

Markedet og økonomien i 2017

Av Investeringsdirektør Finn Øystein Bergh.

Gjennom store deler av 2017 demonstrerte verdipapirmarkedene en tilsynelatende trassig optimisme. Som så ofte før ble grunnlaget klarere underveis.

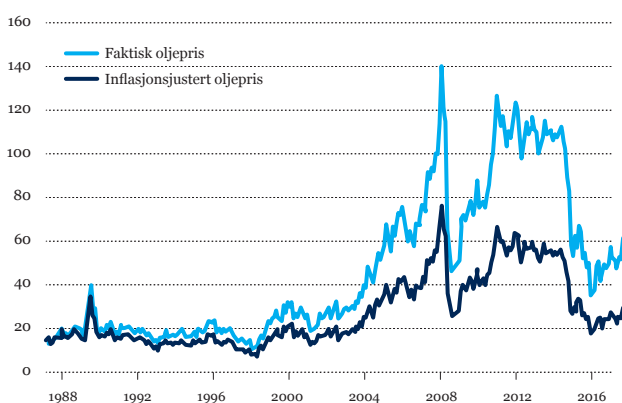
I ettertid fremstår 2017 nesten som et Kinderegg: Oljeprisen steg videre, etter en betydelig oppgang fra bunnpunktet året før. Markedsrentene ble stående sånn noenlunde på stedet hvil, etter en forsiktig økning før årets begynnelse og tre økninger i den amerikanske styringsrenten. Og aksjemarkedene verden over steg kraftig, rundt 20 prosent i mange land.

Ikke tilbake til gamle dagers oljepris likevel?



Brent Blend, pris for umiddelbar levering i dollar pr. fat.
Kilde: FactSet

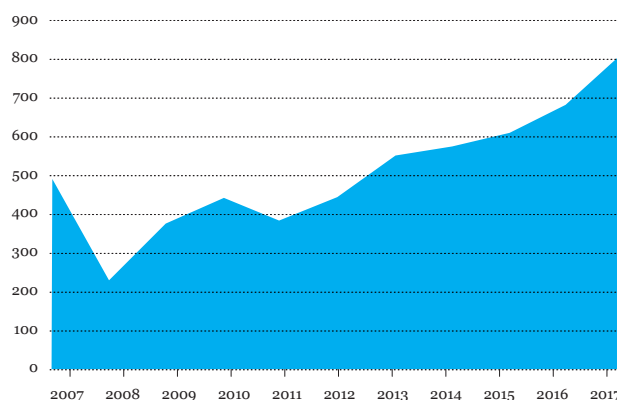
Reell oljepris stadig moderat



Oljepris (Brent Blend), pris for umiddelbar levering og justert med amerikansk inflasjon. Kilde: FactSet, US Bureau of Labor Statistics, Pareto

Oppgangen var dessuten påfallende jevn. Mens det foregående året startet med et kraftig fall, var 2017 fritt for substansielle korreksjoner. Da året var omme, hadde verdensindeksen steget sammenhengende i 14 måneder. Noe slikt hadde aldri skjedd siden indeksen ble lansert på nyttårsaftnen 1969.

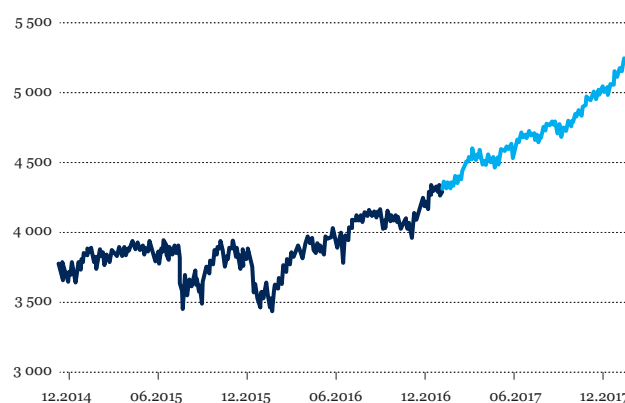
Den fantastiske opphøringen



Hovedindeksen (OSEBX) ved Oslo Børs, notering ved årsslutt.
Kilde: oslobors.no

Nå begynte også den økonomiske veksten å ta seg opp globalt. For første gang på mange år fikk vi et samtidig oppsving i alle de store økonomiske områdene. Men hvorfor først nå, etter så mange års stimulanter i kjølvannet av finanskrisen? Og hvorfor fikk aksjemarkedet så mange gode og forholdsvis stabile år i mellomtiden?

Bemerkelsesverdig stadig oppgang



S&P 500 Total Return.
Kilde: FactSet

Her er det faktisk en logisk sammenheng.

Rentedytten

La oss først ta et lite sveip over de siste årene. Den ekspansive pengepolitikken siden finanskrisen er et case for historiebøkene. Sentral-

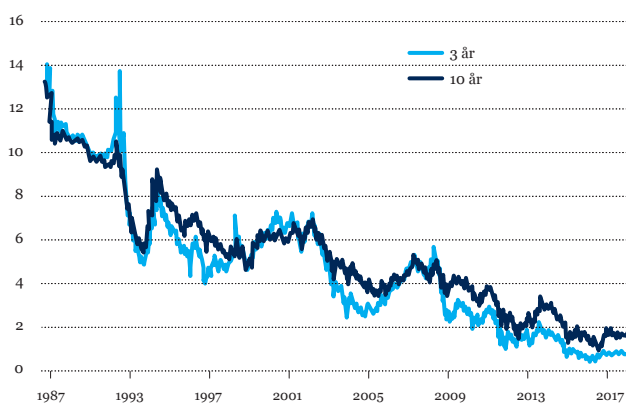
bankene i USA, Europa og Japan har alene hamstret verdipapirer, i all hovedsak statsobligasjoner, for over 10.000 milliarder dollar.

Amerikanske Federal Reserve avsluttet sine storstilte obligasjonskjøp høsten 2014, men noen reversering av betydning har vi ennå ikke sett, utover manglende justering for innløste obligasjoner. Og dette ble mer enn kompensert av europeiske ECB og Bank of Japan, gjennom nye, storstilte kjøp.

Rasjonalet kan virke enkelt: Sentralbankenes styringsrenter påvirker primært korte renter, det vil si renter på papirer med kort løpetid. Kjøper man obligasjoner med lang løpetid, kan man påvirke de lange rentene også. Da vil kursene presses opp og den effektive renten presses ned.

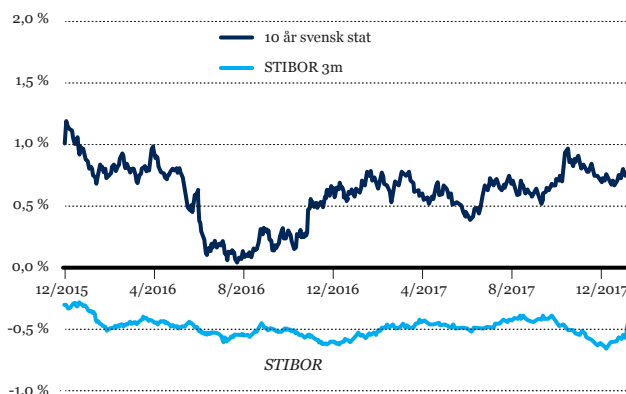
USA, som var raskest ute, klarte å få ned tiårsrenten fra rundt 4 % før finanskrisen til 1,4 % sommeren 2016. I Europa var utgangspunktet enda litt høyere og bunnen under null. Ved inngangen til 2017 hadde disse rentene steget til omtrent 2,4 % og 0,2 %. Ett år senere var den amerikanske tiårsrenten mer eller mindre uendret, mens den europeiske tiårsrenten hadde gått litt opp, til 0,4 %.

Litt over rentebunnen



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

Fortsatt billige penger i Sverige



Effektive renter i prosent.
Kilde: riksbanken.se

Men dette var ikke nok. I årene etter finanskrisen, til langt ut i 2017, var det påfallende hvor langsomt veksten kom tilbake. Finansmarkedene lot seg nok påvirke, men realøkonomien responderte uvanlig tregt. Svake bankbalanser og krav til oppkapitalisering syntes ikke å kunne forklare alt.

Noe manglet.

Vårløsning i risikokapital

Da ECB i mars 2016 kunngjorde at den også ville kjøpe foretaksobligasjoner, begynte tiltakene å nærme seg den typen kapital som betyr mest for selskapenes investeringsbeslutninger, nemlig risikokapital. Den såkalte kredittpremien eller spreaden, altså rentepåslaget på foretaksobligasjoner utover presumptivt sikre statspapirer, responderte umiddelbart.

Etter en nervøs start på det året hadde for eksempel påslaget for Markits europeiske crossover-indeks (kombinasjon av kreditttranger) snust på 500 basispunkter, det vil si fem prosentpoeng. Februar ble avsluttet med 408 basispunkter, året 2016 ble avsluttet med 288 basispunkter, og 2017 ble avsluttet med bare 232 basispunkter. Obligasjoner med høyere risiko opplevde enda brattere nedgang i kredittpremien.

Med andre ord, og dette er et viktig poeng: I løpet av forholdsvis kort tid var risikokapital blitt mye billigere. Prisen hadde falt frem til 2014 og steget frem til vendepunktet våren 2016, men allerede ved inngangen til 2017 var kredittpremien på det laveste etter finanskrisen. Gjennom året falt den ytterligere.

Mens prisene i annenhåndsmarkedet reagerer umiddelbart, tar det tid for førstehåndsmarkedet reagerer. Men i 2017 løsnet det for alvor i førstehåndsmarkedet.

Det nordiske markedet for high yield-obligasjoner satte ny emisjonsrekord med utstedelse av nye emisjoner for mer enn 120 milliarder kroner, og de største amerikanske selskapene satte ny emisjonsrekord.

For Nordens del skyldes nok noe av veksten at dette markedet er blitt bedre utviklet, men responsen må sies å ha fulgt økonomiske tyngdelover: Når risikokapital blir veldig mye billigere, ønsker selskapene å hente inn mer.

Forsiktighet i aksjemarkedet

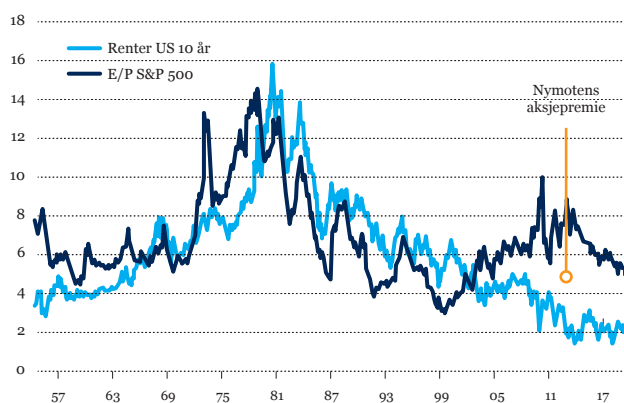
Det hører med til historien at enkelte sentralbanker også har gått til innkjøp av aksjer. Her har imidlertid volumene vært svært beskjedne. For aksjemarkedet har de lave rentene vært det desidert viktigste.

For naturligvis har lavere renter bidratt til høyere prising av aksjer, slik de også har gjort i eiendom. Saken er bare den at aksjemarkedet har nølt med å følge opp rentefallet. Lavere renter gir rom for å prise aksjer høyere, men markedet har ikke fylt hele det rommet som rentefallet har skapt. I alle fall var det ikke slik ved inngangen til 2017, og neppe ved utgangen av 2017 heller.

Best statistikk har vi som vanlig fra USA, der earnings yield lenge gikk hånd i hånd med lange renter: Overskudd i forhold til aksjeverdier steg og sank i takt med lange renter, typisk med et lite forsprang (halvannen måned). Det betyr at overskuddene forrentet aksjeverdiene omtrent slik effektiv rente forrentet lange statsobligasjoner.

På 2000-tallet skilte de lag. Da våget ikke aksjemarkedet å gå samme vei som rentemarkedet, og vi fikk en særegen aksjepremie. Den toppet seg, fire år etter kollapsen i Lehman Brothers, på oppunder seks prosentpoeng.

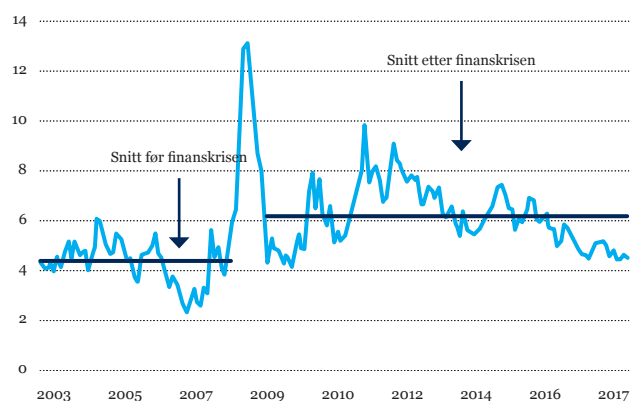
Mind the gap!



Renter på tiårige statsobligasjoner i USA og earnings yield (inntjeningsforrentning) på aksjeindeksen S&P 500. Kilde: FactSet, Pareto Asset Management

Noe lignende skjedde her hjemme. Forut for finanskrisen lå denne aksjepremien rundt fire prosentpoeng. I årene etterpå har snittet vært seks prosentpoeng. Aksjeinvestorer har altså vært mer usikre og lagt inn en større sikkerhetsmargin. De har funnet rentene kunstig lave, eller i hvert fall handlet deretter.

Sikkerhetsmargin i norske aksjer



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

I 2017 så vi at denne marginen krympet litt, både ute og hjemme. Dels var det tiltagende vekst, globalt og ikke minst i Europa, dels slet nok

også aksjemarkedet med å motstå de rekordlave rentenes gravitasjon. Som kjent er det vrient å finne tilfredsstillende avkastning på annet hold når rentene er så lave.

Målt på denne måten er aksjepremien likevel godt over sitt historiske gjennomsnitt. Det er en ufullstendig, men viktig årsak til at markedet har utvist såpass lav volatilitet de siste årene. Sikkerhetsmarginen har simpelthen vært ganske romslig i forhold til renteinvesteringer.

Kanskje er det riktig å si at altfor mange analyser har sammenlignet nøkkeltall som P/E nå med P/E før (og da har markedet ganske riktig virket dyrere). I praksis vil investorer snarere sammenligne aksjer nå med alternativer nå. Den sammenligningen har vært i favør av aksjer – med betryggende margin.

Slik har det i alle fall vært frem til nå.

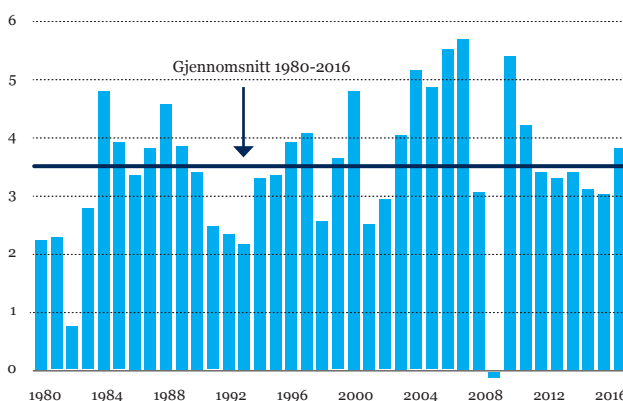
Lavere pris på egenkapital

Legg merke til hvordan denne virkningskjeden demonstrerer begrensningene i pengepolitikken. Lave styringsrenter betød lave renter i den korte enden. Massive obligasjonskjøp besørget lave renter i den lange enden. Men for aksjer, som teknisk sett er verdipapirer med enda lengre løpetid (durasjon) enn de lengste obligasjonene, var det ikke fullt så enkelt.

Sagt på en annen måte: Man klarte i betydelig grad å redusere prisen på fremmedkapital, i alle fall fremmedkapital med beskjeden kreditt-risiko. Det tok mye lengre tid å få ned prisen på egenkapital – som i realiteten er en funksjon av aksjenes prising på børsen. Og der har myndighetene begrenset innflytelse.

Likeledes, og ikke urelatert til utviklingen i aksjemarkedet, tok det tid å få ned prisen på fremmedkapital med høyere kreditt-risiko. Også der har pengepolitikken svakere virkning.

Endelig høyere global vekst



Prosentvis vekst i globalt BNP. Kilde: IMF

I 2017 så vi endelig god bevegelse på begge fronter. Samtidig så vi tiltagende og uvanlig synkronisert økonomisk vekst. For første gang på

flere år måtte IMF, Det internasjonale pengefondet, oppjustere sine vekstprognoser. De anslår nå at verdensøkonomien vokste med 3,7 prosent i 2017, mot et anslag på 3,4 prosent litt over et år tidligere.

Estimatet for 2018, gode 3,9 prosent, er også påvirket av vedtaket om amerikanske skattelett, men det rakk neppe å få synderlig innvirkning på realøkonomien i 2017.

Pengepolitikken i rett gir

Den såkalte transmisjonsmekanismen forteller hvordan pengepolitikken påvirker samfunnets samlede etterspørsel og derigjennom veksten. Normalt tenker man seg at lavere rente virker gjennom å stimulere til høyere investeringer og lavere sparing. For hvert enkelt land kan det også ha en indirekte effekt gjennom svakere valuta.

Prisene på risikokapital, ikke minst egenkapital, er mer stemoderlig behandlet. Det mangler en klar erkjennelse av at aksjemarkedet i realiteten definerer en pris på egenkapitalen.

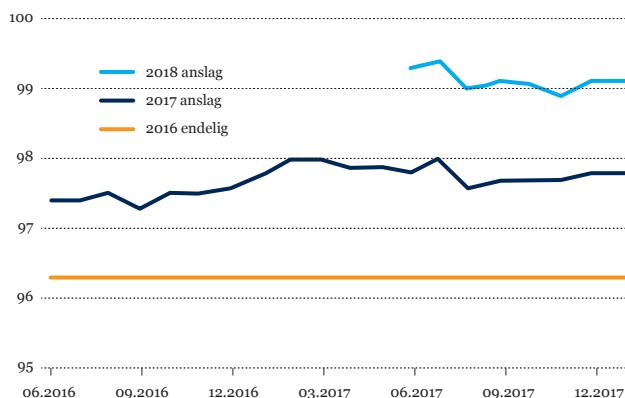
Men det kan kanskje utviklingen gjennom 2017 gjøre noe med? Dette året nådde stimulansene lenger ut på risikoskalaen, og da bidro det til å sette litt ekstra fart i den økonomiske veksten.

To tall fra IMF kan være illustrerende. I april 2016, rett etter at ECB kunngjorde at den også ville kjøpe foretaksobligasjoner, mente IMF at investeringene i 2017 ville utgjøre under 20 prosent av BNP i eurosonen. I oktober 2017 var investeringene oppjustert til over 20,6 prosent (av et litt høyere BNP). Det har gitt en god vekstimpuls. Legg på multiplikatoreffekter, og det blir klart at prisen på risikokapital – både aksjer og foretaksobligasjoner – kan være vel så interessant som prisen på statspapirer.

Høy oljepris tross elastisk tilbud

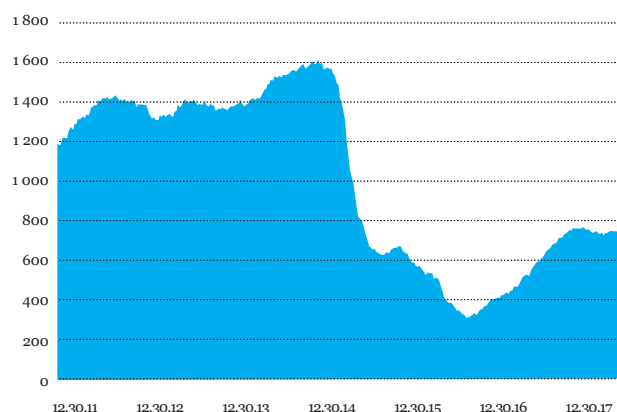
Tiltagende vekst i verdensøkonomien hjalp også godt på oljeprisen, som steg ytterligere ti dollar gjennom året, fra snaut 57 til snaut 67 dollar. Interessant nok fikk vi ingen sterk oppjustering av anslått oljeetterspørsel gjennom året, men estimatet lå i utgangspunktet

Stagnerende oljeoptimisme



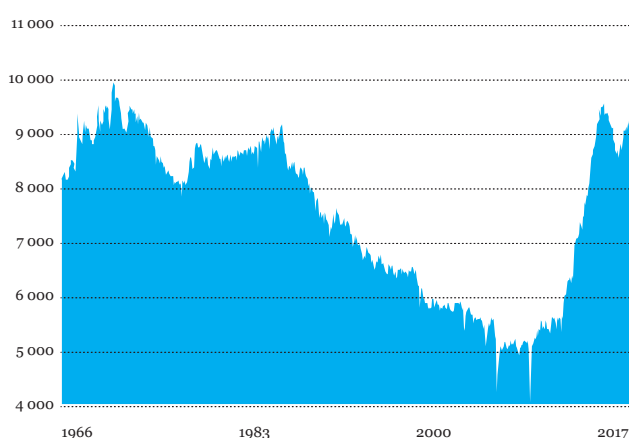
Global etterspørsel etter olje i millioner fat pr. dag, anslag på ulike tidspunkter. Kilde: IEA

Responderer på oljeprisen



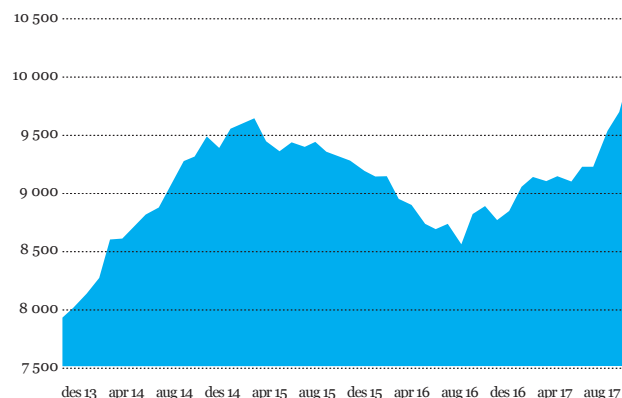
Aktive oljerigger i USA ifølge Baker Hughes rig count.

På gamle høyder ...



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

... etter en midlertidig dipp



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

tydelig over nivået fra året før. Slik sett var 2017 preget av en forholdsvis stabil optimisme.

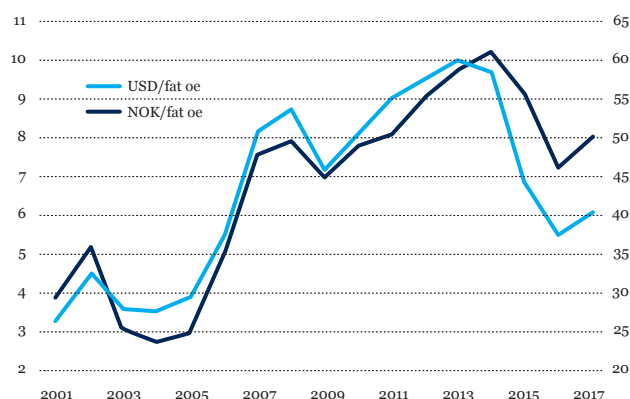
Denne prisoppgangen er i enda større grad et styrketegn når man vet hvor raskt oljeproduksjonen i USA nå responderer på høyere priser. Mange mindre felt med skiferolje settes raskt i produksjonen når oljeprisen tillater det, og løpende riggtellinger viser et åpenbart elastisk tilbud.

Merk at løpende oljepriser ikke nødvendigvis sier hvilke priser som har ligget i oljeselskapenes kontrakter. For Statoils del var snittprisen gjennom 2017 omtrent 54 dollar fatet. Selskapet klarte likevel å tredoble justert driftsresultat, hvilket forteller to ting: De siste årene har Statoil klart å kutte kostnader i stor skala. Og resultatet er uansett svært følsomt for oljeprisen.

Halverte priser!

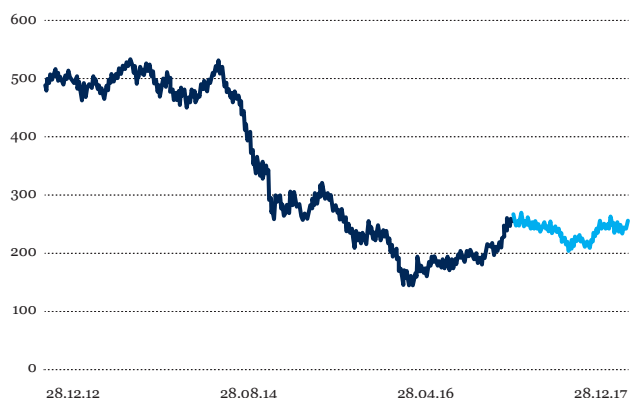
For Statoils underleverandører har det vært en lengre vei tilbake til god lønnsomhet. Mens kostnadskuttene i vår hjemlige oljekjempe har

Sokkeldeflasjon sluttført?



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

Stabilt sideleie



Oljeserviceindeksen på Oslo Børs lå nokså flatt gjennom et ellers stigende børsår. Kilde: oslobors.no

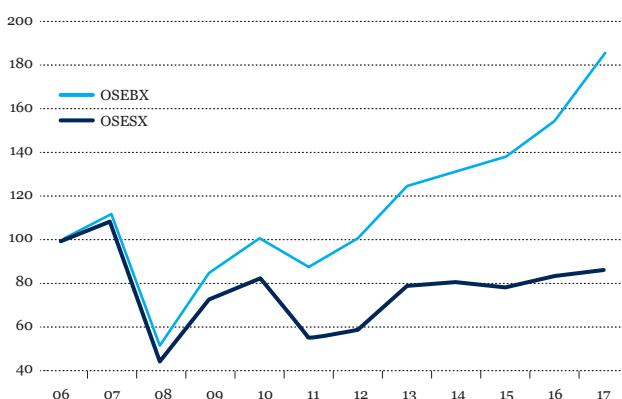
arbeidet seg gjennom systemet, har underleverandørene tatt byrden med å kompensere for de tøffe priskuttene.

På børsen har dette vært synlig siden oljeprisen begynte å falle i 2014. I nasjonalregnskapet tar det vesentlig lengre tid. Og det er heller ikke synlig ved første øyekast.

Om du på nettsidene til Statistisk sentralbyrå leter opp brutto-produktet for «tjenester tilknyttet utvinning av råolje og naturgass», kan du fort trekke den konklusjon at det har vært et overkommelig år. Bruttoproduktet i næringen har riktignok fortsatt å falle, men fallet er redusert fra 15,1 prosent i 2016 til mer beskjedne 5,5 prosent i 2017.

Her er det imidlertid treffende å si at statistikken lyver. For når byrået beregner den «reelle» utviklingen i bruttoproduktet, justerer de for prisveksten. Eller, i dette tilfellet, priset. Og det har vært formidabelt. Bak tallene for 2017 skjuler det seg nemlig et prisfall på 49,9 prosent! Fakturasummene er med andre ord mer enn halvert – halv pris på et lavere volum.

En fortelling om to børser



Dramatisk mindreaavkastning for småselskaper (OSESX) på Oslo Børs. Kilde: oslobors.no

Denne justeringen handler om prisen på leverte kontrakter. For inngåtte avtaler har priset naturlig nok kommet tidligere, og slikt diskonteres på børsen så snart det blir kjent – eller ventet. Det er årsaken til at graden av alvor i næringen først blir synlig nå. I den grad man kan si at det blir synlig, forstås, når priset ikke vises i de vanlige BNP-tallene.

Med slike tall er det kanskje ikke så rart at oljeservice-indeksen på Oslo Børs slet med å følge det ellers spretne aksjemarkedet. Eller at småaksjer generelt slet med å holde følge. Det var i alle fall noen mindre oljeservice-selskaper som slet fryktelig tungt.

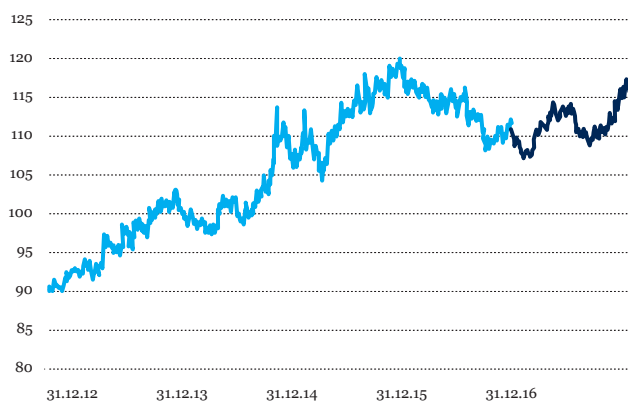
Uansett burde det verste være tilbakelagt nå.

Fortsatt svak krone

Tross oppgangen i oljeprisen holdt kronkursen seg gjennomgående svak. Noe av årsaken var sannsynligvis at boligprisene begynte å

svikte. Fallet var beskjedent og i stor grad begrenset til Oslo-regionen, men når for eksempel SSB melder om et fall der på 3,6 prosent fra andre til tredje kvartal, påvirker det psykologien i markedet. Plutselig

Ny svekkelse



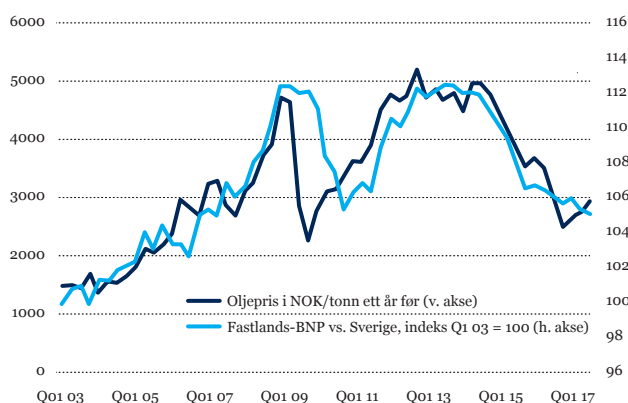
Konkurranskursindeksen. Høyere tall betyr svakere krone.
Kilde: Norges Bank

virket et kommende boligfall mye mer sannsynlig. Og dermed var det mange aktører som begynte å nedjustere sine forventninger til rentebanen.

Svikten i boligmarkedet var nok delvis foranlediget av den nye boliglånforskriften som ble innført ved inngangen til 2017. Den satte strengere krav til sikkerhet, ikke minst for sekundærboliger – altså boliger kjøpt for utleie. Og den siktet seg inn mot hovedstadsområdet, nettopp den delen av landet der boligprisene hadde vokst sterkest. Slik sett var tiltaket både målrettet og effektivt.

For norsk økonomi var den svake kronen til god hjelp i en situasjon der boliginvesteringene i mindre grad så ut til å kunne erstatte oljeinvesteringene som motor i økonomien. Foreløpige tall viser en BNP-vekst på 1,8 prosent både på fastlandet og i landet som helhet. Det er tilfredsstillende, men noe i underkant av sannsynlig trendvekst.

Oljefyring på fastlandet



Kilde: Pareto, SCB, SSB

Våre beregninger viser at fastlandsøkonomien ikke er noe mindre avhengig av oljenæringen enn før. Sammenligner man fastlandsøkonomien med svensk økonomi, ser man at den relative utviklingen fremdeles sammenfaller med utviklingen i oljeprisen. Når oljeprisen stiger, går det bedre for norsk fastlandsøkonomi i forhold til svensk økonomi, og omvendt – selv om vi altså holder oljesektoren utenfor.

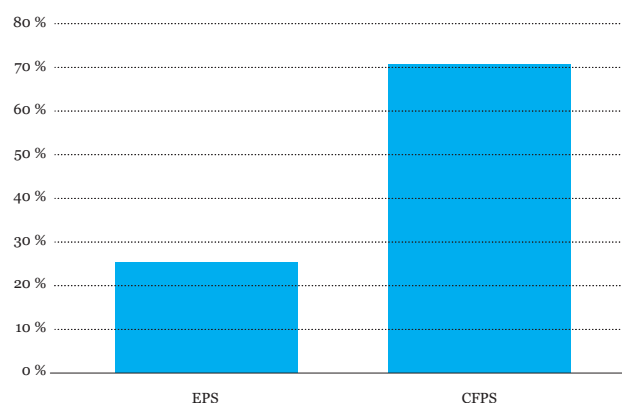
SSB presenterer ennå ikke tall for fastlandsøkonomiens «eksport» til oljesektoren. Våre tall viser imidlertid tydelig hvordan også resten av norsk økonomi påvirkes av vår økonomisk sett viktigste næring.

Spøkelsestoget i tunnelen

Ved inngangen til 2018 er bekymringene konsentrert om to relaterte faktorer: Vil høyere inflasjon presse opp rentene? Og er aksjemarkedene i ferd med å bli priset for høyt?

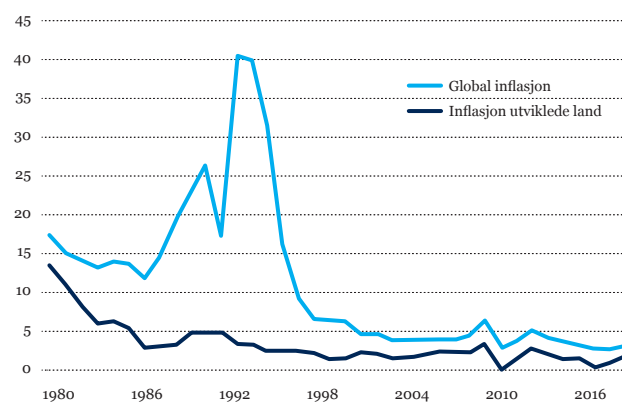
Begge bekymringer er forståelige. Nominelt er aksjer priset høyere enn før, og de siste årenes gode sikkerhetsmargin er dessuten redusert. Skulle rentene gå mer enn symbolsk opp, kan resten av

Det blir mer cash av det



Økning 2007-2017 i fortjeneste pr. aksje (EPS) og kontantstrøm pr. aksje (CFPS) i hovedindeksen på Oslo Børs (OSEBX). Kilde: FactSet, Pareto Asset Management

Tiltagende inflasjon?



Kilde: IMF

sikkerhetsmarginen eroderes nokså raskt. Og tradisjonelt er jo høy økonomisk vekst i en situasjon med høy kapasitetsutnyttelse, det vil si lav arbeidsledighet, forbundet med tiltagende prisvekst.

Dette er ingen arena for prognoser. Men det er en god anledning til å minne om at nøkkeltall alene aldri gir noen fasit. Om man for eksempel bekymrer seg for økningen i P/E på Oslo Børs, kan det være et poeng å notere seg at kontantstrøm pr. aksje har vokst raskere enn inntjeningen. Eller at P/B, forholdet mellom aksjekurs og bokført egenkapital pr. aksje, ennå ligger godt under de nivåene som tidligere har signalisert fall.

Likeledes er det mange argumenter for at lavere arbeidsledighet ikke er like inflasjonsdrivende som før, fra teknologisk utvikling til globalisering av kompetanse. Et banalt, men betegnende eksempel er hvor enkelt det er å utveksle konstruksjonstegninger i pdf og diskutere dem over e-post. Mange år med lav inflasjon har dessuten satt spor i måten inflasjonsforventninger dannes og innarbeides på.

Det er vanskelig å se for seg et tilbakeslag som ikke starter i aksjemarkedet eller også utløses der, og da snakker vi om et større fall. Rasjonelt vurdert er sikkerhetsmarginen i aksjer fremdeles så høy, og alternativkostnaden så lav, at et slikt fall trolig har beskjeden sannsynlighet.

På den annen side er risikobildet endret. Om sikkerhetsmarginen samtidig har gitt en buffer mot volatilitet, er det et poeng at denne bufferen er mindre enn den har vært de siste seks-syv årene. Og selv om det er usikkert hvor kraftig rentene vil eller kan endres, fremstår det ved inngangen til 2018 som sannsynlig at retningen er gitt: at rentebanen peker oppover. Det tilsier at markedet nå er mer sårbart for korreksjoner og høyere volatilitet. Vi kan måtte ruste oss for mer uro.

Så gjelder det bare å huske at urolige markeder nærmest er normaltilstanden. De siste årene har vært unormalt stabile og solide. Blir det mer urolig, er det egentlig markedets natur – og det man får betalt for. På lang sikt har den betalingen pleid å være veldig god.

2017 i et nøtteskall

OSEBX	+19,1 %
S&P 500 return	+21,8 %
MSCI World net (USD)	+22,4 %
3 mnd NIBOR	fra 1,17 til 0,81 %
3 mnd STIBOR	fra -0,59 til -0,47 %
10 år norsk stat	fra 1,70 til 1,65 %
10 år svensk stat	fra 0,55 til 0,78 %
10 år US stat	fra 2,44 til 2,41 %
Brent Blend	fra USD 56,82 til USD 66,87
USD/NOK	fra 8,62 til 8,21
EUR/NOK	fra 9,09 til 9,84
BNP-vekst globalt	3,7 %
BNP-vekst Norge	1,8 %
BNP-vekst Sverige	2,4 %
BNP-vekst Fastlands-Norge	1,8 %

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