

Markedet og økonomien i 2012

Det var ikke lett å være langsiktig i 2012. Men det var lønnsomt.

Også i 2012 var finansmarkedene preget av politisk risiko, uttalt pessimisme og tidvise streif av håp og grådighet, med en stadig jakt på det neste makroøkonomiske nøkkeltallet og spent tolkning av tvetydige indikatorer.

Og også denne gang viste det seg at mye av informasjonsstrømmen best kunne beskrives som kortsiktig støy. For de aller fleste selskapene holdt frem som de stevnet, tjente penger og skapte verdier for aksjonærer, ansatte og långivere. Dermed endte 2012 som et mer enn tilfredsstillende år for aktører i de fleste deler av finansmarkedene.

Men det bød på noen strukturelle endringer av interesse – og skjuler noen faresignaler det kan være greit å være klar over. Som hovedtrekk i finansåret 2012 vil vi fremheve følgende faktorer:

- Svak vekst i toneangivende, vestlige land har gitt lave renter.
- God vekst hos våre egentlige handelsdrivere har gitt gode eksportvilkår.
- Den kombinasjonen har gitt oppgang i aksjemarkedet og rekordår i obligasjonsmarkedet.
- Norsk økonomi har fremstått som bunnsolid – men har trolig vært mer oljefyrt enn mange er klar over.

Aldri så galt ...

Lave renter er i utgangspunktet et dårlig tegn. Det signaliserer normalt dårlige vekstutsikter, enten det reflekterer myndighetenes ønske om å stimulere veksten (lave korte renter) eller markedets frykt for dårligere tider (lave lange renter).

Begge deler har vært tilfelle for store deler av vårt finansielle om-land. Eurolandene fikk en samlet reduksjon i BNP på 0,8 prosent i fjor, Sverige mistet 0,3 prosent, og selv Storbritannia klarte bare å vokse med 0,7 prosent, ifølge IMF.

Med slike konjunkturer lar det seg forstå at styringsrentene holdes lavt. Den amerikanske sentralbanken har lenge holdt en målsone på 0-0,25 prosent, mens den europeiske sentralbanken i fjor kuttet sin styringsrente til 0,75 prosent. Likeledes lar det seg forstå at markedsrentene er lave. Og med lille Norges åpne økonomi og frie valutakurser må vi slå følge et stykke på vei.

I 2012 har vi således hatt lave og fallende renter i begge ender av rentekurven. Styringsrenten ble i fjor kuttet fra 1,75 til 1,5 prosent, pengemarkedsrentene falt med over ett prosentpoeng til vel 1,8 prosent, og renten på tiårige statsobligasjoner krympet fra 2,4 til vel 2,0 prosent. På den måten har norsk økonomi fått en stimulerende impuls som den neppe har hatt synderlig behov for.

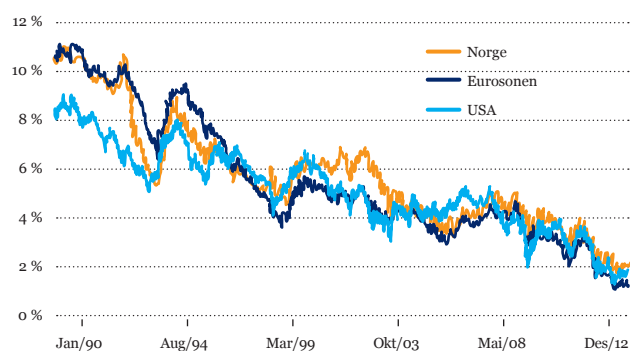
Underliggende handelspartnere?

I makroøkonomi handler det gjerne om Norges handelspartnere. Riktignok er det nok å si at de lave rentene er påført oss av våre finanspartnere – et overlappende, men ikke identisk begrep. Dessuten er det slik at våre handelspartnere ikke gir et dekkende bilde av situasjonen for norsk eksport.

I aksjemarkedet prøver man å forstå markedsrisikoen som en eksponering overfor ulike risikofaktorer, fra vekst og inflasjon til oljepris og valutakurser. En tilsvarende tankegang kan anvendes på makroøkonomi. Om Norge selger olje til Belgia, er den økonomiske veksten i Kina viktigere for salgssummen enn veksten i Belgia.

I dette eksemplet representerer Kina vår underliggende eksponering. Og de har god vekst, de. Globalt var faktisk 2012 et helt gjennomsnittlig år, om vi sammenligner med BNP-veksten siden 1980. Fremvoksende land har kompensert for svak eller manglende vekst hos våre tradisjonelle handelspartnere – et forhold som har kommet norsk økonomi til gode.

Falt og falt - til nå



Effektiv rente på tiårige statsobligasjoner. Kilde: FactSet

Et ideelt børsår



OSEBX. Kilde: Oslo Børs

Et godt aksjeår ...

Mange investorer har dermed fått i pose og sekk, med gode selskapsresultater, lav kapitalkostnad og stigende verdsettelse. Det er en god oppskrift for kursoppgang. Når så stemningen på Wall Street skifter fra skepsis til forsiktig optimisme, skulle det bare mangle at Oslo Børs holdt følge.

Ordet stemning er valgt bevisst. De siste to-tre årene har aksjemarkedet vært preget av stemningsbølger på et halvt til ett år. I bransjesjargongen heter det at markedet har vært sentimentdrevet.

Og sentimentet skiftet omtrent halvveis i 2012. Etter en bunn rundt halvårsskiftet begynte pilene å peke oppover. I aksjemarkedet stoppet de ikke før hovedindeksen på Oslo Børs hadde gitt en avkastning på 15,4 prosent, forøvrig tett opptil den amerikanske indeksen S&P 500. For den langsiktige investor er dette noe nær ideelt. En solid påskjønnelse for risiko, ikke minst om man sammenligner med rentenivået, men ikke så friskt at det innvarsler sitt eget tilbakeslag.

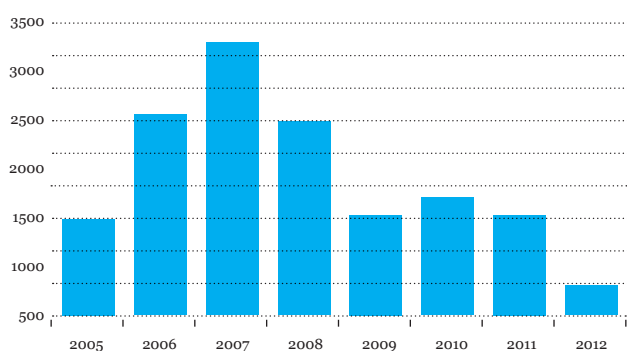
... for noen

Investeringsviljen holdt imidlertid ikke følge. For det første var fjorårets norske aksjemarked preget av lav likviditet. Selv om nye handelsveier gjør at Oslo Børs ikke lenger er synonymt med det norske aksjemarkedet, er det slående at aksjeomsetningen der falt med over en tredjedel i fjor.

For det annet falt den ikke like mye for alle aksjene. Omsetningen var konsentrert om de mest likvide aksjene, hvilket også gav dårligere kursutvikling for mange mindre likvide aksjer – og en større utfordring for investorer som tidligere har kunnet høste en meravkastning nettopp i slike aksjer. I 2012 gav denne strategien mindreaktning.

Og for det tredje var det fremdeles begrenset interesse for å investere i aksjer. Etter alt å dømme var det lavt utbud snarere enn høy etterspørsel som lå bak kursoppgangen. Tall fra Verdipapirfondenes forening viser at norske personkunder i 2012 nettotegnet aksjefond for marginale 232 millioner kroner. Norske institusjonskunder nettotegnet bare for omtrent ti ganger så mye,

Mindre likvid børs



Årlig aksjeomsetning på Oslo Børs i milliarder kroner. Kilde: Oslo Børs

hvorav halvparten i desember alene. Her må dette betegnes som små beløp.

Så hvor tok pengene veien?

Rekordår i obligasjonsmarkedet

Svar: De fant veien inn i obligasjonsmarkedet. For der var det rekordår, både på den ene og på den andre måten.

I løpet av 2012 ble det emittert foretaksobligasjoner for over 96 milliarder kroner, over det dobbelte av volumet fra året før. Godt og vel halvparten var høyrente-obligasjoner (high yield), altså lånepapirer med høyere risiko og følgelig høyere forventet avkastning.

Bransjefordelt står shipping og oljerelaterte næringer for omtrent halvparten. Andre sektorer har imidlertid økt sin andel.

Indirekte er denne veksten en ettervirkning etter finanskrisen. Bankene underlegges stadig strengere krav om kapitaldekning og må da begrense utlånsveksten. I Norge har dette først og fremst rammet bedriftskundene, mens utlån til boligformål har fortsatt som før. Dermed har behovet for alternativ selskapsfinansiering vokst frem.

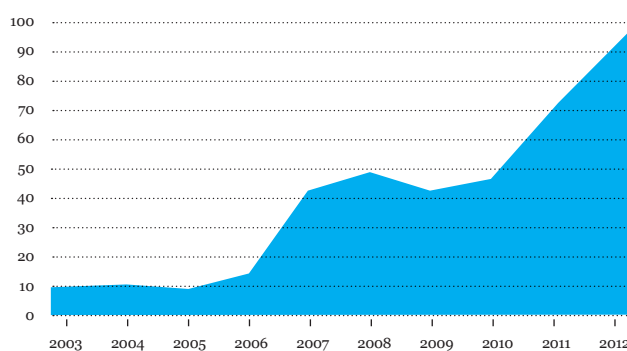
Institusjonelt har obligasjonsmarkedet vært godt rustet til å møte utfordringen. I Norge har vi etter hvert etablert gode ordninger, med omfattende dokumentasjon og en velfungerende tillitsmannsordning. Pareto Securities har for øvrig vært engasjert i etablering av en tilsvarende ordning i Sverige.

Slik sett er det gode grunner til å oppfatte veksten i obligasjonsmarkedet som strukturell. Men den fikk god hjelp av sykliske forhold i 2012.

Høy høyrente

Selv om statsrentene er lave, har foretaksobligasjoner gitt en meget hyggelig avkastning i det forgangne året. Risikopremiene, uttrykt som påslaget over risikofri rente, er fortsatt historisk høye – ikke minst som andel av den totale renteavkastningen.

Renter for alle pengene



Akkumulert differanse i milliarder kroner mellom nettotegning i rentefond og nettotegning i aksjefond, norske institusjonskunder. Kilde: VFF

Resultatet er at også avkastningen har vært av det historiske slaget. Ifølge Pareto Securities har BB-ratede obligasjoner utstedt i norske kroner gitt en snittavkastning på 9,1 prosent, mens B-rating har gitt investorene 13,8 prosent og CCC-rating hele 21,8 prosent.

Obligasjoner i norsk valuta har i stor grad flytende rente, hvilket vil si at rentesatsen justeres med endringer i markedsrenten. I slike tilfeller vil den høye avkastningen for investorene gjenspeile en høy fremmedkapitalkostnad for selskapene. Hvorfor de likevel finner det hensiktsmessig å finansiere seg i obligasjonsmarkedet? En grunn er nok at egenkapital fortsatt er dyrt, i den forstand at prisingen i aksjemarkedet ennå er forholdsvis lav.

Mange norske selskaper, typisk de som har inntekter i dollar, utsteder obligasjoner nominert i dollar. Her er det normalt tale om fastrenteobligasjoner. I 2012 har det gitt fantastisk uttelling for investorene, grunnet nedgang i både risikofri rente og kreditt-premier: Snittavkastningen for dollarnominerte obligasjoner i det norske markedet er over 20 prosent, og i kategorien CCC er det over 40 prosent!

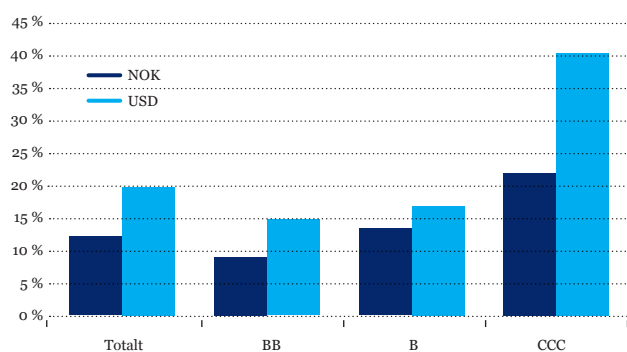
Så gjelder det å huske at denne rekordavkastningen er en funksjon av høyere risiko.

Undervurdert oljefyring

En mer grunnleggende form for risiko gjelder den norske økonomien, som i 2012 har fremstått som både frisk og robust. På lengre sikt bør man ikke ta dette for gitt. Paretos analyser tilsier at norsk økonomi har vært enda mer oljedrevet enn det som er alment kjent.

Tradisjonelle BNP-tall fanger ikke opp prisendringer på olje, så det kan være greit å starte med inntektstall. Ifølge regjeringens siste perspektivmelding har prisøkning på olje og naturgass bidratt med 2,0 prosentpoeng av den årlige snittveksten på 3,3 prosent i disponibel realinntekt for Norge i perioden 2004–2011. En høy andel? Etter vår vurdering er det snarere en undervurdering. Her er nemlig oljens bidrag beregnet helt statisk. Det som mangler, er hvordan høye oljepriser stimulerer fastlandsøkonomien.

Rentefest



Gjennomsnittlig avkastning i 2012 for obligasjoner i det norske markedet etter valuta og rating-kategori. Kilde: Pareto Securities

Når Statistisk sentralbyrå publiserer nøkkeltall for Fastlands-Norge, er det et helt sentralt tall som mangler: vårt viktigste eksportmarked. Etter våre anslag «eksporterte» fastlandsøkonomien i fjor varer og tjenester til petroleumsvirksomheten for over 215 milliarder kroner, mer enn tre ganger så mye som hele Norden til sammen – og mer enn tre ganger så mye som i 2001. Målt som andel av fastlands-BNP tilsvarer det nesten ti prosent. Hvorfor så mye?

Olje – en fastlandsvirksomhet

Høyere oljepris gir selvfølgelig høyere aktivitet i Nordsjøen og derigjennom høyere aktivitet hos alle underleverandørene på fastlandet. Men det er ikke hele historien. Minst like viktig er det at oljen er blitt dyrere å utvinne. Modne oljefelt og komplisert geologi har vært en oppskrift på fastlandsfest.

Kostnadsutviklingen for Statoil kan være en god illustrasjon. Mens driftskostnader og avskrivninger i 2001 summerte seg til under syv dollar fatet, kom de tilsvarende postene i fjor opp i nesten 20 dollar til sammen. Og her er nøkkelen: Mye av mellomgeget har havnet på fastlandet.

Det er altså ikke oljeprisjubel og fete resultater i Nordsjøen som har smittet over på fastlandet. Forholdet er snarere omvendt: Fastlandet har dratt nytte av at oljevirksomheten ikke har tjent like mye penger som prisoppgangen skulle tilsi. Dermed havner mye mer av hver oljekrone på fastlandet enn for bare få år siden. Slik er også fastlandsøkonomien blitt oljefyrt.

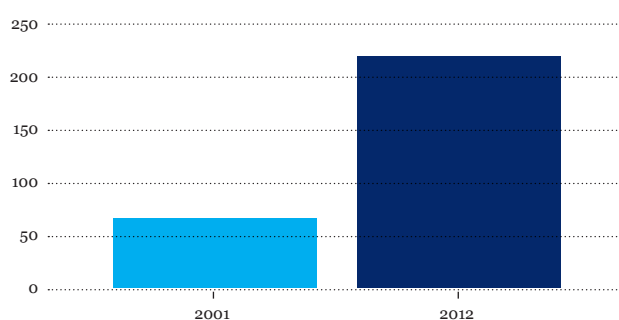
Hva oljefondet kunne blitt

For norsk økonomi er dette mye viktigere enn den rene inntekts-effekten fra oljeprisen. Det er også mye vanskeligere å porsjonere ut enn den mer marginale delen av oljeinntektene som politikerne diskuterer.

Statens pensjonsfond utland, mer kjent som oljefondet, hadde ved årsskiftet en verdi på over 3.800 milliarder kroner. Nesten halvparten, omtrent 1.760 milliarder, kan tilskrives høyere oljepriser enn man la til grunn da oljefondet ble opprettet.

Men oljefondet er ikke blitt 1.760 milliarder større enn man så for

Nesten 10 % av fastlands-BNP



Etterspørsel fra oljevirksomheten rettet mot fastlandsøkonomien i milliarder kroner. Paretos anslag.

seg da. Det er «bare» blitt snaut 500 milliarder større, ifølge våre egne beregninger.

Lavere realavkastning enn de forventede fire prosent forklarer godt og vel halvparten av forskjellen. Resten – tilfeldigvis nærmere 500 milliarder det også – skyldes i all hovedsak at mer av oljeinntektene har lekket ut som høyere kostnader. Og de kostnadene har i stor grad vært inntekter for fastlandsbedriftene.

Den egentlige stimulansen

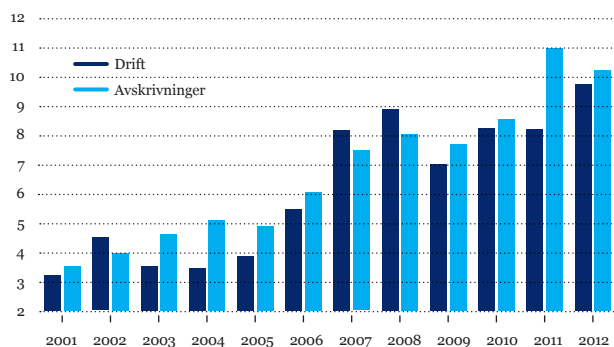
Omfanget er ikke uvesentlig her. Regjeringen har gjort et poeng av at man nå bruker mindre oljepenger enn den såkalte handlingsregelen tilsier. Dette «underforbruket» utgjør til sammen 42 milliarder 2012-kroner siden oljefondet ble opprettet.

I realiteten har man antagelig brukt mer penger enn forutsatt, siden handlingsregelen automatisk gir høyere pengebruk når fondet vokser. Når fondet nå er blitt nesten 500 milliarder høyere enn forutsatt, gir dette grovt regnet mulighet til å bruke 20 milliarder ekstra i året uten å bryte handlingsregelen.

Denne effekten er likevel mye viktigere – og undervurdert: Noen milliarder mer eller mindre over statsbudsjettet drukner mot de nærmere 500 milliarder som har lekket ut som stimulanter til fastlandsøkonomien. Og da har vi ikke tatt med en eneste krone i ringvirkninger (multiplikatoreffekter).

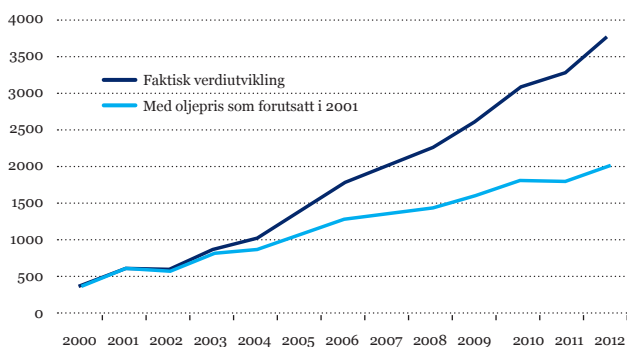
Resultat: Også Fastlands-Norge svinger i takt med oljeprisen.

Stadig dyrere for Statoil



US dollar pr. fat. Kilde: Pareto

Enorm oljeprisbonus



Tall i milliarder kroner. Kilde: NBIM, Pareto

Bare sjekk (se graf) hvordan forskjellen mellom BNP-veksten i Fastlands-Norge og i Sverige følger oljeprisen med et visst etterslep.

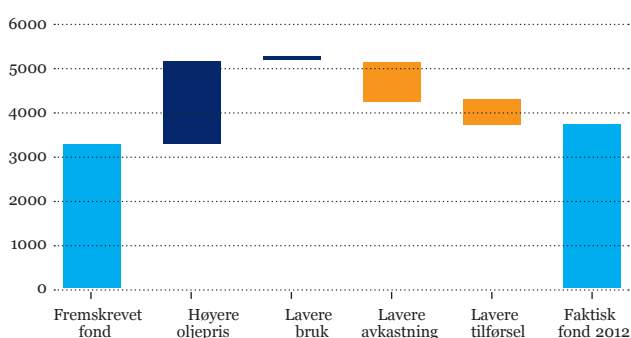
Selvfølger er det positivt at oljeinntektene har kommet større deler av norsk næringsliv til gode. Dette har gitt frisk aktivitet, høy sysselsetting og god avkastning for aksjonærene. Men heller ikke denne avkastningen er risikofri. Norsk økonomi er neppe så vaksinert mot dårlige konjunkturer som mange nå synes å forutsette.

2012 i et nøtteskall

OSEBX	+15,4 %
S&P 500 return	+16,0 %
MSCI World net	+15,8 %
3 mnd NIBOR	fra 2,89 % til 1,83 %
10 år stat	fra 2,41 % til 2,04 %
Aksjeomsetning Oslo Børs (verdi)	-35,2 %
Brent Blend	fra USD 106,87 til USD 109,89
USD/NOK	fra 5,99 til 5,57
EUR/NOK	fra 7,75 til 7,34
BNP-vekst globalt	3,4 %
BNP-vekst Norge	2,7 %
BNP-vekst Fastlands-Norge	3,8 %

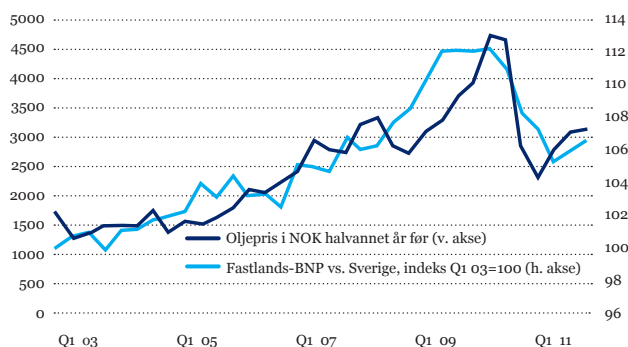
Kilder: Oslo Børs, S&P Dow Jones Indices, MSCI, Norges Bank, FactSet, IMF, SSB, Pareto. BNP-vekst er oppdatert med reviderte anslag etter at de respektive årsrapportene for Pareto ble publisert.

Bak veksten i oljefondet



Milliarder 2012-kroner. Kilde: Pareto

Oljen smører fastlandsøkonomien



Kilde: Pareto, SCB, SSB