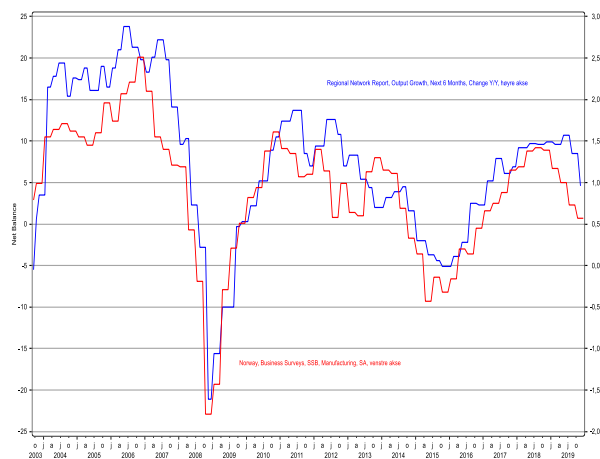
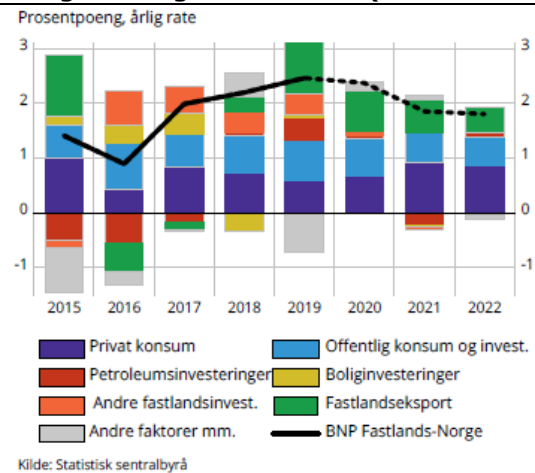
Figur 1-4

Historisk og prognosert produksjon 2010 – 2030

Kilde: SpareBank1, Macrobonds

Samlet sett så venter vi at BNP veksten i for fastlandsøkonomien vil bli noe dempet i år, med en vekst på 2,3%, ned fra 2,5% i 2019. For 2021 og 2022 venter vi en vekst i Fastlands-BNP på 1,8%. Som figuren under til venstre viser, så melder bedriftene om mindre optimisme for fremtiden, og det fremkommer både i undersøkelsen fra det regionale nettverk, og fra SSBs spørreundersøkelse blant bedrifter.

SSB har i sin siste konjunkturrapport fra desember, vist i figuren under til høyre, hvilke faktorer som bidrar til vekst. I år er det privatkonsum, offentlig konsum og investeringer og eksport som er de viktigste driverne av veksten. I 2019 ga investeringer i olje, industri, vei og bolig et vesentlig bidrag til vekst, men disse er ikke ventet å bidra i særlig grad fremover. Det haster med å utvikle en bedre politikk for verdiskaping og økt sysselsetning, men det er dessverre vanskelig å få til når valgkampen allerede synes å være i gang.

**Norge: business confidence, regional nettverk****Norge: bidrag til BNP vekst (Fastlandsøk.)**

Kilde: Statistisk sentralbyrå

Kilde: SpareBank1, Macrobonds, SSB

Med fortsatt god vekst i norsk økonomi vil arbeidsledigheten holde seg lav, og bidra til en gradvis økende lønnsvekst. SSB anslår lønnsveksten i år og neste år til 3,6%, en marginal økning fra 2019 da lønnsveksten ble 3,5%. Prisveksten ventes å holde seg stabil rundt 2%, noe som da gir en positiv reallønnsvekst på rundt 1,5% årlig.

## NY PENGEPOLITISK KOMITE SETTER RENTEN

Den 23 januar ble renten i Norges Bank satt av den nye komiteen for pengepolitikk og finansiell stabilitet. Komiteen består av sentralbanksjefen, de to visesentralbanksjefene og to eksterne medlemmer. De eksterne medlemmene av komiteen er Professor Ingvild Almås, og doktorgradsstudent Jeanette Strøm Fjære. Begge visesentralbanksjefstillingene er utlyst, så om kort tid vil altså 4 av komiteens medlemmer være nye. Kun Sentralbanksjef Øystein Olsen vil representere kontinuitet. Vi holder en knapp på at i det minste en av visesentralbanksjefene vil hentes fra intern rekke, eller fra finansdepartementet. Et hett tips er at dagens leder av pengepolitisk avdeling, Ida Wolden Bache, rykker opp. Bakgrunnen for endringen er at en ny sentralbanklov trådte i kraft fra 1. januar i år. Den nye pengepolitiske komiteen har ansvar for Norges Banks utøvende og rådgivende myndighet i pengepolitikken og ansvar for bruken av virkemidler for å nå målene i pengepolitikken. Komiteen skal i tillegg bidra i arbeidet med å fremme finansiell stabilitet gjennom rådgiving og bruk av de virkemidler den har til rådighet. Det siste punktet vil kunne dekkes både gjennom at en tar hensyn til gjeld og boligpriser når renten skal settes, og at en gir råd om størrelsen på bankenes krav til kapital.

Møtet den 23. januar var et mellommøte, der det ikke blir laget nye prognoser og ny rentebane. Ny rapport og ny rentebane blir først laget til det neste rentemøtet i mars. Vi venter ikke at det blir noen vesentlig endring i hverken prognoser eller rentebane til det møtet. Trolig vil de fortsette å antyde at renten kan bli satt videre opp, men med en enda mindre sannsynlighet enn det som ligger i dagens rentebane. Ser en på markedets prising, så tror finansmarkedsaktørene at neste renteendring blir et kutt.

Komiteen uttalte i pressemelding etter møtet at de vurderer at ny informasjon å bekrefte bilde de tegnet i siste pengepolitisk rapport fra 19. desember. Om noe så er synes risikoen for et kraftig tilbakeslag i verdensøkonomien å ha avtatt. Ny informasjon siden desember underbygger at økonomien trolig er nær toppen av konjunktursyklusen, og at de derfor fortsatt vurderer det riktig å holde renten uendret den nærmeste tiden. Vi tror neste renteendring vil være et kutt, noe også markedet priser inn.

## EUROPEISK «GREEN DEAL»

Den nye sentralbanksjefen, Christine Lagarde, har i sterke ordelag tatt til orde for at enkeltland i EU må bruke mer penger over statsbudsjettet for å stimulere økonomien. I hennes første viktige tale sa Lagarde at Europa har en «*moment of opportunity*» til å håndtere klima. Men, hun minnet om at selv om ECB vil bidra til å stimulere økonomien i Euroområdet, så kan, og skal ikke, pengepolitikken være det eneste verktøy. Hun oppfordret særlig til å vri økonomiene bort fra et for stort fokus på eksport. Lagards tale blir oppfattet som en klar melding til politiske ledere i Europa om at ECB ikke har særlig mer å bidra med for å stimulere veksten. De negative erfaringer fra Sverige etter at de brukte negativ renter for å stimulere veksten, har nok økt oppslutningen blant politikere i Europa om å heller stimulere over statsbudsjettet. Lagarde pekte spesielt på behovet for mer «produktive» investeringer over statsbudsjettet i de enkelte medlemsland, og oppfordret til økte investeringer i det grønne skiftet. ECB vil evaluere sentralbankens mandat, og muligens inkludere klima.

Svaret fra politisk hold er lanseringen av «European Green Deal»<sup>1</sup>, der EU kommisjonen forplikter seg til å bli den første klima-nøytrale blokk i verden innen 2050. Det vil medføre betydelige investeringer fra både EU og offentlige investeringer i medlemslandene. Den nye leder av EU-kommisjonen, Ursula von der Leyen presenterte den 14. januar i år planen, der målet er å utløse minst EUR 1000 mrd til det grønne skiftet. EUs budsjett vil bli brukt til å øke slagkraften for private fond for grønne investeringer i hele Europa, samt å støtte de regioner som blir hardest rammet av omstillingen. Planen bygger på 3 dimensjoner:

1. **Finansiering.** Her vil ECB bidra og dermed snakker en trolig om at sentralbanken i realiteten vil trykke penger for å finansiere investeringer i medlemsland
2. **Incentiver.** Utarbeide incentiver for å utløse investeringer både offentlig og privat, og retningslinjer for å søke EU midler til omstilling.
3. **Praktisk støtte.** EU kommisjonen vil tilby støtte til medlemsland og bidra med prosjektmotivatorer «project motivators» som skal hjelpe til med planlegging, design og utføring av grønne prosjekter.

I tillegg til den grønne planen er det etablert en «Just Transition Mechanism (JTM)», som et viktig redskap for å dempe de negative effektene av omstillingen, og dermed øke kraften i omstillingen. Minst EUR 100 mrd vil øremerkes til omstillingstiltak i de mest berørte områdene.

### Vil de lykkes?

Utfordringen med EU etter at UK går ut, er at de vil miste en viktig stemme som har stått opp for økt konkurranse, lavere kostnader og mindre reguleringer. Det blir spennende å se om EU vil bli dominert av de som ønsker mer stat, mer reguleringer og mindre konkurranse. I tillegg er styringsdyktigheten i EU et problem, når de i økende grad konkurrerer med Kina, som er en sentralstyrt kommandøkonomi med et langsiktig strategisk industripolitikk i «Made in China 2025». Den største utfordring for EU er at det trolig ikke er noen «sense of urgency» for å virkelig løfte Europas konkurransekraft. Spissformulert preges det politiske ordskiftet av enten nasjonale temaer, eller av en oppfatning om at Europa er så langt fremme med hensyn til livsstil, ideer og moral at de er uovervinnelige. I en så raskt endrende verden som vi opplever nå, så er slike oppfatninger kun til hinder for effektive tiltak for å løfte Europas konkurransekraft.

### EU truer Kina med importtoll

Ursula von der Leyen advarte Kina i en tale under i Davos at om ikke Kina begynner å prise karbonutslipp for å få ned deres utslipp. Leyen uttalte at det ikke bare var på grunn av klimahensyn, men også utfra et rettferdighetshensyn, og at EU vil beskytte både europeiske bedrifter og deres ansatte fra urettferdig konkurranse fra Kina. Dette kan være bety at Europa er i ferd med å innse at de, i likhet med USA, må beskytte egen industri fra urettferdig konkurranse fra Kina.

<sup>1</sup> [https://ec.europa.eu/commission/presscorner/detail/en/qanda\\_20\\_24](https://ec.europa.eu/commission/presscorner/detail/en/qanda_20_24)

# Utviklingen i ulike markeder

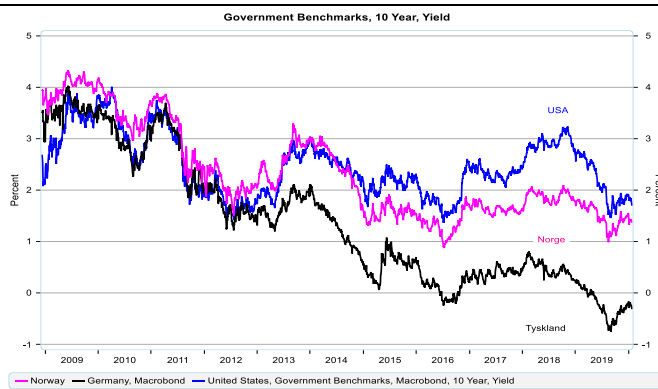
Norge – Oslo børs siden 2008



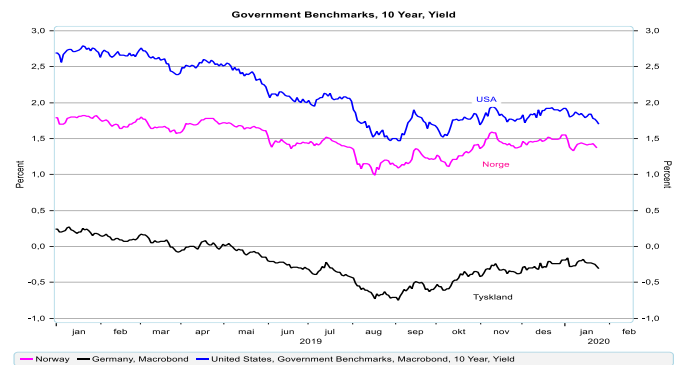
Norge – Oslo børs siden årsskifte



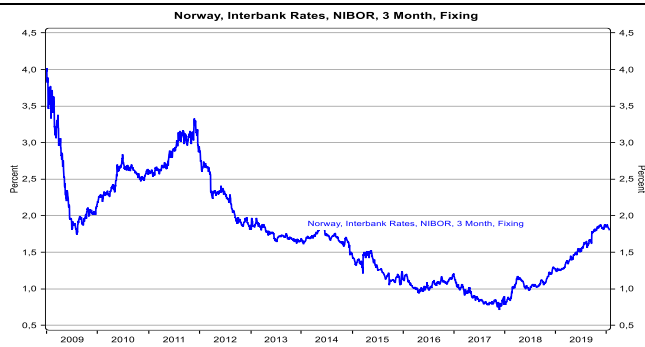
10 års statsrente – Norge, Euro, USA



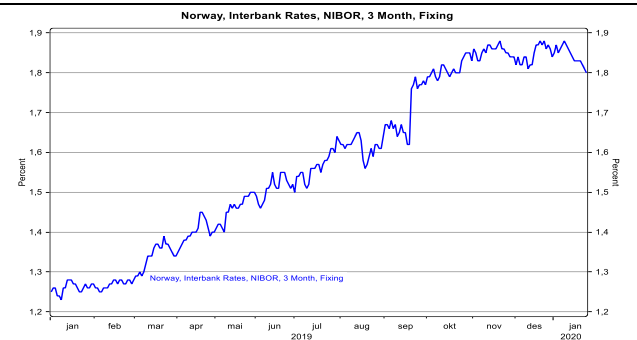
10 års statsrente siden årsskifte



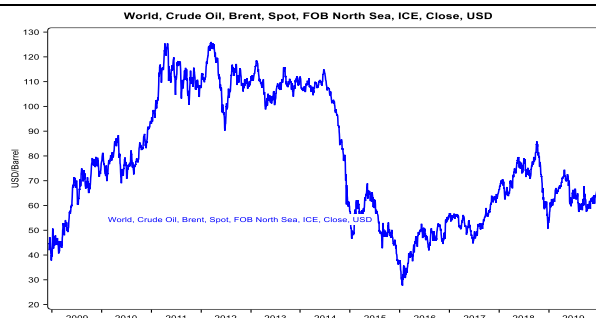
3 måneders interbankrente (NIBOR)



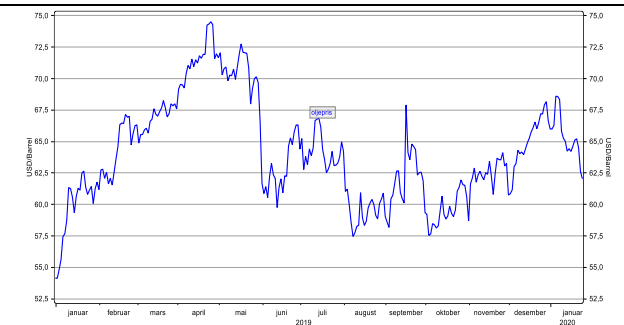
3 m NIBOR siden årsskifte



Oljeprisen siden 2008



Oljeprisen siden årsskifte



Kilde: SpareBank1, Macrobonds