

# Markedet og økonomien i 2014

*Det er sannsynligvis riktig at 2014 ble et vendepunkt til det verre for norsk økonomi. Men det er også riktig at det bare bød på en forsiktig nedjustering av optimismen. Spørsmålet er hvordan begge deler kan være korrekt.*

Med norske øyne ble 2014 et begivenhetsrikt år. Oljeprisen ble nesten halvert. Lakseeksporten møtte russisk bråstopp, som gjengjeldelse for vestlige sanksjoner. Den norske kronen falt så mye at man ved årsslutt måtte ut med 22 prosent mer for en amerikansk dollar – eller nesten 34 prosent mer om vi også regner inn fallet året før.

På rentesiden var det ikke mindre spennende. Den svenske riksbanken kuttet styringsrenten til null prosent. Den europeiske sentralbanken reduserte sin innskuddsrente til minus 0,2 prosent. Og tyske statsobligasjoner, tradisjonelt regnet som en trygg havn, belønnet sine forsiktige investorer med en avkastning på omtrent 14 prosent – i euro. For investorer med basis i norske kroner ville gevinsten ha blitt rundt 23 prosent.

I den makroøkonomiske oppsummeringen ser det mindre dramatisk ut: Globalt BNP vokste reelt med 3,4 prosent, på linje med de to foregående årene. Vår hjemlige BNP-vekst krøp opp i henholdsvis 2,2 prosent totalt og 2,3 prosent for fastlandsøkonomien.

Aksjemarkedets sammenfatning, en kompleks meningsmåling der et utall aktører tilkjennegir sitt syn med kapital de eier eller råder over, var tilsvarende sindig. Både globalt og i Norge fikk den gjennomsnittlige aksjeinvestoren en avkastning i størrelsesorden fem prosent. Prisingen i aksjemarkedet er ikke vesentlig endret det siste året.

Det betyr på ingen måte at spenningen har fortatt seg.

## Norsk sårbarhet

Fallet i oljeprisen handler ikke primært om oljens plass i verdensøkonomien. Det handler om prisfølsomhet. I tredje kvartal 2014 var etterspørselen etter olje godt og vel 0,5 prosent høyere enn i tredje kvartal året før, og i fjerde kvartal hadde veksten økt til 0,9 prosent. Problemet var at tilbudet av olje hadde økt med 2,3 og 2,9 prosent i de samme tidsrommene.

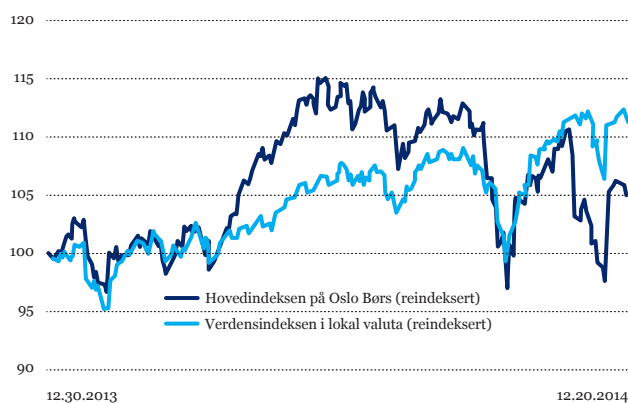
På kort sikt er det sjelden noe skarpt samsvar mellom tilbud og etterspørsel i oljemarkedet. Men her spilte også forventningene en viktig rolle. På begge punkter hadde nemlig markedet tatt feil. Både Europa og Kina etterspurte mindre olje enn ventet, og høyere produksjon i USA gav sterkere tilbudsvekst enn markedet hadde lagt til grunn. I juni, rett før oljeprisen begynte å stupe, ble det produsert nesten 20 prosent mer amerikansk olje enn samme måned året før. Da så mange at revolusjonen i skiferolje var enda mer omfattende enn tidligere antatt.

Når så OPEC unnlot å kutte produksjonen, var det lite som kunne bringe oljeprisen opp på de siste års nivåer.

I løpet av forholdsvis få måneder fikk dermed norsk økonomi en markant endring i sine rammebetingelser.

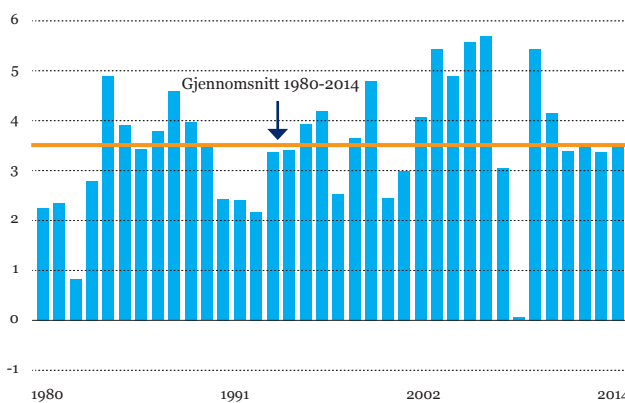
Valutamarkedet reagerte momentant. Bare i siste kvartal steg konkurransekursindeksen (kronen svekket seg) med 9,5 prosent, og ved årsslutt var norske kroner betydelig mindre verdt overfor sentrale valutaer som dollar og euro. Hva betyr dette for norsk økonomi?

## Veien til et gjennomsnittlig børsår



Kilde: Oslo Børs, MSCI

## Global vekst nesten uendret



Prosentvis vekst i globalt BNP. Kilde: IMF

## Priser, marginer og modeller

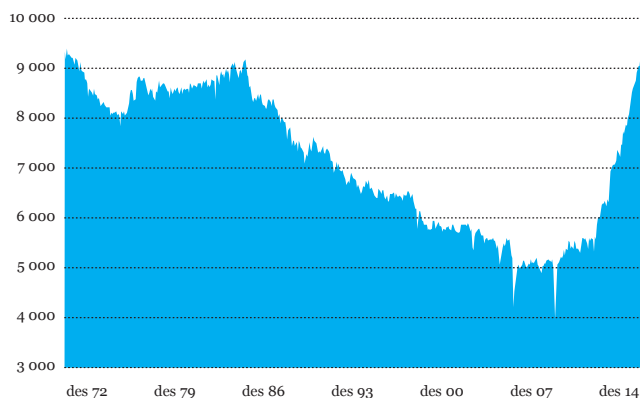
Der utstedes ingen premie for å konstatere at oljerelaterte næringer vil tape på dette, mens andre konkurranseutsatte næringer vil dra en viss fordel av den stimulans som verdensøkonomien får. The Economist skriver at et prisfall på 40 dollar fatet vil gi en typisk amerikansk bilist omtrent 800 dollar mer å rutte med i året.

For Norge vil likevel den første effekten overskygge den andre. Veksten vil falle. Ifølge Statistisk sentralbyrå vil den store knekken komme allerede i 2015. I deres anslag blir fastlandsveksten godt og vel halvert i 2015, til 1,1 prosent, før den doubler seg igjen til 2,2 prosent i 2016 og 2,4 prosent i 2017.

Det er riktig at både markedet og politikken vil bidra til å lette omstillingen. Ikke minst kronesvekkelsen er kjærkommen for konkurranseutsatte næringer. Likeledes er det riktig at store utbygginger på norsk sokkel vil bidra til å opprettholde en god del aktivitet de nærmeste årene.

Men vi er ikke overbevist om at den underliggende modellen i tilstrekkelig monn reflekterer effekten av endrede prisforutsetninger. Høye priser og gode marginer hos en rekke underleverandører har vært en viktig kanal for å spre impulsene fra oljesektoren til fastlandsøkonomien. Lønnsnivået har holdt seg mye høyere i olje- og gassutvinning enn i alle andre sektorer, men her er ingen tette skott. Mang en leverandør har levd godt på denne næringen, med solide resultater og innholdsrike lønningsposer.

## Tilbake på gamle høyder

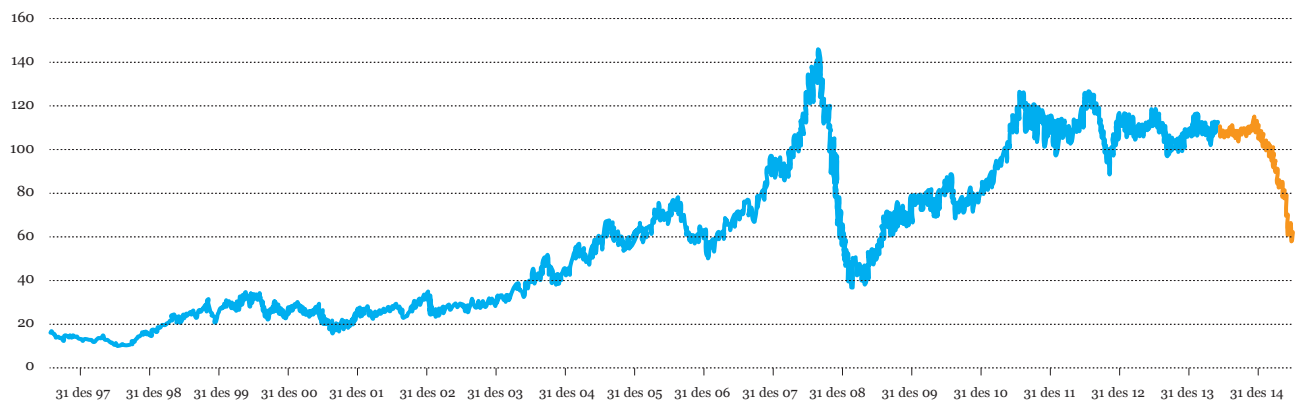


Amerikansk oljeproduksjon i tusen fat pr. dag.  
Kilde: US Energy Information Administration

Disse leverandørene utgjør ingen klart definert bransje, hverken i regnskapsstatistikken eller i lønnsstatistikken, slik at spredningen av impulser fra oljesektoren ikke er så lett å avlese. En rent statistisk definisjon er da også en umulig oppgave. For hva er egentlig en oljerelatert bedrift?

Pareto-gruppen er selv et interessant eksempel. Gruppen henter en betydelig del av sine inntekter fra virksomhet som direkte eller indirekte er relatert til oljeutvinning både hjemme og ute. Når det er livlig aktivitet og god inntjening i denne type selskaper, blir det

## En brå vending



Oljeprisen (Brent Blend i US dollar pr. fat); 2014 i orange. Kilde: Pareto Securities

mer å gjøre og høyere inntekter for Pareto og selskapets ansatte – med de ringvirkninger dette gir. Men du finner ikke Pareto i noen oversikt over petroleumsrelaterte næringer.

## Ringvirkninger og svinesyklus

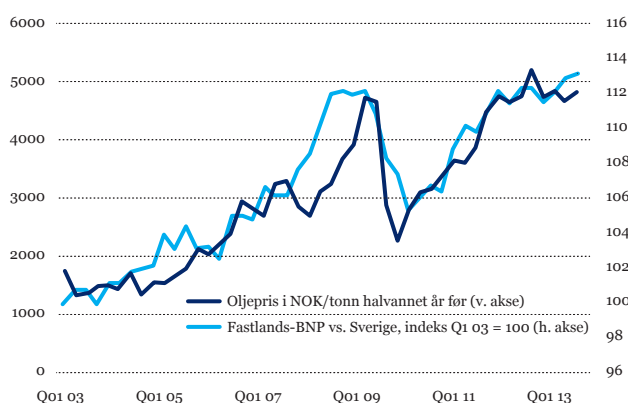
I 2014 var det lite som tydet på noen videre konjunkturoppgang for petroleumsrelaterte næringer. Allerede ved inngangen til året var det et betydelig press for kostnadskutt og lavere priser, og med oljeprisfallet er dette blitt akutt. Nå er impulsene fra oljevirksomheten av den skrinne sorten.

Aksjemarkedet demonstrerte effekten til fulle: Fra toppen i slutten av juni 2014 falt energiindeksen på Oslo Børs med mer enn en tredjedel. Og offshorenæringen slapp slett ikke billigere unna enn de få oljeselskapene på listen.

Mer spennende er likevel de langsiktige ringvirkningene. I årsrapporten for to år siden presenterte Pareto en analyse av oljesektorens ringvirkninger for fastlandsøkonomien. Vi viste da hvordan forskjeller i veksttakten mellom svensk økonomi og norsk fastlandsøkonomi var tydelig forbundet med endringer i oljeprisen seks kvartaler tidligere. Oppdaterte beregninger (se graf) viser at sammenhengene bare er blitt enda tettere.

Med et slikt forløp vil den sterkeste effekten først komme mot slutten av dette året og starten på neste år. Så får vi se om lave oljeinvesteringer – kanskje for lave – bidrar til en ny boom for oljeservicebedriftene. Svinesyklus er ikke forbeholdt landbruket.

## Oljefyring på fastlandet



Kilde: Pareto, SCB, SSB

Merk at oljeprisen i denne beregningen er målt i norske kroner. Svakere norsk krone bidrar slik sett til å dempe effekten. Hvor lenge kronekursen vil holde seg på slike nivåer, er en annen sak. Dels har vi ikke lenger den samme "immunisering" av oljeinntektene, nå som mindre sluses ut i oljefondet, dels er fortsatt kronekursen følsom for renteforskjeller.

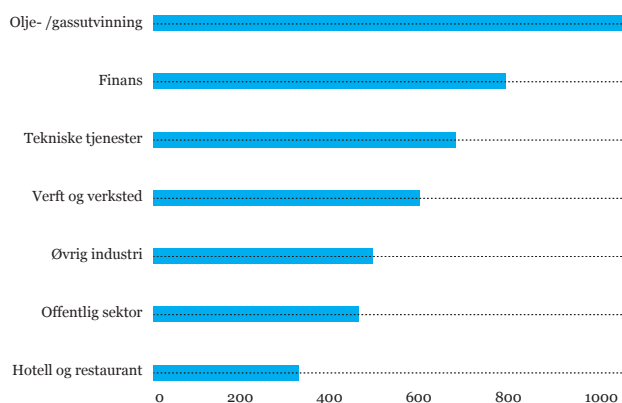
## Enda mer manipulererte renter

Både korte og lange renter falt i løpet av 2014. Pengemarkedsrenten (tre mnd. NIBOR) falt fra 1,69 % til 1,48 %, mens renten på tiårige norske statsobligasjoner ble redusert fra 3,04 % til 1,61 %. Utenfor våre grenser var forløpet enda mer dramatisk, med styringsrenter som flere steder var i ferd med å krype under null.

Denne litt pussige konstellasjonen er den logiske konsekvensen av en situasjon der myndighetene i de aller fleste utviklede land ikke har anledning til å stimulere sine økonomier gjennom finanspolitikken, og som derfor gjør det beste – eller meste – ut av de pengepolitiske verktøy de har til rådighet. Dette inkluderer en nyvinning, såkalt kvantitative lettelsener, der sentralbankene foretar storstilte kjøp av statsobligasjoner og lignende lån i annenhåndsmarkedet. Dermed faller rentenivået på disse lånene, typisk mer langsiktige papirer, mens selgerne tilføres likviditet og banksystemet får økte reserver i form av krav på sentralbankene. Om disse reservene brukes til å øke bankenes utlån, vil pengemengden øke.

Effekten er omdiskutert, ikke minst på lang sikt, og selv på kort

## Svært ulik lønnsevne



Lønn per årsverk etter næring i tusen kroner. 2014.

Kilde: SSB / Norges Bank

sikt er det noen paradoksale bivirkninger. For eksempel er pensjonsbyrden blitt tyngre i en lang rekke selskaper med ytelses-pensjon. Problemet rammer også brorparten av norske kom-muner, som fra før sliter med tung pensjonsgjeld, samt for den saks skyld mange dypt forgjeldede stater.

Det skyldes imidlertid at den umiddelbare effekten på rentenivået er den ønskede: Rentenivået er presset ned, også i den lange en-den. Dermed er det på tide å nyansere den gjengse oppfatningen av rentemarkedet. I grove trekk har det jo vært slik at myndighe-tene setter de korte rentene og markedet de lange rentene – som er en funksjon av prisen på obligasjoner. Så enkelt er det altså ikke. Ikke nå lenger.

Mange bekymrer seg for utfallet av dette storstilte eksperimentet, der vi ikke har historiske erfaringer å trekke på. En så massiv inn- gripen i markedet kan ha konsekvenser vi ikke klarer å forutse.

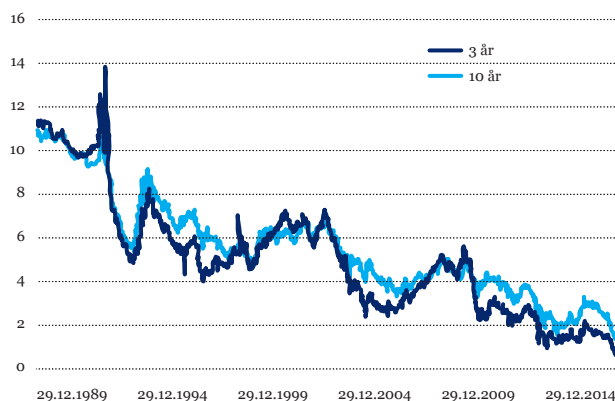
Men to virkninger burde egentlig være svært så åpenbare.

### Stigende, usynlig renterisiko

Hvem skulle ha trodd at tyske statsobligasjoner ble en av de mest lønnsomme aktivaklassene i 2014? Med minimale kupongrenter og null usikkerhet om tilbakebetaling?

Faktum er at tiårige statsobligasjoner gav en total avkastning på over 14 prosent. Ikke dårlig for en type aktiva som normalt regnes som noe av det sikreste man kan investere i.

### En eneste lang ... opptur?



Effektiv rente på norske statsobligasjoner i prosent, for to ulike løpetider.  
Kilde: Norges Bank

Men kan en investering være risikofri når den gir så høy avkast-ning? Naturligvis ikke.

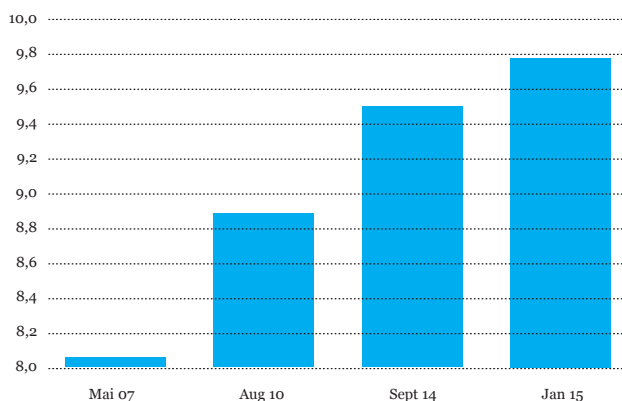
Renterisiko kan man ikke gardere seg mot i langsiktige stats-obligasjoner. Den solide avkastningen skyldes i det alt vesentlige et fallende rentenivå; kursen steg med godt over 12 prosent. Sunn fornuft tilsier at disse papirene fort vekk kan falle med 12 prosent isteden, og her er det faglig dekning for den sunne fornuften – slik det ofte er. Skulle rentenivået stige isteden, er det dessverre grunn til å vente et tilsvarende kursfall.

Og ikke bare det. Saken er at renterisikoen har steget de siste årene. I 2007 kunne man for eksempel kjøpe tiårige tyske stats-obligasjoner med en rentefølsomhet på omtrent åtte prosent. På litt enklere norsk betød dette at en renteøkning på ett prosent-poeng ville ha redusert verdien av obligasjonene med åtte prosent, eller mer presist 8,07 prosent.

I august 2010 var det tilsvarende forholdstallet oppe i 8,89, og rett etter utløpet av 2014 hadde det nesten nådd 9,76. Nå vil altså en tilsvarende renteøkning utløse et kursfall på nærmere 10 prosent. På samme måte har renterisikoen økt i hele vårt finansi-elle omland. Målt over en lengre periode, og for lengre løpetider, har økningen vært enda større.

Også her får vi altså paradoksale bivirkninger av det offentliges inngripen: Jo mer myndighetene forsøker å presse rentenivået ned, desto mer øker de renterisikoen.

### Stigende renterisiko



Modifisert durasjon, tyske tiårige statsobligasjoner.  
Kilde: Pareto Securities

## Gjeldsmesterskap

En like påregnelig virkning av de lave rentene er at opplåningen øker. Forgjeldede stater får mindre behov for å dempe låneopptaket gjennom strammere budsjetter, og forbrukere verden over reagerer omtrent slik vi kan vente. Etter elleve måneder av fjoråret kunne avisen The Wall Street Journal rapportere at nesten fire av ti lån for biler, kredittkort og personlig forbruk i USA gikk til *subprime* kunder. Ordet tør vekke en viss gjenkjennelse for alle som har finanskrisen i friskt minne.

Her hjemme er det tydelige tegn til at boligkjøperne har benyttet lavere renter til å øke opplåningen uten å øke belastningen fra gjeldsbetjening. Sett over noen år har boligmarkedets "P/E", forholdet mellom boligpriser og leiepriser, økt betraktelig. Mange spenner rett og slett buen så høyt de kan, og når lavere renter gir litt slakkere streng, spenner de buen enda høyere. Også slik bygges risiko.

Kanskje myndighetene selv kommer til å utløse denne risikoen, gjennom den lange varslede og ventede omleggingen av skattesystemet? Her kan forsiktighet komme til å virke mot sin hensikt: Jo lenger de nøler med omleggingen, desto større fallhøyde risikerer de å bygge opp.

## Fornuftig risiko?

En klassisk effekt av lavere renter er økt interesse for mer risikable aktiva, gjennom lavere alternativkostnad og lavere sats for diskontering av fremtidige kontantstrømmer. Slik burde det

## 2014 i et nøtteskall

• OSEBX	+5,0 %
• S&P 500 return	+13,7 %
• MSCI World net (USD)	+4,9 %
• 3 mnd NIBOR	fra 1,69 til 1,48%
• 10 år norsk stat	fra 3,04 til 1,61 %
• Aksjeomsetning Oslo Børs (verdi)	+32,4 %
• Brent Blend	fra USD 110,80 til USD 57,33
• USD/NOK	fra 6,08 til 7,43
• EUR/NOK	fra 8,38 til 9,04
• BNP-vekst globalt	3,4 %
• BNP-vekst Norge	2,2 %
• BNP-vekst Fastlands-Norge	2,3 %

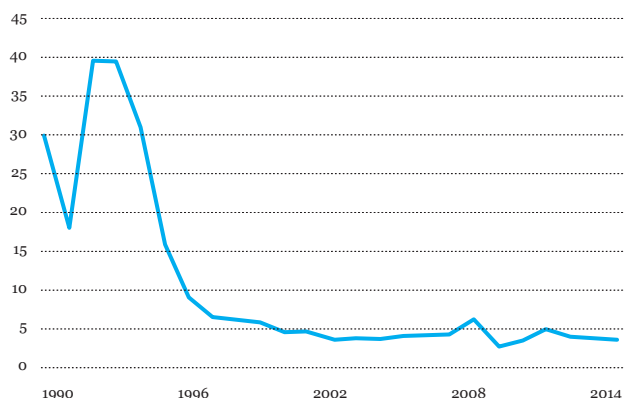
Kilder: Oslo Børs, S&P Dow Jones Indices, MSCI, Norges Bank, FactSet, IMF, SSB, Pareto. BNP-vekst er oppdatert med reviderte anslag etter at de respektive årsrapportene for Pareto ble publisert.

stimulere til mer finansiell sparing, mer fornuftig risikotagning.

Aksjene i den kinesiske internettkjempen Alibaba er kanskje ikke det beste eksemplet på fornuftig risiko, men markedet tok i hvert fall vel imot den rekordstore børsnoteringen i september 2014. Da selskapets aksjer ble tatt opp til notering, nådde børsverdien nesten 230 milliarder dollar.

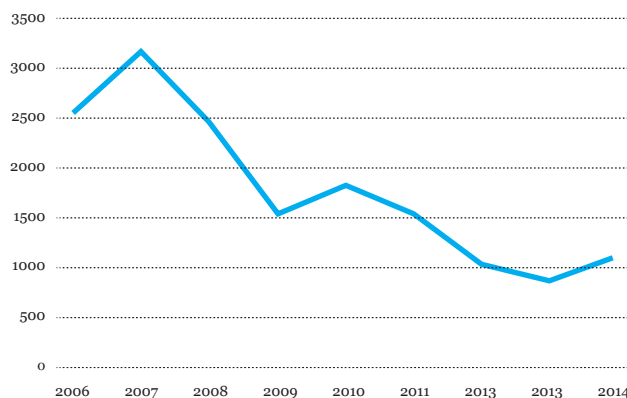
I det norske markedet kan følgende eksempel være en interessant illustrasjon: På elleve år har norske personkunder økt sin

## Det var en gang ...



Global inflasjon i prosent. Kilde IMF

## Fortsatt tørt

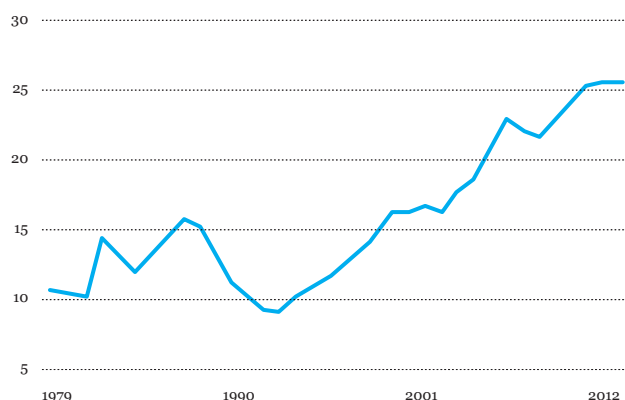


Total omsetning av aksjer, egenkapitalbevis og ETF på Oslo Børs i milliarder kroner. Kilde: Oslo Børs

samlede aksjefondskapital med nærmere 100 milliarder kroner, inkludert pensjonsmidler med fondsvalg. Før du leser videre – hvordan ville du tro at denne økningen fordelte seg på henholdsvis avkastning og nettotegning?

Vel: Alt, absolutt alt og litt til, er avkastning. Den akkumulerte nettotegningen er negativ. Vi kan tilføye at norske husholdninger i samme periode har økt sin bruttogjeld med over 1.600 milliarder kroner. De har altså vist investeringsvilje så det holder. De har bare satt rubbel og bit i boliger, ikke i eierskap i næringslivet.

### Stadig høyere bolig-P/E

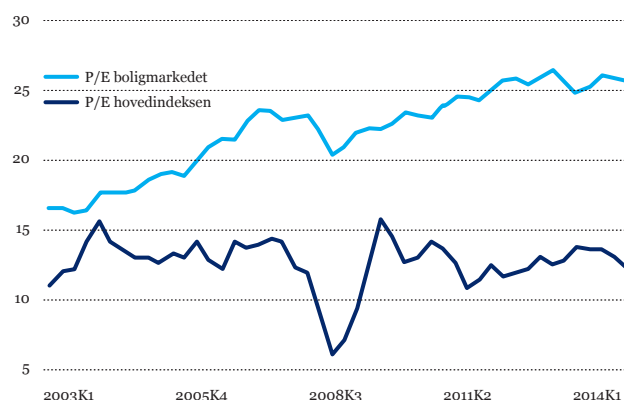


Kilde: Pareto, Norges Bank, SSB

Fondsstatistikken for 2014 viser ingen tegn til trendvending. Netto ble det innløst norskregistrerte aksjefond for nesten 15 milliarder kroner, mens godt og vel 102 milliarder fant veien inn i rentefond. To måneder forbi årsskiftet kan imidlertid Verdipapirfondenes forening melde at nordmenns nettotegning i aksjefond og kombinasjonsfond er den høyeste siden 2006.

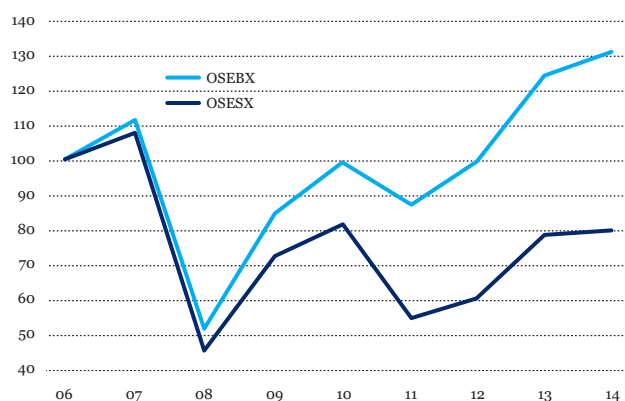
Så gjelder det bare at de viser sin langsiktighet hvis veien skulle bli mer humpete.

### Dyrere boliger, billigere aksjer



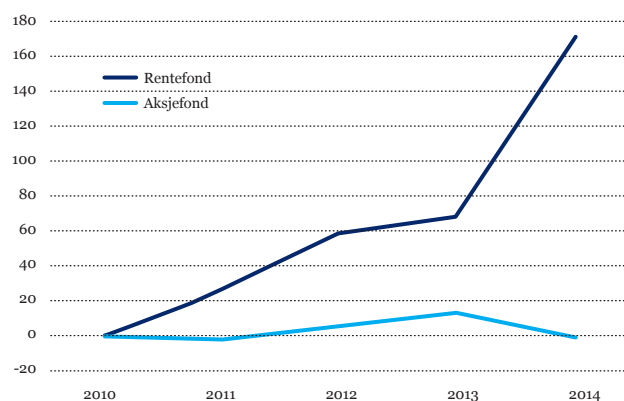
Kilde: Pareto, Norges Bank, SSB, FactSet

### A tale of two markets



Småaksjer har mistet enda mer terreng. Reindeksert, 2006 = 100.  
Kilde: Oslo Børs/Pareto

### To fondsmarkeder



Akkumulert nettotegning i milliarder kroner i det norske verdipapirfondsmarkedet.  
Kilde: VFF