

Markedet og økonomien i 2013

Globalt ble vekstanslagene nedjustert. I Norge kom stadig sterkere advarsler om at de gode tidene var over. Og aksjemarkedet steg til nye toppnoteringer. 2013 var et helt vanlig år, med andre ord.

Det er alltid noe å bekymre seg for. En gjenganger dette året var frykt for svakere global vekst, gjerne med henvisning til høye eiendomspriser og spekulative lån i Kina. Da IMF i oktober presenterte sin sedvanlige høstversjon av World Economic Outlook, var anslagene for 2013 nedjustert for sjette gang på rad – med behørig påpekning av mangt som kunne gå galt. Også anslagene for 2014 var nedjustert, for tredje gang av tre mulige.

Imens steg verdensindeksen fra MSCI til nye toppnoteringer. Målt i lokal valuta gav indeksen en avkastning på nesten 30 prosent, det beste resultatet siden 1986.

Her hjemme var det tiltagende bekymring for veksten i norsk økonomi. Dels ble det stadig tydeligere at fastlandsveksten ville lide under svakere impulser fra oljevirksomheten, dels var det lett å regne ut at lønnskostnadene i norsk næringsliv hadde galoppert langt forbi nivået hos våre handelspartnere. Noen drahjelp fra boliginvesteringene var heller ikke påregnelig, snarere tvert imot. I løpet av året ble anslagene for norsk økonomi kraftig nedjustert.

Imens gikk hovedindeksen ved Oslo Børs i ny toppnotering, for første gang på over seks år. Ikke uventet ble den nye rekorden – som holdt i nøyaktig én dag – gjenstand for mye oppmerksomhet.

Tiltagende optimisme ...

Oppmerksomhet rundt nye toppnoteringer er like forståelig som det er misforstått. Med jevne mellomrom skal markedet nå nye

topper, simpelthen fordi selskapene normalt går med overskudd. Sammenlagt har selskapene i den amerikanske indeksen S&P 500 faktisk aldri gått med underskudd. Hadde det ikke vært for kurssvingninger, ville børsen gått i all-time high hver eneste dag – slik en vanlig sparekonto gjør.

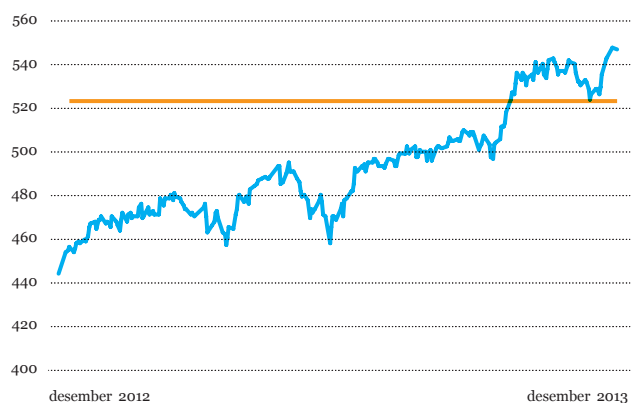
At den nye toppnoteringen sammenfalt med en stigende strøm av negative signaler, har også sin naturlige forklaring. Tre faktorer kan fremholdes som særlig viktige.

For det første kom det stadig flere signaler om ny eller økende vekst i land som lenge hadde slåss med stagnasjon eller også resesjon, i særdeleshet europeiske land ganske uten mulighet til fiskal stimulans av økonomien. Mange nøkkeltall kom inn bedre enn prognosene kunne tilsi. Markedet ble sikrere i sin tro på bedre tider.

Dette kan virke paradoksalt, ettersom en rekke makromiljøer samtidig nedjusterte sine anslag for både global og norsk økonomi. Foreløpige tall tyder heller ikke på at veksten ble spesielt sterk dette året.

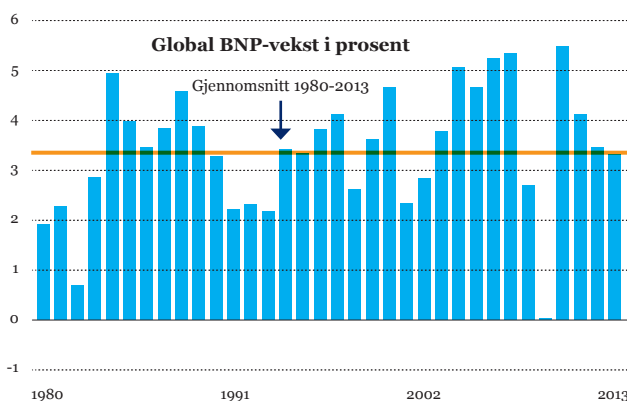
Både eksterne studier og Paretos egne beregninger viser imidlertid at det ikke er noen statistisk sammenheng mellom kursendringer og økonomisk vekst samme år. Til gjengjeld er det en svært klar sammenheng mellom kursutviklingen et år og økonomisk vekst *neste år*.

Endelig forbi gammel topp



Hovedindeksen ved Oslo Børs. Kilde: Oslo Børs

Litt under middels



Kilde: IMF

Kursoppgangen innvarslet slik sett en mye mer optimistisk prognose for 2014 enn anslagene fra ulike makromiljøer, der for eksempel SSB i skrivende stund ventet 0,6 prosent BNP-vekst i Norge. (Memo: Foreløpig regnskap for 2014 sier 2,2).

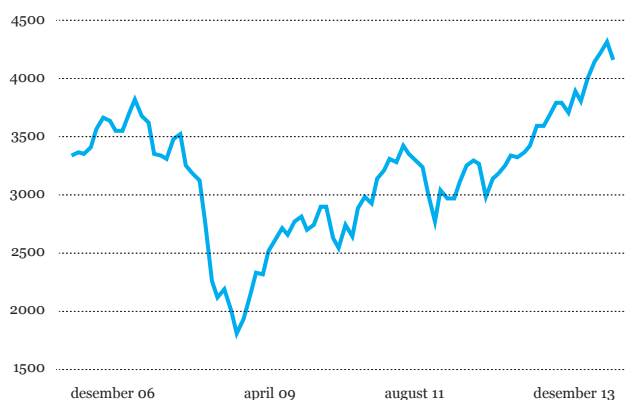
Skal vi tro på denne mer optimistiske prognosen? Rent statistisk er det i alle fall grunn til det. Pareto dokumenterte i fjor at verdensindeksen har vært en vesentlig mer treffsikker indikator for fremtidig vekst enn anslagene fra IMF – selv om sistnevnte på mange måter er toneangivende i en rekke miljøer. Den sterke koblingen mellom kursutviklingen og fremtidig vekst er også påvist i andre studier.

Erfaringsmessig er det mange som finner dette overraskende. De burde imidlertid ikke la seg overraske. Aksjemarkedet reflekterer jo gjennomsnittet av alle aktive spådommer om fremtiden, eller mer konkret alle spådommer som følges opp med faktiske investeringsvalg. Normalt skal derfor markedet ligge et godt stykke foran realøkonomien.

... høyere prising ...

For det annet betød tiltagende tillit og lavere usikkerhet at investorene reduserte sin risikoaversjon – prisingen økte. Amerikanske aksjer var ved utgangen av 2013 priset til nærmere 2,7 ganger bokført egenkapital, ifølge FactSet, mens norske aksjer med oppunder 1,6 kom inn betydelig rimeligere. Det siste representerte likevel en oppgang på bortimot 20 prosent. Målt

Mot nye høyder

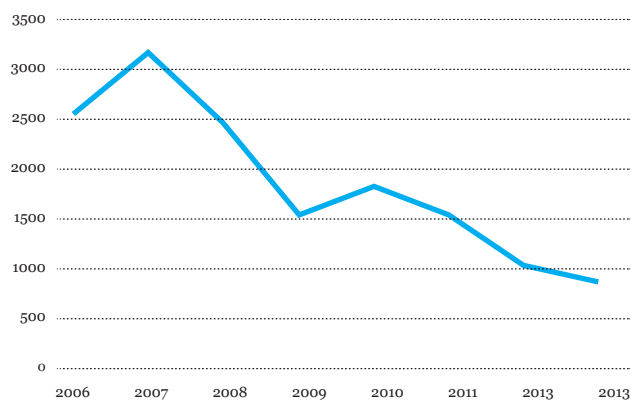


MSCI World net (eks. kildeskatt), totalavkastning målt i dollar: Kilde: MSCI

mot inntjeningen økte prisingen med over 30 prosent, enten vi sammenligner med realiserede eller estimerte resultater.

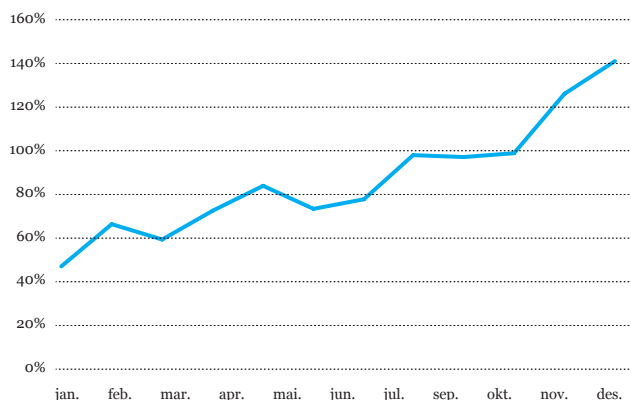
Også 2013 endte riktignok med lavere omsetning av aksjer på Oslo Børs, slik tendensen nå har vært gjennom flere år. Men årsomsetningen skjuler at likviditeten måned for måned tok seg opp. Ved inngangen til året lå omsetningen på omtrent det halve av samme periode året før. Mot slutten av året var omsetningen klart høyere enn tilsvarende periode i 2012.

Fortsatt tørt



Total omsetning av aksjer, egenkapitalbevis og ETF på Oslo Børs i milliarder kroner. Kilde: Oslo Børs

Investeringsviljen som kom tilbake



Aksjeomsetning Oslo Børs 2013 i prosent av 2012, to måneders glidende gjennomsnitt. Kilde: Oslo Børs, Pareto

Et lignende mønster kan spores innen kapitalforvaltning. For eksempel stod desember alene for mer enn hele årets netto-tegning i aksjefond, ifølge Verdpapirfondenes forening. Så skarpt har ikke mønsteret pleid å være, selv om desember normalt er en god fondsmåned.

... og lite fristende alternativer

Og for det tredje fremstod det primære alternativet til aksjer som lite fristende. Etter at rentene i en årrekke hadde falt og falt, både nominelt og reelt, var det ikke bare lav forrentning på både bankinnskudd og kortsiktige rentepapirer. Potensialet for ytterligere fall, og dermed kursoppgang på lengre obligasjoner, var åpenbart begrenset. Som sentralbanksjef Øystein Olsen sa det i sin årstale i februar 2014: «... nå kan rentene ikke falle mye lenger.»

Skøytelegenden Hjalmar Andersen, som for øvrig døde dette året, kommenterte en gang de stadig lavere verdensrekordene på skøyter med et lakonisk «dæm kainn' itj gå på null». Sentralbanker i en rekke land har demonstrert at styringsrentene ikke er underlagt en tilsvarende logikk. Den amerikanske målrenten ligger uendret på intervallet 0–0,25 prosent (faktisk rente ligger tett på null), mens Japan holder seg på 0,1 prosent. Etter to kutt det siste året er den europeiske styringsrenten redusert til 0,25 prosent. I Norge har styringsrenten ligget fast på historisk lave 1,5 prosent.

Dette har videre slått ut i lavere pengemarkedsrenter, her hjemme ved at tre måneders NIBOR har falt fra 1,83 til 1,69 prosent i løpet av 2013.

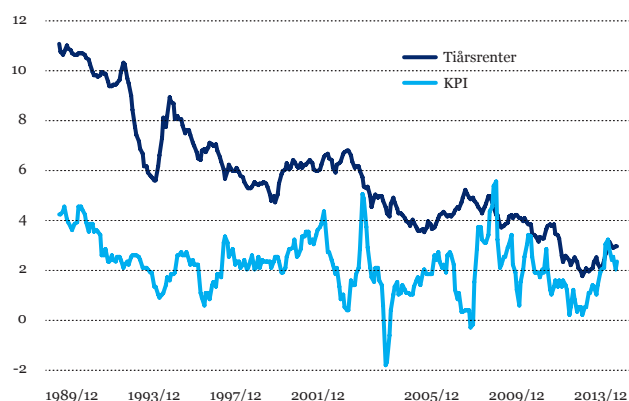
Globalt, ikke minst i USA, ser vi da også at tilstrømmingen til rentefond har avtatt eller også er reversert. Her hjemme ble det nettotegnet rentefond for 9,3 milliarder kroner i 2013, ned fra 32,3 milliarder året før. Men disse tallene er samtidig et godt eksempel på at statistikk kan fortegne virkeligheten.

Høyt i høyrente

Markedet for foretaksobligasjoner var nemlig ved upåklagelig helse i 2013. Risikopremiene trakk inn, hvilket gav god kursoppgang i mange foretaksobligasjoner, og emisjonsvolumet nådde nye høyder. Totalt ble det tegnet foretaksobligasjoner for over 104 milliarder kroner, hvorav drøyt 61 milliarder i høyrenteobligasjoner (high yield).

I tillegg er det i ferd med å vokse frem et nordisk marked for foretaksobligasjoner, med god interesse ikke minst fra både utstedere og investorer i Sverige. Etableringen av delvis norskeid Swedish Trustee og en tillitsmannsordning etter norsk mønster gir forholdsvis standardiserte institusjonelle rammer og bedre muligheter for begge lands investorer til å diversifisere sine porteføljer av foretaksobligasjoner.

Stadig mindre potensial



Effektiv rente på tiårige statsobligasjoner og løpende tolv måneders endring i konsumprisindeksen. Kilde: Norges Bank, SSB

Opp fra rentebunnen



Effektiv rente på tiårige statsobligasjoner gjennom 2013. Kilde: Norges Bank

At de korte rentene kunne falle videre i et så livlig marked, skyldes simpelthen at den korte enden av rentekurven ikke er markedsstyrt. Der er det sentralbanker og politikere som utøver den sterkeste påvirkningen.

De lange rentene, derimot, er satt temmelig fritt i markedet. Og i dette markedet var det da også oppgang å spore. I Norge steg renten på tiårige statsobligasjoner fra 2,04 til 3,04 prosent – en økning på nærmere 50 prosent.

I løpet av 2013 ble altså rentekurven mye brattere. Det er normalt et signal om bedre tider. Slik kan man konstatere at aksjemarkedet og rentemarkedet i 2013 kom med omtrent de samme signaler om fremtiden: klare signaler om bedre tider.

Reddet av kronefallet

Et åpent spørsmål er likevel *hvor* det blir bedre tider. Mens norsk økonomi de siste årene har surfet glatt forbi de bekymringsbølger som har vasket over de fleste andre europeiske land, bød 2013 på en kombinasjon av forsiktig optimisme utenlands og fallende vekst i norsk økonomi. På bare ett år hadde SSB nedjustert sitt anslag for BNP-veksten dette året fra 2,8 til 0,7 prosent, og fra 2,9 til 1,8 prosent på fastlandet.

I fjorårets årsrapport presenterte vi konklusjonene av en analyse som viste hvor oljeavhengig også Fastlands-Norge var blitt. Etter

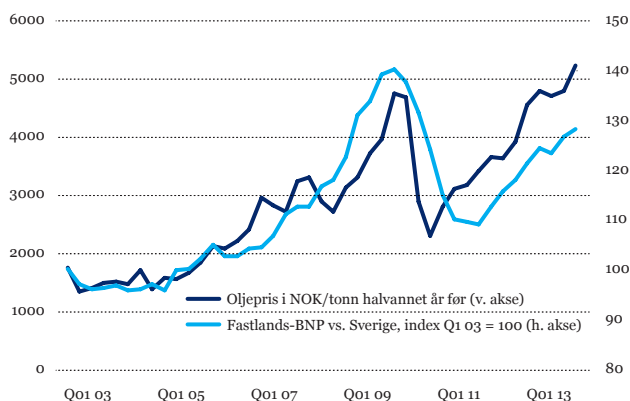
Paretos beregninger hadde fastlandsøkonomiens «eksport» til oljevirkosomheten nådd et nivå på nesten ti prosent av fastlands-BNP, mer enn tre ganger den samlede eksporten av varer og tjenester til hele Norden.

Mye skyldtes at oljen var blitt dyrere å utvinne; flere kroner pr. fat tilfløt underleverandører på fastlandet. Målt ved uteblitt tilførsel til oljefondet (Statens pensjonsfond utland) representerte dette en samlet stimulans i størrelsesorden 500 milliarder kroner. Diskusjonen om den såkalte oljepengebruken – noen milliarder fra eller til over statsbudsjettet – bleknet i sammenligning.

Etter vår vurdering er dette en sentral årsak til at lønnskostnadene også for andre næringer på fastlandet har skutt i været. Det tekniske beregningsutvalget for inntektsoppgjørene anslår nå at gjennomsnittlige timelønnskostnader for norsk industri i 2013 lå hele 55 prosent over våre handelspartnere i EU. Justert for nye grunnlagsdata tilsvarende dette riktignok en nedgang på to prosentpoeng fra året før, men den nedgangen skyldes et kraftig fall i kronekursen.

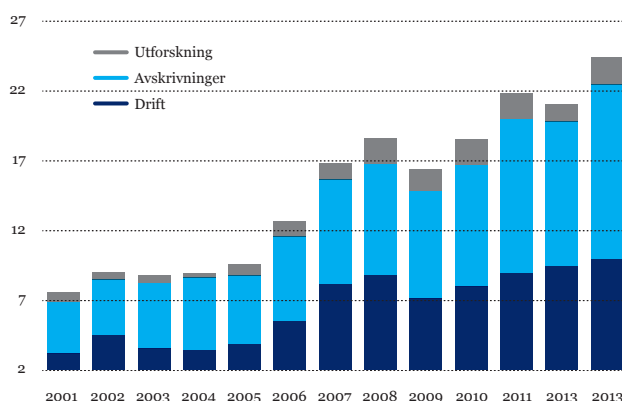
Kronefallet kom nok overraskende på mange. Til gjengjeld er det ingen tvil om at det kom beleilig. Mange eksportbedrifter ser ut til å redde sine ellers skrantende marginer på denne måten. I alle fall på kortere sikt.

Oljefyring på fastlandet



Kilde: Pareto, SCB, SSB

Stadig dyrere i Nordsjøen



Statoils kostnader i Norge, US dollar pr. fat. Kilde: Pareto Securities

Særnorsk utgiftsvekst

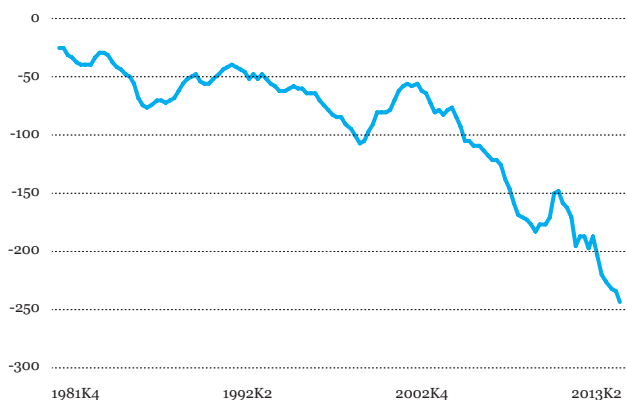
Spørsmålet er om vi også er i ferd med å dempe vekstkraften i norsk næringsliv av andre årsaker. Det er ikke bare oljen som bidrar til ensidighet i norsk økonomi. I Norge har offentlig pengebruk fått et omfang som i høy grad preger nasjonaløkonomien uten nødvendigvis å gjøre den mer robust.

Å måle offentlige utgifter i prosent av BNP – enten i fastlandsøkonomien eller justert for grunnrenten i oljevirksomheten – gir et interessant, men begrenset bilde av denne effekten. Trolig har oljevirksomheten hatt langtids ringvirkninger langt utover den årlige grunnrenten. Uten denne stimulansen til norsk økonomi ville offentlige utgifter på dagens nivå utgjort en enda større del av økonomien.

Av naturlige grunner er dessuten offentlig forvaltnings egen drift konsentrert om virksomhet med begrenset rom for produktivitetvekst. Vask og stell av eldre kan ikke automatiseres slik produksjon av biler og mobiltelefoner kan.

Mange offentlige utgiftsposter har nok positive ringvirkninger (eksternaliteter) som lett undervurderes, typisk utdannelse og infrastruktur. Spørsmålet er hvor stor del av midlene som brukes på slike poster, samt ikke minst hvor godt utgiftsøkningen er kanalisert.

Dramatikk på fastlandet?



Løpende fire kvartalers fastlandsbalanse i utenrikshandelen (uten eksport av råolje og naturgass) i milliarder kroner. Kilde: SSB, Pareto

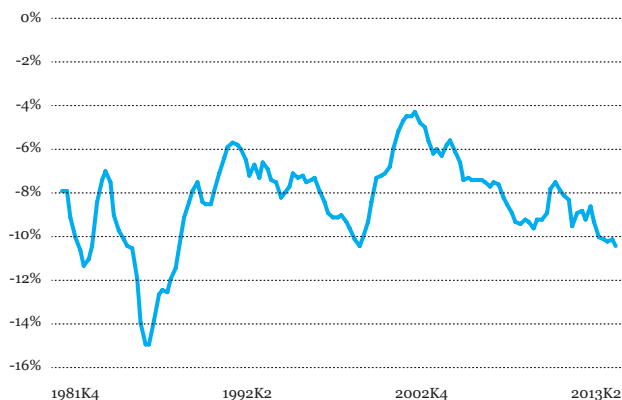
2013 i et nøtteskall

OSEBX	+23,6%
S&P 500 return	+32,4 %
MSCI World net	+26,7 %
3 mnd NIBOR	fra 1,83 % til 1,69 %
10 år stat	fra 2,04 % til 3,04 %
Aksejomsætning Oslo Børs (verdi)	-16,4 %
Brent Blend	fra USD 111,11 til USD 110,80
USD/NOK	fra 5,57 til 6,08
EUR/NOK	fra 7,34 til 8,38
BNP-vekst globalt	3,3 %
BNP-vekst Norge	1,0 %
BNP-vekst Fastlands-Norge	2,3 %

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.

I dette årtusenet har offentlige utgifter økt med 141 prosent her i landet. Østenfor Kjølen har økningen vært på 49 prosent, eller 56 prosent om vi justerer for endringen i valutakursen. Og dette er bare de løpende utgifter. I tillegg har fremtidige utgifter økt vesentlig sterkere i Norge, dels gjennom de bindinger som ligger i dagens utgiftsposter, dels gjennom en mye kraftigere økning i pensjonsgjelden.

Eller business as usual?



Fastlandets handelsbalanse i prosent av fastlands-BNP. Kilde: SSB, Pareto

Fra 2001 har den norske, offentlige pensjonsgjelden nesten holdt tritt med den eksplosive økningen i verdien av Statens pensjonsfond utland. Mens fondet i denne perioden har økt med 4.100 milliarder kroner, har pensjonsgjelden vokst med 3.700 milliarder. Den reelle inndekningen er altså ikke så mye bedre enn den var, tross meldinger om hvor mye rikere hver nordmann er blitt.

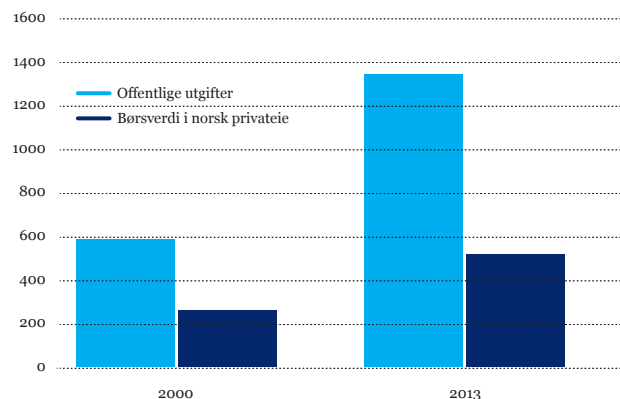
Sammenlignet med andre land skulle vi imidlertid ha god råd til å kjøpe folk ut av arbeidslivet.

Hvor er sluttkundene?

Om det er grunnlag for skepsis til utviklingen i norsk økonomi, er det også grunn til å påpeke at næringslivet i Norge er stadig mindre avhengig av utviklingen i den hjemlige økonomien. En tilsynelatende nokså stabil eksportandel kan her være ganske misvisende, siden mange bedrifter med innenlandske kunder er underleverandører til et eksportprodukt – med oljeservicebedrifter som et talende eksempel.

Uansett problemer i hjemlig økonomi vil vi altså få jevnlig påfyll av nye, vekstkraftige bedrifter med slutt kunder i andre land og eksponering mot helt andre faktorer enn nasjonalregnskapet i Norge.

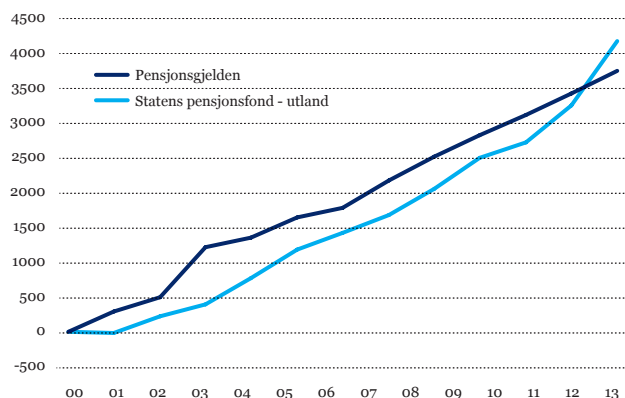
Mer politikk, mindre børs



Milliarder kroner. Kilde: Finansdepartementet, Oslo Børs

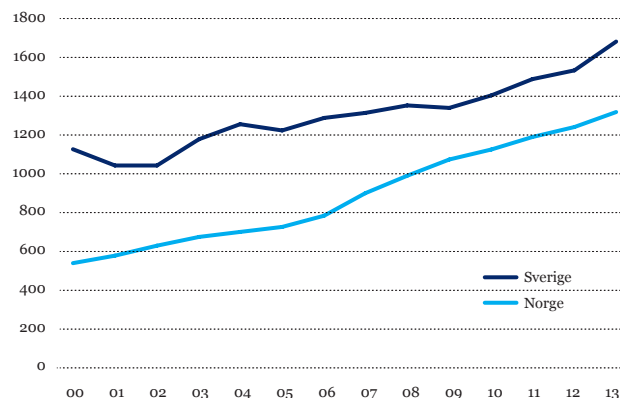
For disse bedriftene kan vi skaffe gode investorer, og for investorene kan vi finne gode bedrifter å investere i. Disse prosessene drives videre og gir Pareto gode muligheter til fremtidig vekst. Poenget er bare at en oljedrevet økning i både kostnader og offentlige utgifter har gitt næringslivet en tryggsekk av ikke uvesentlig tyngde. Da er det greit å ha en viss idé om den reelle vekten.

Pensjonsskappøpet



Summen av årlige endringer siden 2001 i milliarder kroner. Kilde: FI/NBIM

Fra 50 % av Sverige til 80 %



Totale offentlige utgifter i milliarder norske kroner. Kilde: SSB/FI/SCB