

# Markedet og økonomien i 2015

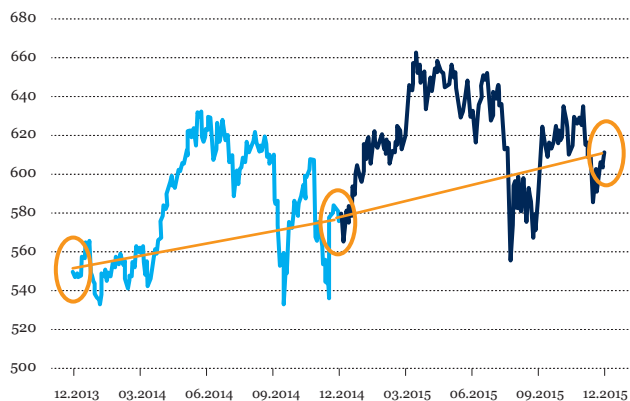
*Oljeprisen falt videre. Oljeinvesteringene falt. BNP-veksten falt. Den globale BNP- veksten falt. Estimaten ble nedjustert. Og avkastningen i aksjemarkedet? Fra helt grei til absolutt upåklagelig.*

Det er fascinerende lett å la seg overvelde av støy. I finansmarkedene hersker den rene kakofoni av signaler, og du kan enkelt plukke indikatorer som støtter det synet du tilfeldigvis måtte ha. Selektiv sanking av nøkkeltall er en populær og effektiv måte å rasjonalisere mavefølelsen på.

Ikke sjelden blir utfallet et annet enn mange har sett for seg. For en gjennomsnittlig norsk investor endte 2015 med grei avkastning på norske aksjer, meget god avkastning på internasjonale aksjer og skuffende fortegningsfeil på de fleste foretaksobligasjoner – altså en presumptivt sikrere aktivaklasse enn aksjer.

Slik havnet vi der.

## Stor ståhei for... noen få prosent?



Hovedindeksen på Oslo Børs svangte kraftig gjennom både 2014 og 2015, men endte opp med hhv. 5,0 og 5,9 prosent avkastning. Kilde: Oslo Børs

## Oljesjokket, del II

For norsk økonomi er oljeprisen en sentral størrelse. Når spotprisen (Brent Blend) i løpet av 2014 faller fra 111 til 57 dollar fatet, er det dramatisk nok. Når den neste år faller videre til 37 dollar, er det mange selskaper som må kullkaste alt de hittil har lagt til grunn om den fremtidige utviklingen. Og, ikke mindre viktig – da er det mange ringvirkninger som ennå bare er i sin spede begynnelse.

## Men oljebunnen var ikke nådd



Oljepris (Brent Blend), spotnoteringer.  
Kilde: Bloomberg

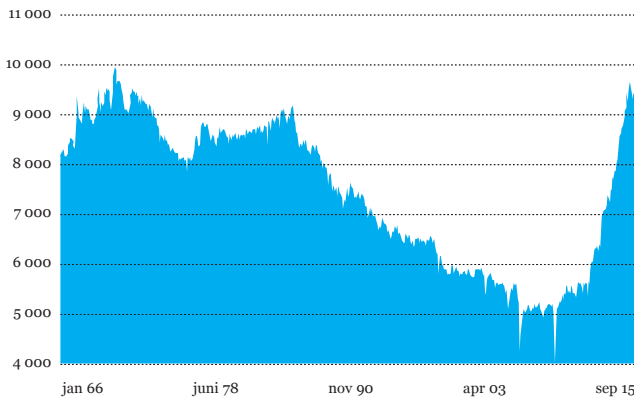
Oljeetterspørselen er det ikke noe i veien med. Men tilbudssiden har få begrensninger. På den politiske siden er hovedsaken at Saudi-Arabia fortsetter å pøse ut olje, uten hensyn til den kortsiktige oljeprisen eller potensiell OPEC-disiplin. Utsikter til store eksportvolumer fra erkerivalen Iran styrker heller ikke kutteviljen.

Samtidig viser amerikansk skiferolje seg overraskende tilpassningsdyktig. Produksjonsvolumet opprettholdes på priser langt under tidligere anslag for break-even, selv om dette typisk er felt med kort produksjonstid. Den teknologiske utviklingen har vært rask, og avgjørende. Resultatet er at amerikansk oljeproduksjon sånn noenlunde har opprettholdt toppnivået fra i fjor, et nivå som forøvrig er på linje med den gamle produksjonstoppen fra tidlig på 1970-tallet. Et nærmere blikk kan tyde på at toppen er passert, men reduksjonen har ikke vært stor nok til å påvirke markedet.

Nominelt er nå oljeprisen tilbake på nivåene fra det tidlige 2000-tallet. Justert for amerikansk inflasjon – prisen noteres jo i dollar – er den tilbake på nivået fra inngangen til 1990-tallet.

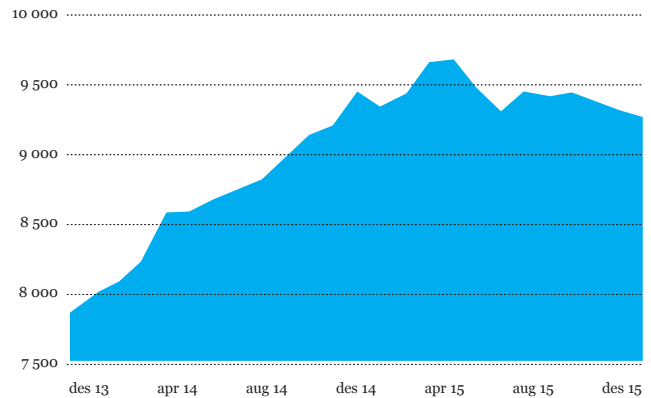
Dette er imidlertid ikke hele historien.

### Tilbake på gamle høyder ...



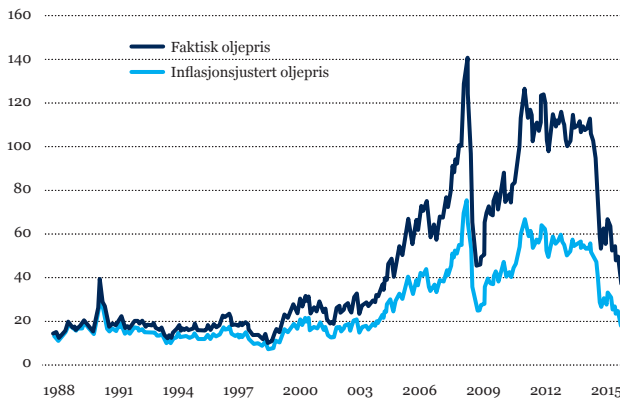
Amerikansk oljeproduksjon i tusen fat pr. dag.  
Kilde: US Energy Information Administration

### ... foreløpig?



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

### Oljepris som i gamle dager



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

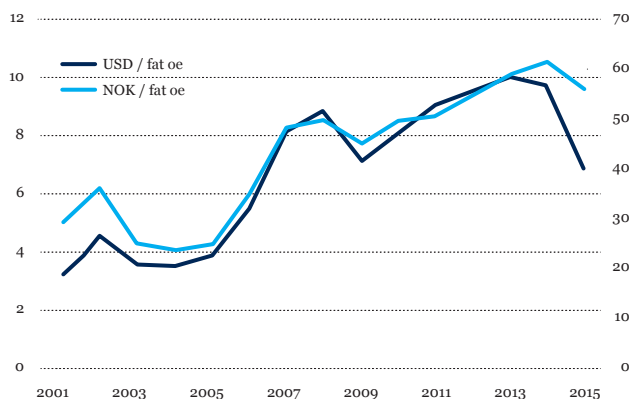
### Fall gir bråstopp

Gjennom oljeprisfallet er anslagene for norske oljeinvesteringer stadig justert nedover. Mens oljeprisen ennå lå på 110 dollar, i juni 2014, ventet Statistisk sentralbyrå at oljeinvesteringene i Norge ville vise en (riktignok svært beskjeden) økning i 2015. Nå er foreløpig fasit at de falt med nesten 15 prosent – og vil falle med nesten like mye i 2016.

Slikt betyr noe nær bråstopp for mange underleverandører. For Statoil og andre oljeselskaper er det lett å sette leteaktiviteter på vent. Og alt som ikke kan settes på vent, kan prutes på. Resultatet er uteblitte salg, nedjusterte kontrakter og pressede marginer for blant annet seismikk-selskaper, supply-rederier, riggeiere og engineering-selskaper.

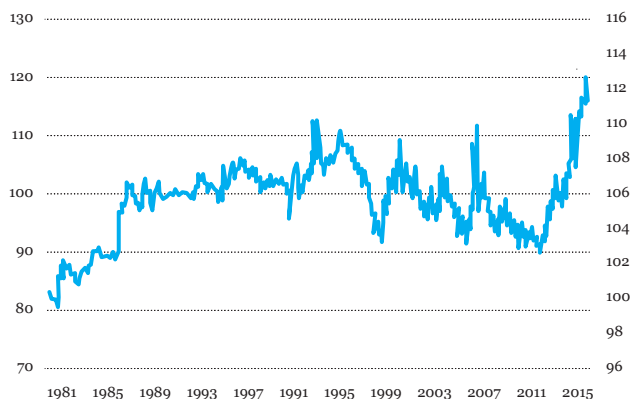
Så var det også mye å gå på. Målt i dollar pr. fat ble Statoils driftskostnader nesten tredoblet fra 2004 til 2013, og målt i kroner var økningen godt over 150 prosent. Noe skyldes sikkert at man har beveget seg ut på dypere vann og dyrere felter, men effekten er ganske typisk for en bransje med kraftig oppgang i sluttprisen, slik tilfellet var frem til knekkpunktet midt i 2014. Da blir tid viktigere enn pris. Underleverandørene har nok å gjøre og må ikke ha den siste kontrakten for enhver pris. Oljeselskapene behøver ikke å kutte kostnader. Og så er kanskje kostnadsbevisstheten litt dårligere når man uansett tjener godt?

### Sokkelinflasjon



Statoils driftskostnader (inkl. salg/administrasjon) pr. fat oljeekvivalenter.  
Kilde: Pareto Securities

### Rekordsvak krone



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

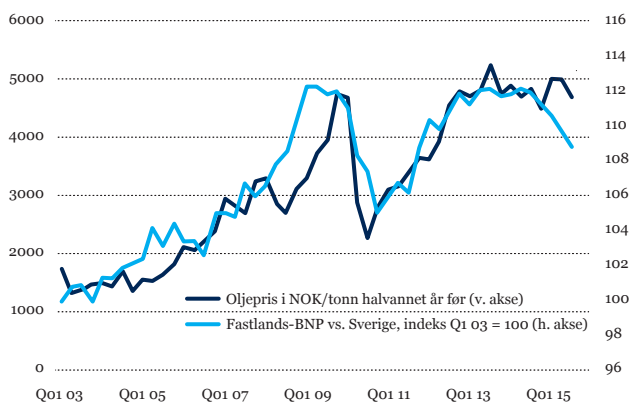
### Reddet av kronkursen

Den kraftige kostnadsøkningen betyr at oljeselskapene – og ikke minst staten – har kunnet høste mindre grunnrente. Den betyr også at mer av hver oljekrone har tilflytt fastlandsøkonomien. Vi påpekte for tre år siden at Nordsjøen var fastlandsøkonomiens suverent største eksportmarked, og at fastlandsøkonomien trolig var mer påvirket av oljevirkosomheten enn mange trodde. Etter våre anslag ville fallende oljepris slå ut i svakere fastlandsvekst med et etterslep på omtrent halvannet år. I så fall har vi ennå til gode å merke det fulle utslaget av oljeprisfallet.

Slik har den stupende oljeprisen gitt norsk økonomi et kraftig negativt sjokk. Markedsøkonomien er imidlertid så viselig innrettet at sjokk pleier å utløse kompenserende effekter. I Norges tilfelle er det valutakursen som har gitt oss den nødvendige livbøyen. I løpet av bare to år har vi måttet gi 15 prosent mer for en euro og hele 45 prosent mer for en amerikansk dollar. Også for den veide konkurransekursindeksen var økningen på 15 prosent.

Til sammenligning har den gjennomsnittlige EBITDA-marginen i norsk industri, altså driftsresultatene før avskrivninger og nedskrivninger i prosent av omsetningen, ligget rundt åtte-ni prosent de siste årene før oljeprisfallet, basert på tall fra Statistisk sentralbyrå. For eksportbedrifter og importkonkurrerende virksomheter

### Oljefyring på fastlandet



Kilde: Pareto, SCB, SSB

gir med andre ord kronesvekkelsen uvurderlig hjelp på bunnlinjen, selv om det på grunn av langsiktige sikringskontrakter kan ta tid før dette slår ut.

For det norske aksjemarkedet har dette dratt såpass mange aksjekurser oppover at det har kompensert for kursfallet i olje og oljeservice – og litt til. Dermed har Oslo Børs enda en gang klart å ende på riktig side av nullstreken.

### Hvorfor ikke svakere krone?

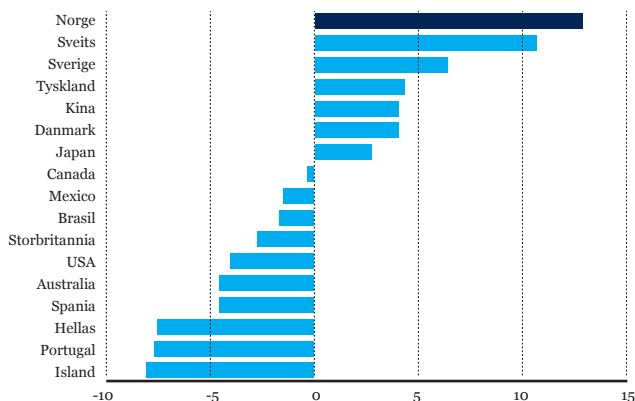
Mange har spurt seg om norske kroner skal gå enda lavere, slik utsiktene nå ser ut for norsk økonomi. Spørsmålet er egentlig hvorfor ikke norske kroner styrket seg enda mer mens alt ennå så ut til å gå som oljesmurt. I perioden 2000-2014 hadde Norge et overskudd på driftsbalansen som i gjennomsnitt tilsvarte nesten 13 prosent av BNP. Ingen relevante land var i nærheten av det resultatet.

I samme periode opplevde vi imidlertid en ganske beskjeden økning av realkursen, altså den effektive valutakursen justert for relative endringer i inflasjon. Det hadde kanskje vært nærliggende å tro at den knallsterke utenriksøkonomien utløste en kraftig styrkelse av norske kroner?

Hovedårsaken er ganske sikkert Statens pensjonsfond utland, eller Oljefondet. Denne konstruksjonen har i realiteten immunisert mye av den sterke driftsbalansen mot utlandet. Mye av oljeinntektene har gått rett i fondet, uten å ta veien om norske kroner, og så har den resterende tilførselen av midler til fondet medført valutakjøp. Hele fondet er som kjent investert i utenlandske verdipapirer.

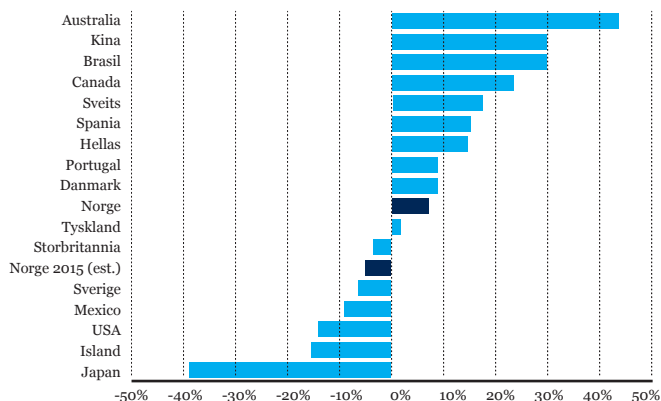
Ved inngangen til 2016 ser bildet annerledes ut. Grunnet lav oljepris og høyere bruk av oljepenger får fondet nå så lite påfyll at Norges Bank isteden er nødt til å kjøpe norske kroner. Den ordningen som de siste årene har holdt kronkursen nede, bidrar nå i realiteten til å holde kursen oppe. Vi skal ikke overdrive denne effekten, men det lar seg uten tvil hevde at konstruksjonen med Oljefondet har bidratt til å stabilisere norsk utenriksøkonomi – og norsk økonomi i sin helhet.

### VM i utenriksøkonomi: gull



Overskudd på driftsbalansen i prosent av BNP, gjennomsnitt 2000-2014  
Kilde: IMF/Pareto

### VM i appresiering: utenfor poengplass



Endring realkurs 2000-2014. Økning betyr sterkere realkurs.  
Kilde: IMF/Pareto/Norges Bank

### Rentepumpet boligmarked

Svakere norsk økonomi har samtidig bidratt til en nedjustering av den anslåtte rentedifferansen mot utlandet. Norges Bank har ennå ikke fulgt svenske Riksbanken med renter på nedsiden av nullstreken, men retningen er gitt. Med en styringsrente som siden midten av desember 2014 er halvert fra 1,50 til 0,75 prosent, er det inn i 2016 forventninger om flere kutt.

Boliglånsrentene har fulgt med nedover et stykke på veien. For norske boligeiere har rentefallet dermed vært positivt, om vi nå ser bort fra at de fleste ønsker å kjøpe seg en dyrere bolig neste gang – og slik sett ikke har glede av høyere boligpriser. Det synes uansett å være slik at de fleste boligkjøpere maksimerer boligkjøpet ut fra egen økonomi og egne likviditetsbudsjetter. Når renten faller, stiger boligprisene.

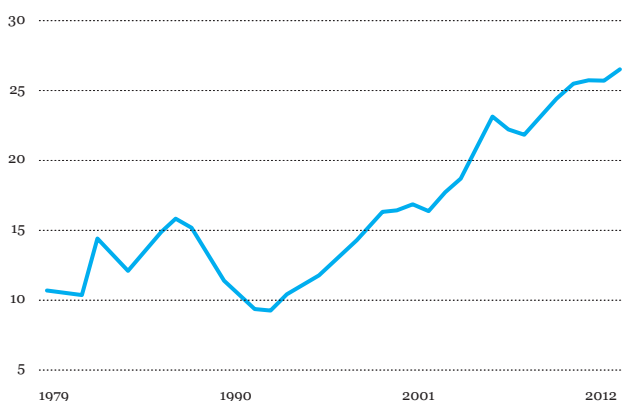
Vi har oppdatert en graf fra Norges Bank som viser forholdet mellom boligpriser og leiepriser. Bak en slik graf ligger det forutsetninger og justeringer som gjør at tallene må tas med en god dose skepsis, men fasonen på grafen er det neppe noen tvil om. Den viser tydelig at boliger er blitt stadig dyrere når boligprisen måles mot inntjeningsverdien ved utleie.

Det er samme type vurdering som gjøres i aksjemarkedet med det klassiske nøkkeltallet P/E, forholdet mellom aksjekurs (price) og inntjening pr. aksje (earnings). Om vi nå sammenligner bolig- og aksjemarkedet, ser vi at boligmarkedet i større grad har priset inn effekten av de lavere rentene. I og med at absolutt alle modeller av boligmarkedet har renten som en sentral faktor, er dette aldeles ikke overraskende.

Det interessante er snarere at aksjemarkedet ikke har priset det inn på samme måte. I mange år var det en nær sammenheng mellom det langsiktige rentenivået og earnings yield, altså den omvendte brøken av P/E. Når lange renter falt, pleide også «inntjeningsforrentningen» å falle. I lavrenteregimet etter finanskrisen er denne sammenhengen brutt. Der ligger formodentlig en av de viktigste begrunnelsene for fortsatt å forvente en tilfredsstillende avkastning fra aksjemarkedet.

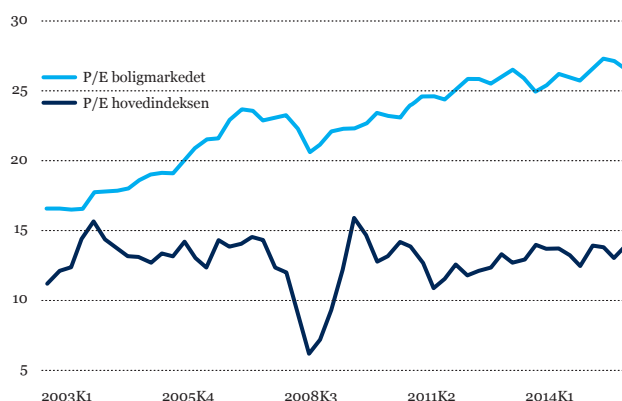
Rent økonomisk ville vi imidlertid ikke valgt boliger som et investeringsalternativ nå.

### Stadig høyere bolig-P/E



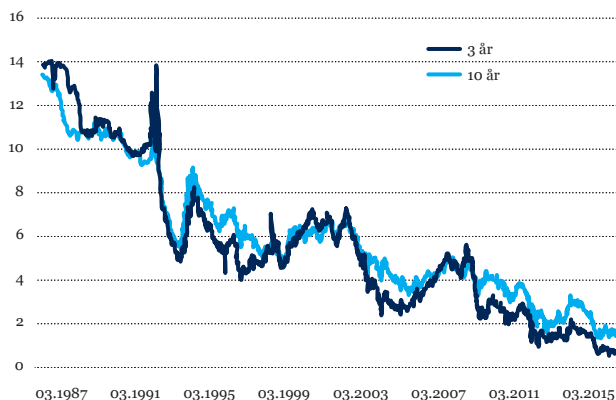
Kilde: Pareto, Norges Bank, SSB

### Dyrere boliger, stabile aksjer



Kilde: Pareto, Norges Bank, SSB, FactSet

### Slik kan det vanskelig fortsette



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

### Kriseår i obligasjoner

I obligasjonsmarkedet har ikke lavere grunnlagsrente gitt noen som helst glede. I 2015 steg kredittpremiene nærmest unisont (kursene falt), og emisjonsmarkedet tørket nesten helt inn. At effektiv rente i høyt belånte supply-rederier nådde tosfrede nivåer, burde ikke være egnet til å overraske, i alle fall i ettertid. Ved inngangen til 2016 er det klart at flere av disse selskapene trolig må gjennom en restrukturering av gjelden, helt eller delvis.

At risikopåslagene også steg i de fleste andre segmenter, fremstår som mer overraskende. Selv obligasjoner med fortrinnsrett (OMF), med sikkerhet i trauste norske boliglån, spredet ut, som man gjerne sier i bransjen.

Og økningen i kredittpremier var ikke et særnorsk fenomen. I USA, for eksempel, opplevde man en kombinasjon av kursfall i høyrenteobligasjoner og uvanlig høye innløsninger i tilsvarende fond. For foretak i en rekke land ble det rett og slett dyrere å finansiere seg i obligasjonsmarkedet.

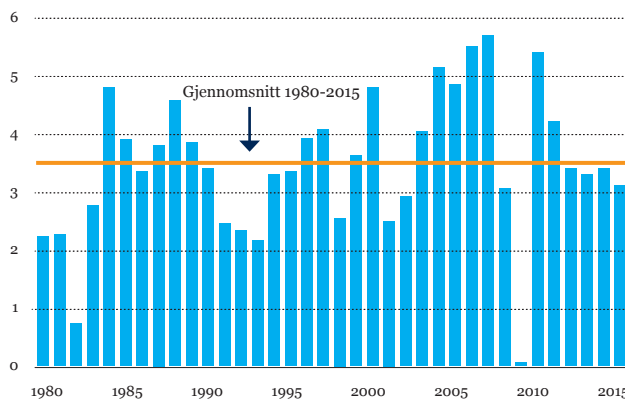
Nå er markedet for foretaksobligasjoner stedvis mindre likvid enn aksjemarkedet, slik at det gjenstår å se hvor mye av kursfallet som er midlertidig. Sikkert er det likevel at mange investorer fikk dårlig avkastning på sine plasseringer i obligasjoner i 2015.

I den grad obligasjonsmarkedet sier noe om fremtiden, hvilket man alltid kan diskutere, var utviklingen dette året også et varsel om dårligere tider globalt.

### Feilvurdering av Kina

Mye av frykten gjelder faren for en bråbrems i Kinas økonomi. De fem siste årene har Kina stått for over 35 prosent av veksten i globalt BNP og 40 prosent av veksten i verdens oljeforbruk. Om

### Global vekst litt under trend



Prosentvis vekst i globalt BNP. Kilde: IMF

nå veksten i Kina skulle avta betydelig, mener mange at det vil ramme den globale veksten.

Argumentet har noen huller. I utgangspunktet er faktisk Kina en forholdsvis lukket økonomi, tross en bred oppfatning om det motsatte. Importen tilsvarende nå 15 prosent av BNP, etter noe fall de siste årene som følge av høyere BNP og lavere importpriser, spesielt på råvarer. Dette er lavere enn USA, tradisjonelt regnet som ganske lukket, og halvparten av lille, åpne Norge.

Det er riktig at Kinas BNP nå utgjør omtrent 17 prosent, en drøy sjettedel, av verdens samlede BNP. Men landets store og forholdsvis lukkede økonomi betyr samtidig at mye av Kinas bidrag til veksten i globalt BNP rett og slett er veksten i Kina. En liten tankelek kan kanskje gjøre det klarere: Tenk deg at den globale veksten er på én prosent, mens Kina vokser med seks prosent. Hvordan bidrar Kina?

Bidraget til resten av verden kommer naturligvis gjennom strømmen av kapital, varer og tjenester. Der er tallene som følger: Landets import av varer og tjenester utgjør nå 2,5 prosent av globalt BNP, og med kraftig fall de siste årene har det neppe vært noen overveldende vekstimpuls herfra. Eksporten er høyere, 21 prosent av Kinas BNP og 3,5 av verdens BNP, men det hjelper jo ikke så mye på veksten i andre land. Selv når vi måler det mot Kinas voksende BNP, er overskuddet på driftsbalansen nær fordoblet på to år.

### Glemt effekt via råvarepriser?

For Norges del har Kinas drag på råvareprisene vært det viktigste. Når det i noen år har vært typisk norsk å ha flaks, er det Kina som har rigget lykkehjulet. For verdensøkonomien har derimot oljen fremstått som tjære. Tommelfingeren har tidligere sagt at

fem dollar opp på oljeprisen, alt annet likt, reduserer den globale veksten med 0,1 prosentpoeng. Så høy som oljeprisen har holdt seg i årene etter finanskrisen, må det bety at den globale veksten har hatt et tungt drivanker.

Effekten av endringer i oljeprisen er nok svakere i dag, både fordi oljeprisen allerede er såpass lav, og fordi lav eller fraværende grunnrente gir større negative ringvirkninger i oljerelaterte næringer. Likevel må det siste halvannet årets prisfall ha gitt en betydelig stimulans til den globale veksten. Slik har Kina stått for en omvendt impuls av den som analytikere og medier vanligvis fokuserer på. Høyere priser på olje og andre råvarer har dempet vekstimpulsen tidligere, mens fallende priser har gitt et positivt bidrag nå.

Noen som stadig forundres over at de siste årenes voldsomme pengepolitiske stimulanser i Vesten har gitt så beskjedne utslag? Og kan det til gjengjeld være at man nå undervurderer den indirekte effekten via oljeprisen?

### Sekulær stagnasjon?

Under dette ligger en mer generell bekymring for verdensøkonomien, som bare delvis har frisknet til etter finanskrisen i 2008. Står vi overfor en sekulær stagnasjon, en lengre periode med strukturelt svak vekst? Får vi lavere produktivetsgevinster fra nye teknologiske fremskritt? Reduseres veksten av demografiske forskyvninger? Er gjelden en hemsko for videre vekst?

Den kanskje enkleste forklaringen glimrer med sitt fravær. La oss løfte blikket litt. Avdøde professor Angus Maddison, som gjorde en kjempejobb med å kartlegge historiske økonomiske data, betegnet perioden 1950-1973 som en gylden vekstperiode. Og etter det? Da prøvde land etter land å stimulere veksten gjennom en ekspansiv finanspolitikk. Underskudd og opplåning.

Skal vi kalle det Keynes-misbruk? Ekspansiv finanspolitikk ble ikke brukt for å jevne ut farten, men som en stødig fot på gasspedalen. Fra 1974 til 2007 ble den føderale gjelden i USA, verdens ubestridte økonomiske motor i denne perioden, mer enn fordoblet – fra under 32 til 64 prosent av BNP, ifølge professor Carmen Reinhart. I Tyskland økte den offentlige gjelden fra 18 til 65 prosent av BNP, og i Sverige fra snaut 27 prosent til vel 73 prosent i 1996 – da svenskene flyttet foten til bremsepedalen. De var tidlig ute der.

Ikke alle land har hatt den samme utviklingen. Storbritannia, for eksempel, har klart å holde gjeldsandelen i sjakk. De har imidlertid hatt noe vi har hatt enda mer av: oljeinntekter.

Økonomer har i alle år diskutert i hvilken grad finanspolitiske stimuli gir varige effekter. Diskusjonen har gjerne tatt utgangs-

punkt i midlertidige stimuli, enten man nå forutsetter fremtidig nedbetaling av gjelden eller bare vurderer hver impuls for seg. Når det foregår en systematisk innsprøytning i økonomien over en periode på 40 år, er det imidlertid vanskelig å se for seg at det ikke setter varige spor.

Logisk sett blir det også vanskelig å opprettholde den samme farten uten det samme drivstoffet, uansett tyngden av gjeldsbetjeningen – som med dagens rentenivå ikke er så uoverkommelig likevel.

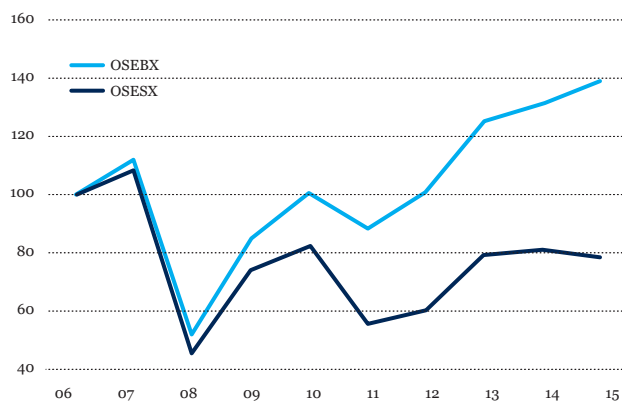
Dette betyr på den ene siden at vi må forvente en moderat trendvekst de nærmeste årene. Det betyr samtidig at moderat vekst ikke nødvendigvis er noe faresignal. Økonomien er ikke grunnleggende forandret. Markedet fungerer ikke så aller verst likevel, og mennesker i hopetall går fortsatt på jobben og skaper verdier for seg selv og sine arbeidsgivere etter en rask kopp kaffe eller to.

### 2015 i et nøtteskall

• OSEBX	+5,9 %
• S&P 500 return	+1,4 %
• MSCI World net (USD)	-0,9 %
• 3 mnd NIBOR	fra 1,48 til 1,13 %
• 10 år stat	fra 1,61 til 1,54 %
• Aksjeomsetning Oslo Børs (verdi)	5,3 %
• Brent Blend	fra USD 57,33 til USD 37,28
• USD/NOK	fra 7,43 til 8,81
• EUR/NOK	fra 9,04 til 9,62
• BNP-vekst globalt	3,1 %
• BNP-vekst Norge	1,6 %
• BNP-vekst Fastlands-Norge	1,0 %

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

### A tale of two markets



Også i 2015 utviklet småaksjer seg dårligere enn hovedindeksen.

Kilde: Oslo Børs / Pareto