

# Markedet og økonomien i 2016

*Hva vi kommer til å huske 2016 for? Her er tre forslag: Oljekrisen nådde et vendepunkt, rentenivået nådde et vendepunkt, og aksjemarkedet gjorde det ikke.*

I en tidligere analyse anslo Pareto at det ville ta omtrent seks kvartaler fra oljeprisen begynte å falle til fastlandsøkonomien ville rammes med full styrke. Ved inngangen til 2016 hadde det gått nøyaktig seks kvartaler siden oljeprisen satte utfor. I oljeservice hadde problemene for lengst tårnet seg opp, og uroen fikk rikelig med påfyll fra utlandet. Globalt vaklet markedene mellom bekymring og panikk.

Slik begynte 2016 – og slik fortsatte det ikke. Etter noen få uker avtok uroen, uten noen påtagelig avgjørende nyheter av økonomisk art. Markedet nærer først dyp bekymring for avtagende kinesisk vekst. Så, kort tid senere, nærer ikke markedet den samme bekymringen likevel.

Og slik fikk vi enda en gang bekreftet at stemningen i verdens aktivamarkeder kan skifte ganske brått på kort tid.

Utfordringen er å finne de underliggende mønstrene.

## Først, ett skritt tilbake



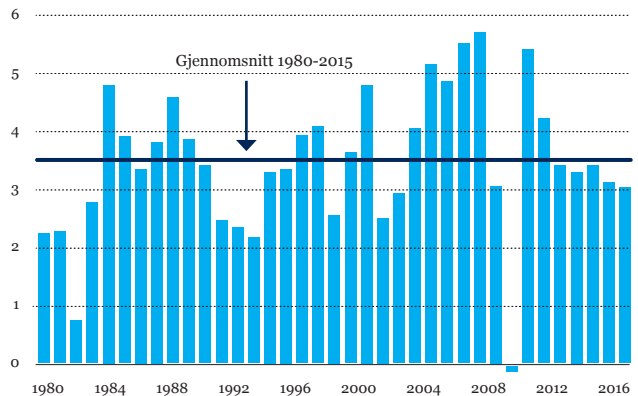
Hovedindeksen på Oslo Børs fikk en dårlig start på 2016. Siden gikk det jevnt oppover.  
Kilde: Oslo Børs

## Oljeprisen som barometer

Kinas betydning for den internasjonale veksten er vanskelig å vurdere og lett å misforstå. Nasjonal statistikk anses som upålitelig, og delvis styrte markeder oppfører seg uforutsigbart, ikke minst i belånt eiendom. Dessuten ser vi at samvirkningene med resten av verden lett blandes sammen med interne virkninger i Kina, typisk når noen anslår effekten av den kinesiske veksten på den globale veksten – der mye finner sted i nettopp Kina.

Ofte er man henvist til å følge med på indirekte effekter, som energiforbruket eller import av råvarer. For eksempel kan Kinas import og forbruk av olje være en nyttig indikator på farten i økonomien.

## Global vekst marginalt svakere

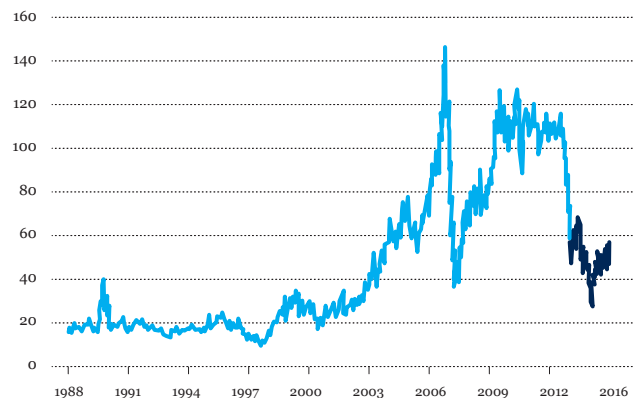


Prosentvis vekst i globalt BNP.  
Kilde: IMF

Da oljeprisen i januar 2016 krøp så langt ned som 26 til 28 dollar, avhengig av noteringsserie, reflekterte det derfor både bekymring for kinesisk vekst, global vekst og ringvirkninger for oljerelaterte næringer – som er godt representert også på Wall Street. I ettertid kan kanskje de krappe stemningsskiftene virke vilkårlige, men der og da finner de alltid nøkkeltall å støtte seg på. I januar dette året var oljeprisen et slikt nøkkeltall.

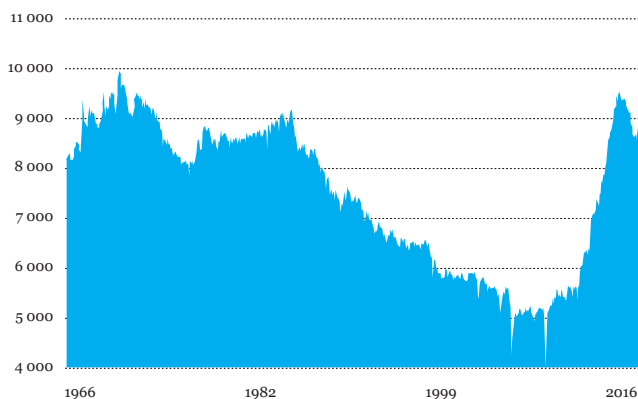
Og så snudde det oppover. Når markedet ikke finner ytterligere bekreftelse i flere svake nøkkeltall, er bordet duket for risikosøkende oppportunister som søker å plukke verdipapirer på billigsalg. I første halvdel av februar hadde S&P 500 falt med over ti prosent, og Oslo Børs med nærmere 16 prosent. Derfra var det god oppside i både oljepris og aksjer.

## Opp fra oljebunnen



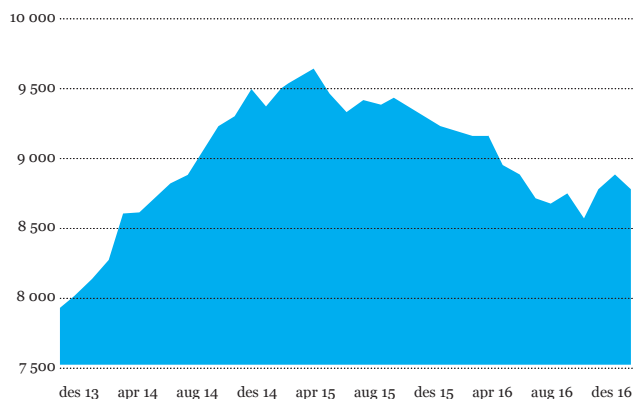
Oljepris (Brent Blend) i US dollar, spotnoteringer.  
Kilde: Bloomberg

### På gamle høyder ...



Amerikansk oljeproduksjon i tusen fat pr. dag.  
Kilde: US Energy Information Administration

### ...foreløpig?



Amerikansk oljeproduksjon i tusen fat pr. dag.  
Kilde: US Energy Information Administration

### Høyere oljetrykk

Vinteren 2016 hadde amerikanske riggtellinger lenge vist en klar, fallende tendens: Lave oljepriser sørget helt tydelig for å begrense produksjonen av skiferolje. Dette bygget tillit til at oljeprisen hadde truffet bunnen, siden stadig mer kapasitet ble tatt ut av markedet.

Utover i 2016 ble det mer oppmerksomhet rundt OPEC, som i september ble enige om å kutte produksjonen med én million fat om dagen. I november klarte organisasjonen å spikre de tilhørende kvotene.

Mindre omtalt, men fundamentalt mye viktigere, var den sterke veksten i oljeetterspørselen. I desember 2015 anslo Det internasjonale energibyrået, IEA, at verden i 2016 ville forbruke gjennomsnittlig 95,8 millioner fat om dagen. Dette representerte en økning på 0,8 millioner fra det som viste seg å bli fasiten for året før, en i og for seg solid vekst.

Innen året var omme, hadde byrået oppjustert sitt anslag en rekke ganger. Oppjusteringene fortsatte også over årsskiftet, slik at 2016 nå ser ut til å gå inn i historiebøkene med et oljeforbruk på 96,6

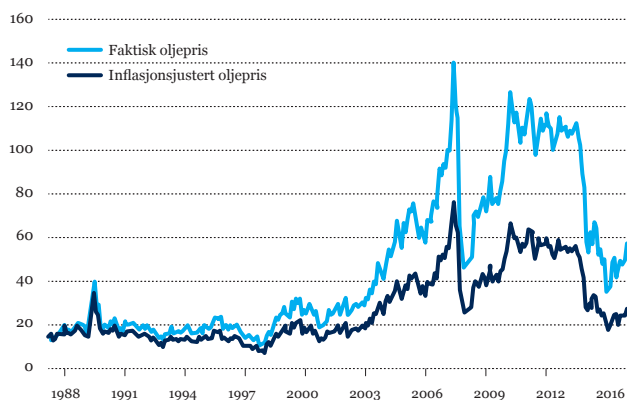
millioner fat om dagen. Veksten var med andre ord nokså nøyaktig 100 prosent høyere enn de opprinnelige anslagene innebar – og enda høyere om vi tar utgangspunktet i det nedjusterte anslaget fra februar 2016. I siste kvartal alene anslås nå etterspørselen å ha ligget hele to millioner fat høyere enn i samme kvartal 2015.

Oljeprisen fulgte omtrent samme bane, naturligvis med godt skyv fra OPEC-kvotene i november. Ved årsslutt hadde oljeprisen rullet å fordobles fra vinterbunnen.

Men hvor fundamentalt forankret er egentlig oljemarkedsrapportene fra IEA? De publiseres typisk den andre uken i hver måned. Da har organisasjonen rullet å se hvordan foregående måned gikk, ikke minst i aksjemarkedet. Og se:

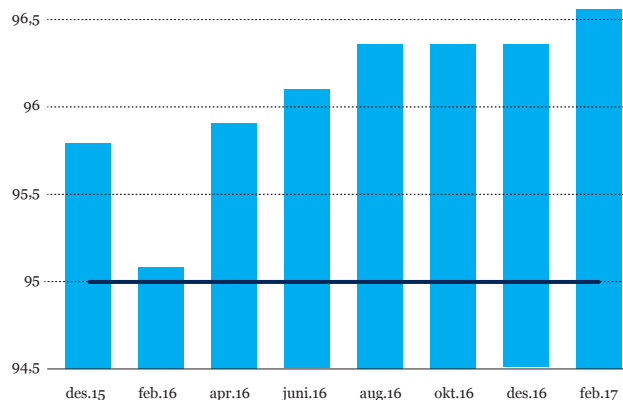
De månedlige oljeprisanslagene over disse 15 månedene viser seg å ha en korrelasjon med foregående måneds sluttnotering i den amerikanske aksjeindeksen S&P 500 på hele 93 prosent. Det er eksepsjonelt høyt. Tilfeldig? Eller kan det være at også IEA lar seg påvirke av stemningen i markedet, av sentimentet?

### Reell oljepris fortsatt moderat



Oljepris (Brent Blend) i US dollar, spotnoteringer og justert med amerikansk inflasjon.  
Kilde: Bloomberg, US Bureau of Labor

### Mye tørstere enn først antatt



Global etterspørsel etter olje i millioner fat pr. dag, anslag for 2016 på ulike tidspunkter. Mørkeblå linje viser oljeetterspørselen i 2015. Kilde: IEA

Denne konklusjonen må det være tillatt å trekke: Akkurat så vanskelig kan det være å skille fundamentale årsaker fra stemningsbølger i markedet.

### Kostnadskutt? Mest priskutt

I Norge hadde svakere krone begrenset skadevirkningene av det kraftige oljeprisfallet. For også kronefallet var betydelig: Ved inngangen til 2016 var norske kroner, målt ved valutakurven i konkurransekursindeksen, nær sitt svakeste nivå noensinne.

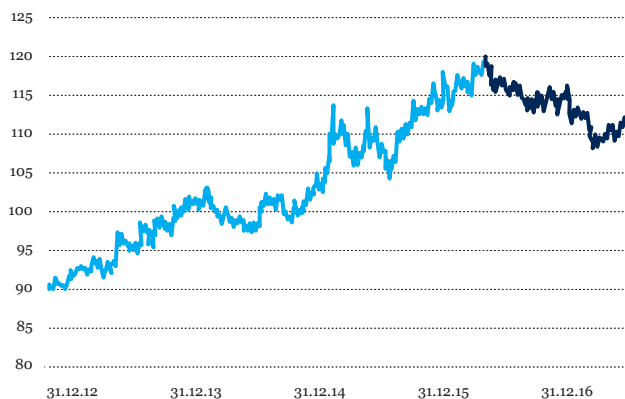
Da var riktignok immuniseringen av oljeinntektene, gjennom nedsalting i Statens pensjonsfond utland, på vei ned. I mange år hadde betydelige oljeinntekter gått rett i fondet, uten å veksles om til norske kroner, og i tillegg hadde Norges Bank kjøpt valuta for å overføre en god del til. Nå saltet vi ikke ned like mye i fondet, og Norges Bank gikk faktisk fra å kjøpe valuta til å selge valuta (kjøpe kroner). Det tydet ikke på ytterligere drahjelp til norsk økonomi fra en depresierende krone.

I oljeselskapene, med et forholdsvis velpolstret Statoil i spissen, hadde prisfallet utløst kostnadskutt i stor skala. Effekten var formidabel. Fra toppen i 2013 falt Statoils kostnader til leting og drift fra 12,10 dollar fatet til 6,20 dollar fatet – et fall på nærmere 49 prosent. Med en oljepris notert i samme valuta er dollar en logisk målestokk, men også i norske kroner blir det en betydelig reduksjon – nesten 27 prosent.

Kostnadskutt er kanskje ikke det rette ordet. Mye av dette var det underleverandørene som stod for, i form av drastiske priskutt. Og nå kunne vi endelig se priskuttene i nasjonalregnskapet. Ifølge SSB hadde verdiskapingen (bruttoproduktet) i «tjenester tilknyttet utvinning av råolje og naturgass» en prisvekst i 2016 på minus 23,7 prosent. Året før var det fremdeles positivt, med 1,9 prosent.

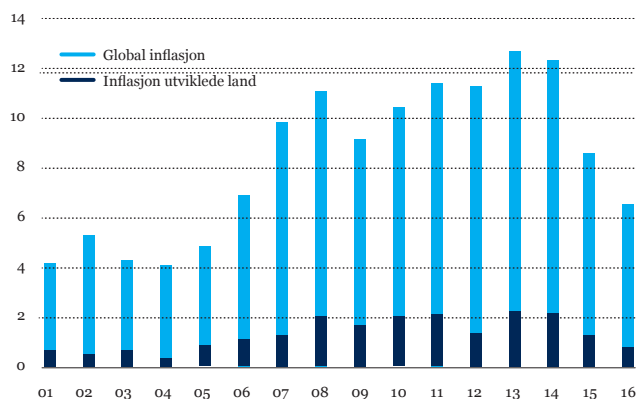
Sagt på en annen måte: Når du studerer nasjonalregnskapet for å finne veksten i bruttoproduktet, ser du ikke dramatikken. Der er jo utviklingen justert opp med en faktor tilsvarende fjorårets prisfall. Leveransene (volumene) har hatt en mye mykere utvikling enn fakturaene.

### Svekkelse i revers



Konkurransekursindeksen. Høyere tall betyr svakere krone.  
Kilde: Norges Bank

### Sokkeldeflasjon



Statoils kostnader til hhv. drift (inkl. adm./salg) og leting i US dollar pr. fat.  
Kilde: Pareto Securities

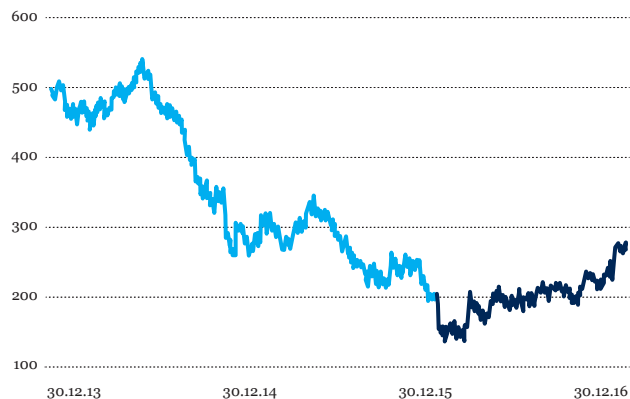
### Obligasjonsoppdyrkingen

Underleverandørene til Statoil og andre oljeselskaper er godt representert i det norske verdipapirmarkedet, både i aksjer og i obligasjoner. I aksjemarkedet var problemene tidlig og tydelig synlige i oljeserviceindeksen, som etter et foregående fall på vel 60 prosent over halvannet år falt med nye 32 prosent i løpet av noen få uker i januar. Fra dette bunnpunktet rakk indeksen til gjengjeld å doble seg innen året var omme.

Også i obligasjonsmarkedet hadde det vært mange klare kursutslag, men 2016 ble året da problemene for alvor kom til overflaten i form av mislighold, forhandlinger og restruktureringer. For oljerelaterte selskaper (som dominerer her) registrerte Stamdata mislighold i 47 lån med utestående på i alt 42 milliarder kroner, mot 15 lån og 9,6 milliarder året før. Mislighold kan være mer tekniske forhold og behøver ikke å bety store tap, men i noen av disse lånene ble det etter hvert klart at obligasjonseierne måtte realisere betydelige tap.

I dette markedet varte nervøsiteten noe lenger, med høye kreditt-premier også internasjonalt. Nervene roet seg ikke før Den europeiske sentralbanken (ECB) den 10. mars annonserte at de blant

### Vel overstått ...



Oljeserviceindeksen på Oslo Børs snudde i 2016.  
Kilde: Oslobors.no

annet utvidet støttkjøpene til å omfatte ikke-finansielle obligasjoner med investment grade rating. Etter dette begynte kredittpremiene å falle, både i Europa og i USA; kursene på foretaksobligasjoner pekte oppover igjen.

Bedringen spredte seg raskt til obligasjoner med lavere rating (high yield) samt ikke minst oljerelaterte selskaper, selv om det norske markedet hang litt etter der. Ved utgangen av året var kredittpremiene i oljeservice fortsatt høyere i Norge enn i USA. Høsten bød like fullt på en kraftig rekyll etter et vesentlig tyngre første halvår.

### Sjarmen med alarmen

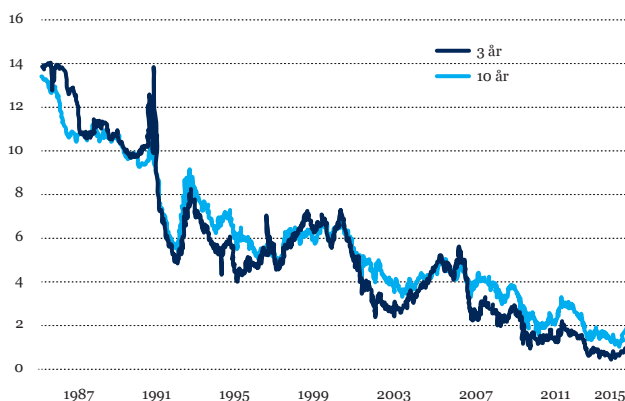
Da ECB i mars foretok en beskjeden reduksjon av sine allerede lave styringsrenter, fulgte Norges Bank raskt opp med en reduksjon på et kvart prosentpoeng. Resten av året ble disse styringsrentene liggende uendret. Federal Reserve, på sin side, høynet den amerikanske styringsrenten med et kvart prosentpoeng før året var omme.

Imens hadde også markedet rukket å endre synet på renteutviklingen. Med den litt nærsynte vurderingen man lett får når man følger markedet fra dag til dag og time til time, kunne det nesten virke som Donald Trump var en katalysator. Slik var det mange som konkluderte på tampen av 2016. Men det så ikke slik ut med en gang.

Da det ble klart at Trump ville bli ny president i USA, varslet futures på det amerikanske aksjemarkedet et fall på hele fem prosent. Etter kort tids handel foretok imidlertid markedet en tverrvending. Lettelsen, kombinert med ny oppmerksomhet rundt Trumps mer næringsvennlige retorikk, utløste et usedvanlig raskt stemningsskifte. Sentimentet (en av finansbransjens mange anglismer) skiftet på rekordtid. Det påvirket også rentemarkedet.

Det kanskje mest overbevisende argumentet for å tro på Trump var at han lovet massive investeringer i infrastruktur. Mange investorer festnet seg ved tanken om at han ville kunne stimulere veksten, selv om den klart proteksjonistiske holdningen var et åpenbart faresignal.

### Traff vi rentebunnen i 2016?



Effektiv rente på norske statsobligasjoner etter løpetid, i prosent.  
Kilde: Norges Bank

På kort sikt var det størst interesse rundt den fornyede tilliten i aksjemarkedet. I et lengre perspektiv er det mer interessant at de lange rentene begynte å stige.

### Fast bunn under renteføttene

Ved utgangen av året hadde vi fått en forsiktig økning i de lange rentene og en noe brattere rentekurve både i USA og i Norge. Tyske tiårsrenter avsluttet året noe lavere enn de startet, men hadde i mellomtiden vært under null i noen måneder. Også svenske tiårsrenter vippet opp igjen, etter en periode med svært lave renter. De holdt seg riktignok over null, hvilket er mer enn man kan si om pengemarkedsrentene i Sverige – som falt enda dypere og endte på nesten -0,6 prosent.

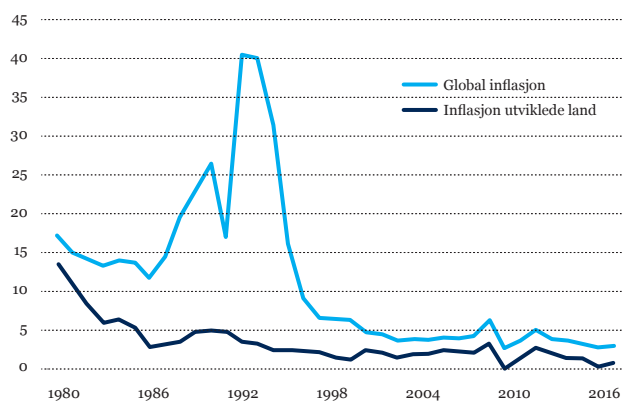
Nå har vi ikke fått noen sterk renteoppgang. Vi har fått et lite løft fra ekstremt lave renter til uvanlig lave renter. Det viktigste er at en mangeårig nedgangstrend er brutt. Kanskje skulle det bare mangle, så lavt som rentene var kommet, men bruddet er betydningsfullt. Over årsskiftet er det også flere tegn som peker i samme retning.

Oppjusteringen av renteforventningene har støtte i realøkonomiske nøkkeltall. IMF, som de to foregående årene har kuttet estimatene i sine januar-oppdateringer, fastholder nå at den globale veksten kan ventes å ta seg opp fra 3,1 til 3,4 prosent i 2017. For de utviklede økonomiene er estimatene tatt opp fra forrige rapport. Vi har også en rekke løpende nøkkeltall som peker i samme retning, ikke minst for Europa.

I USA er det mindre rom for å løfte veksten, gitt at flere års god vekst har bragt arbeidsledigheten ned på nivåer som innebærer lite ledig produksjonskapasitet. Skattelettelse til mindre grupper som allerede har høyt forbruk, gir heller ingen synderlige vekstimpulser på konsumsiden. Vekstens innretning, med vekt på infrastruktur, tilsier imidlertid høyere etterspørsel etter investeringskapital. Dertil har jo Federal Reserve signalisert at det vil komme flere renteøkninger det nærmeste året.

I Norge er det nok riktig å si at vi traff den oljepåvirkede konjunkturbunnen raskere enn vår tidligere analyse tilsa, mye på grunn

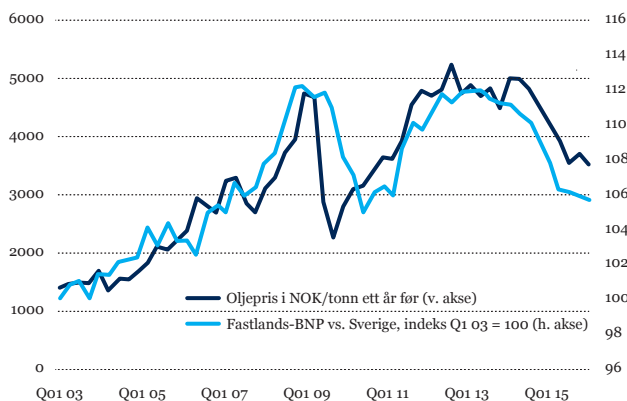
### Inflasjon? I stabilt sideleie



Kilde: IMF

av det kraftige fallet i verdien på norske kroner. Veksten tok seg noe opp igjen i fjerde kvartal, og alle anslag tyder på tiltagende vekst også på fastlandet – som likevel har demonstrert betydelig oljeavhengighet.

### Oljefyring på fastlandet



Kilde: Pareto, SCB, SSB

### Rentespranget

En hovedbegrunnelse for rekordlave og stedvis negative renter har vært krisehåndtering og forventningsstyring, selv om vi også har hatt et rasjonale i demografi og andre fundamentale faktorer. Når det nå synes klart på stadig flere fronter at faren for kriseoppblussing er redusert, er det logisk å forvente en videre normalisering av rentenivået.

I noen tilfeller er det forsvinnende små rester av krise å bruke som begrunnelse. Sverige er et talende eksempel. Der er det ingenlunde krise i realøkonomien, med en anslått vekst på hele 3,3 prosent i 2016. Det er heller ingen som øyner en ny krise av de proporsjoner som styringsrenten tilsier (reparente minus 0,5 prosent). Vi tillater oss derfor å tro at de svenske langrentene viser veien; de har steget klart siden bunnen underveis i 2016.

Et siste poeng er at lave renter også må kunne tilskrives delvis uartikulerte ønsker om å holde de respektive valutakurser i sjakk. Mange steder, Norge ikke unntatt, har det bidratt til lavere renter og/eller renteforventninger enn vi ellers ville hatt. Men dette er et relativt spill. Når et så toneangivende marked som USA er i ferd med få en så tydelig renteoppgang, blir det lettere for andre sentralbanker å følge etter uten å måtte frykte utslag i valutakursen.

Spillteoretisk har valutahensynet gitt rentesettingen et preg av «Fangens dilemma», et spill som illustrerer at det individuelt logiske kan være kollektivt ulogisk. En gjenkjennelig illustrasjon er publikum på en fotballkamp, der ingen vinner når alle reiser seg for å se bedre. Nå er USA på første rad i ferd med å sette seg igjen.

Så, jo: Det var virkelig rentebunnen vi så. Svært lite tyder på høye renter, men mye tyder på noe høyere renter enn vi har hatt en periode. Det kan gi interessante utslag for statsobligasjoner, som

i toneangivende markeder har vært nær synonymt med risikofritt. Etter 35 års rentefall kan det være at forståelsen av risikofritt må nyanseres. Spesielt i langsiktige statsobligasjoner har man jo en signifikant renterisiko.

Hva da med aksjemarkedet? Eller boligmarkedet?

### Dønninger og krusninger

Både aksje- og boligmarkedet har hatt en åpenbar fordel av lave renter. Og begge markeder har hatt en imponerende oppgang siden finanskrisen. De har imidlertid reagert ulikt på de lave rentene.

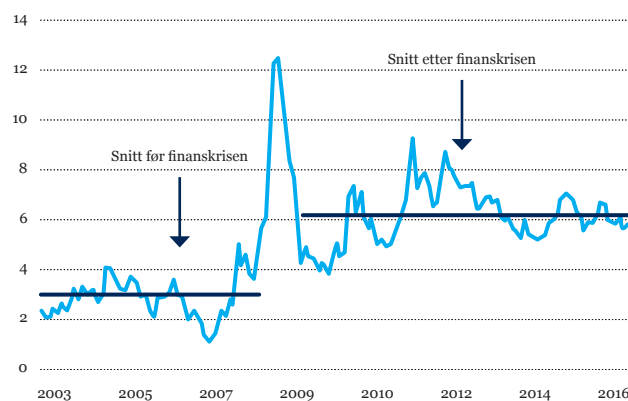
Før finanskrisen hadde Oslo Børs en inntjeningsforrentning (earnings yield: inntjening i prosent av aksjekursen) som lå rundt fire prosentpoeng over den effektive renten på tiårige statsobligasjoner. Med de rekordlave rentene etter krisen har earnings yield ganske riktig falt, men fallet har ikke vært like sterkt som i rentene. Resultatet er at premien utover tiårsrenten i gjennomsnitt har ligget rundt seks prosentpoeng i årene etter finanskrisen. Ved utgangen av 2016 var nok premien krøpet litt under dette snittet, men fortsatt var den langt over nivået før finanskrisen. Sagt på en annen måte: Sikkerhetspremien har økt.

Det samme kan vanskelig sies om boligmarkedet, der både kredittstatistikk og boligpriser tilsier at husholdningene i stor grad har «makset kortet»; de har fylt mesteparten av det handlingsrommet som lave renter har skapt. Med mer folkelige ord: De har kjøpt så dyr bolig som de har hatt råd til.

I så måte er det interessant å notere at evig stigende boligpriser ikke er noen naturlov. Om man hadde kjøpt en norsk gjennomsnittsbolig i 1914, ville man opplevd flere tiår med negative realpriser. Først i 1996 ville man vært endelig over nullstreken. I boligmarkedet eroderes grunnmuren av inflasjon, et problem som håndteres bedre i aksjemarkedet.

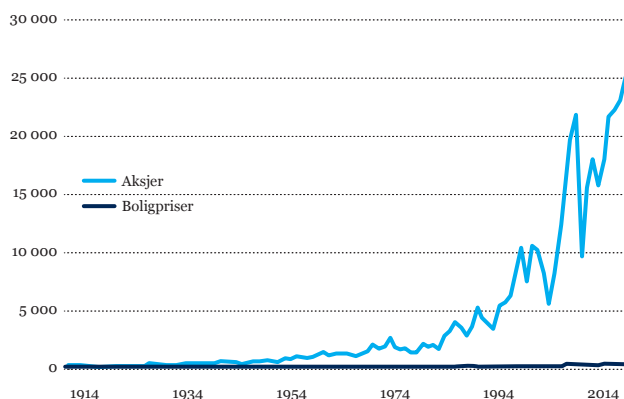
Dette illustrerer hvordan risikoen i boligmarkedet arter seg ganske annerledes enn risikoen i aksjemarkedet. Boligpriser svinger i

### Sikkerhetsmargin i aksjemarkedet



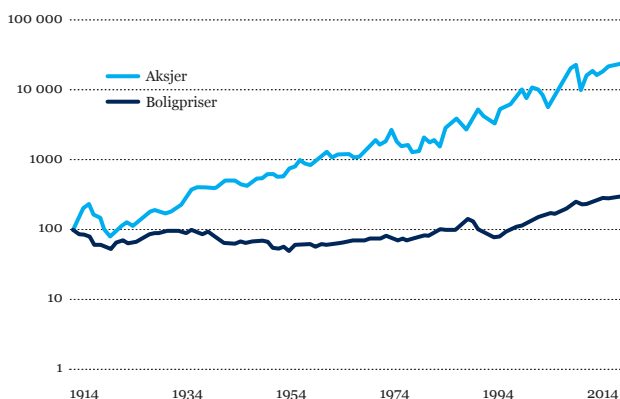
Differanse i prosentpoeng mellom aksjemarkedets inntjeningsavkastning (forward earnings yield) og effektiv rente på tiårige statsobligasjoner.  
Kilde: FactSet, Norges Bank.

### Ikke alltid til himmels



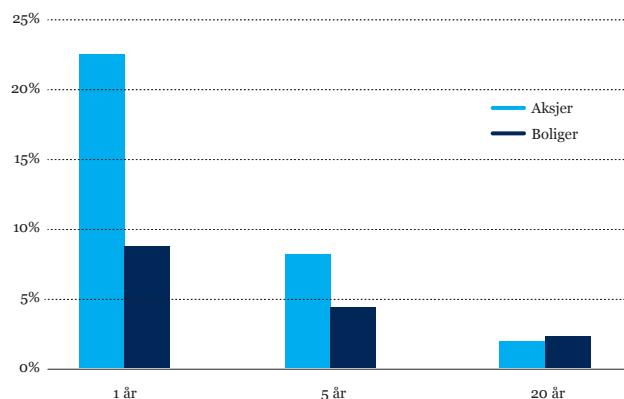
Indeks, 1914=100, realpriser (deflatert med konsumprisindeksen).  
Kilde: Norges Bank, SSB, Pareto

### En riktigere skala



Indeks, 1914=100, realpriser (deflatert med konsumprisindeksen).  
Kilde: Norges Bank, SSB, Pareto

### Sitter du lenge nok, svinger aksjer mindre enn boliger



Standardavvik etter investeringshorisont i perioden 1914-2016  
Kilde: Pareto Asset Management, SSB, Norges Bank

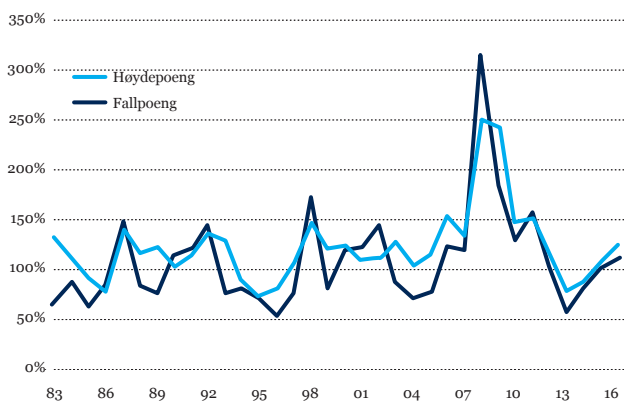
store dønninger, aksjemarkedet har krappere bølger med lavere i et litt større perspektiv. Om vi anlegger en tilstrekkelig langsiktig horisont, betyr dette faktisk at aksjemarkedet har lavere svingninger enn boligmarkedet – enda så trygt mange tydeligvis mener at boligmarkedet er.

### Støysikring

Hverken finanst teori eller investorer har gjort en god jobb med å skille støy fra risiko i aksjemarkedet. Poenget kan illustreres ved å legge sammen de daglige kursendringene på Oslo Børs. I et normalår får vi 121 høydepoeng (sum daglig oppgang i prosentpoeng) og 108 fallpoeng. Til sammenligning har snittavkastningen i samme periode, fra og med 1983, vært 11,7 prosent. Med andre ord: Man sitter grovt regnet igjen med en tier for hver hundrelapp børsen leverer av brutto oppgang.

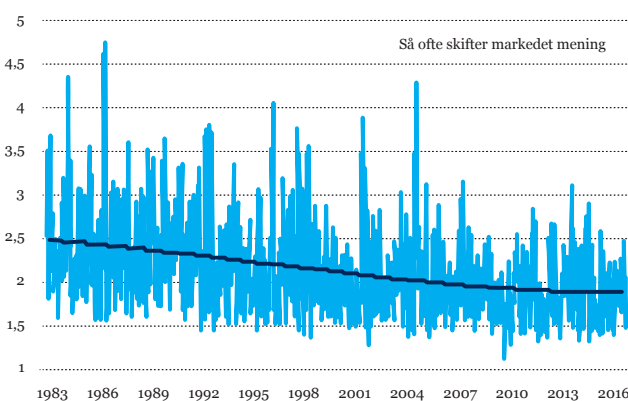
Er dette reell risiko eller hovedsakelig støy? Svaret er at det spørs på hvor lenge du blir sittende. I et langt nok perspektiv er det logisk å oppfatte disse hoppene som støy, selv om du ikke nødvendigvis finner det ordet i læreboken.

### Ser du forskjellen?



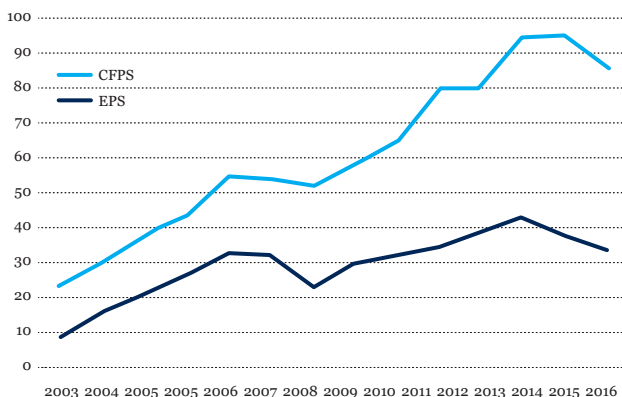
Hovedindeksen kjedet med tidligere totalindeksen fra og med 1998.  
Kilde: Oslo Børs, Pareto Asset Management

### 360 graders snuoperasjoner



Antall dager med samme kursretning, gjennomsnitt 25 handledager.  
Kilde: Oslo Børs, Pareto Asset Management

### Høyere kontantstrøm

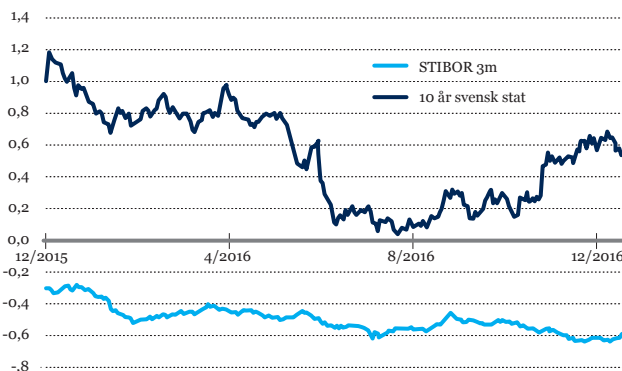


Kontantstrøm (CFPS) og inntjening (EPS) pr. aksje for OSEBX.  
Kilde: FactSet

Nå skorter det ikke på reell risiko, spesielt om vi ser på enkelt-aksjer. At aksjemarkedet ikke har priset inn hele rentefallet, er heller ikke til hinder for at det har priset inn en god del. Det ser vi også på den løpende prisingen, for eksempel forholdet mellom aksjekurs og inntjening (P/E), der det riktignok er mer reell kontantstrøm i inntjeningen enn det var for ti år siden.

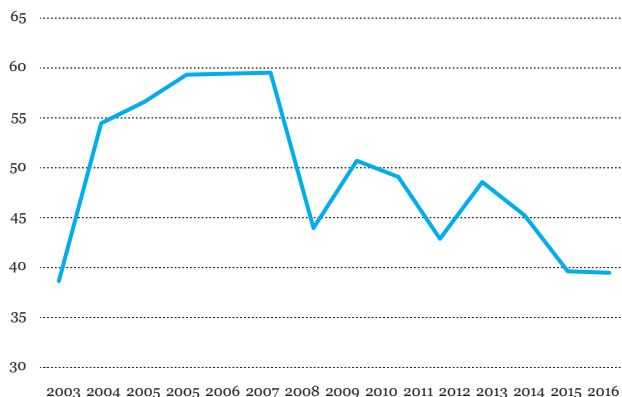
En beskjeden renteoppgang bør være godt innenfor det markedet både tåler og forventer. Ikke dermed sagt at alle sier seg enig på kort sikt. Reaksjoner kommer med jevne mellomrom.

### Billige penger i Sverige



Effektive renter i prosent.  
Kilde: Riksbanken

### Mindre luftig inntjening?



Inntjening pr. aksje (EPS) i prosent av kontantstrøm pr. aksje (CFPS) for OSEBX.  
Kilde: FactSet, Pareto Asset Management

I så fall gjelder det å huske hva som driver avkastningen på lang sikt: selskapenes evne til å generere overskudd for sine eiere. Så lenge næringslivet fungerer noenlunde normalt, vil aksjemarkedet være en serie med stadig nye toppnoteringer, bare avbrutt av kortere eller lengre tilbakeslag. I USA, der statistikken er tilbakeregnet til 1871, har de 500 største selskapene i sum aldri gått med underskudd!

Om vi har rett i at de forestående renteøkningene tross alt vil være ganske begrenset, kan det også være nyttig å anlegge et litt videre perspektiv: Det har nesten aldri vært så billig å investere penger.

### 2016 i et nøtteskall

OSEBX	+12,1 %
S&P 500 return	+12,0 %
MSCI World net (USD)	+7,5 %
3 mnd NIBOR	fra 1,13 til 1,17 %
3 mnd STIBOR	fra -0,29 til -0,59 %
10 år norsk stat	fra 1,54 til 1,70 %
10 år svensk stat	fra 0,99 til 0,55 %
10 år US stat	fra 2,27 til 2,44 %
Brent Blend	fra USD 37,28 til USD 56,87
USD/NOK	fra 8,81 til 8,62
EUR/NOK	fra 9,62 til 9,09
BNP-vekst globalt	3,1 %
BNP-vekst Norge	1,0 %
BNP-vekst Sverige	3,3 %
BNP-vekst Fastlands-Norge	0,8 %

Kilder: Oslo Børs, S&P Dow Jones Indices, MSCI, Norges Bank, FactSet, IMF, SSB, SCB, Riksbanken, Pareto.