

# Markedet og økonomien i 2009

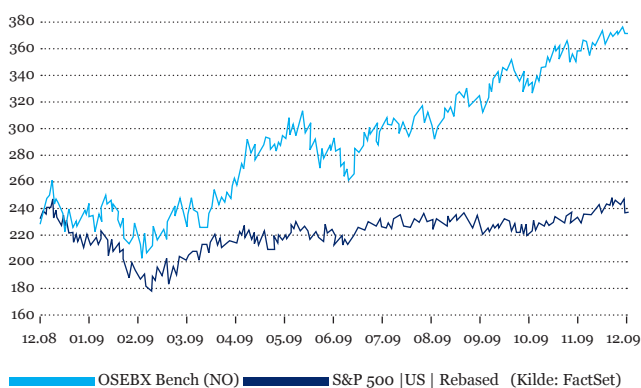
*Pareto har alltid satset på å forstå selskaper, bransjer og langsiktige utviklingstrekk, fremfor å time topper og bunner i markedet. Årsaken er enkel: Markedet er notorisk vanskelig å spå på kort sikt. Utviklingen i 2009 er et glimrende eksempel.*

Ikke siden 1930-årene hadde pessimismen vært så dyp som ved inngangen til 2009. På litt over syv måneder hadde amerikanske aksjer (S&P 500) falt med nesten 37 prosent, og obligasjonskjøperne krevde skyhøye risikopremier: Globalt fikk high yield-obligasjoner spreads på opptil 2.000 basispunkter.

Her hjemme reagerte aksjemarkedet enda kraftigere: Hovedindeksen ved Oslo Børs var mer enn halvert, og pessimismen fortsatte i det nye året. Den 3. mars hadde hovedindeksen falt med nye 12 prosent.

Men så snudde det. Og da oppgangen først kom, kom den til gagns – ikke minst i Norge. Fra bunnpunktet steg hovedindeksen over 88 prosent før 2009 var omme! Bedre kunne vi vanskelig illustrert betydningen av å være langsiktig og tålmodig i aksjemarkedet.

## Friskt på Oslo Børs



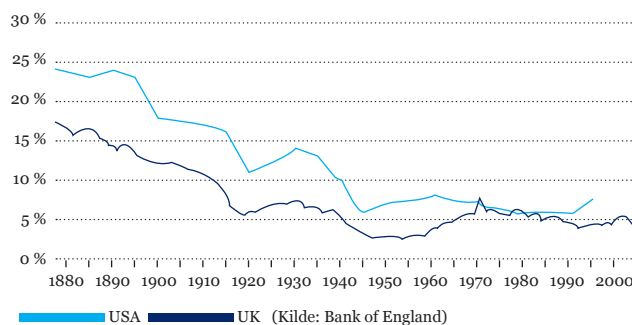
*Det norske aksjemarkedet traff bunnen omtrent samtidig som det amerikanske i fjor, men utviklet seg vesentlig bedre.*

Men hvorfor så kraftige utslag?

Her kan en rask rekapitulering av finanskrisen være instruktiv. Vi starter med det grunnleggende: I løpet av kort tid vokste det

frem en erkjennelse av at finansinstitusjoner verden over risikerte store tap på utlån og andre plasseringer. I bunnen av finanskrisen lå faren for store finanstup.

## Stadig lavere kapitaldekning



*Bankene i flere land ble stadig tynnere kapitalisert. Det gjorde dem mer sårbare da krisen satte inn.*

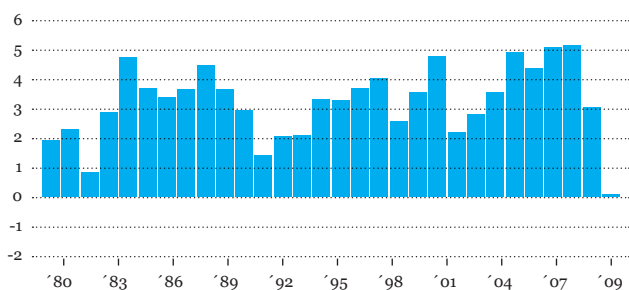
Og store skulle de bli. IMF tallfestet i oktober 2009 de forventede tapene til 3.400 milliarder dollar, hvorav 2.800 milliarder i banker og resten fordelt på forsikringselskaper, pensjonsfond og andre finansinstitusjoner.

Litt forenklet kan de omfattende tapene forklares med en kombinasjon av to forhold. For det første var strikken strukket langt. Lave renter og god tilgang på kreditt hadde drevet opp kredittvolumet og aktivprisene i en rekke land, med USA i fremste rekke. Både boligpriser og aksjekurser ble kjørt opp på denne måten. Parallelt økte gjeldsgraden hos mange boligeiere og finansielle investorer. Likeledes hadde finansinstitusjonene i mange land strukket strikken gjennom stadig lavere kapitaldekning og kreative omgørelser av kapitalkrav. Alt dette betød stor fallhøyde og potensielt store tap.

For det andre viste det seg at strikken var skrøpelig og kunne ryke; det var større fare for å utløse tap enn markedene først hadde forstått. Verdipapirisering av de dårligst sikrede boliglånene i USA (subprime), manglende forståelse av finansielle

innovasjoner og fremveksten av en dårligere regulert bankvirksomhet på siden av den ordinære bankdriften – det såkalte skyggebanksystemet – hadde både tildekket tapsfaren og økt den reelle risikoen.

### Dramatisk vekstfall



Global BNP-vekst i prosent, historikk og anslag. (Kilde: IMF)

*I perioden 1980-2008 vokste verdensøkonomien med 3,4 prosent i årlig gjennomsnitt. I 2009 falt veksten helt bort.*

På begge punkter, både tapspotensial og tapssannsynlighet, hadde man nådd historiske nivåer. Da så markedet oppdaget denne kombinasjonen og forstod hvor dårlig det virkelig stod til – da det ble klart for alle at de potensielle tapene kunne bli reelle – ble nedturen forsterket av god, gammeldags frykt.

Og derfra fikk vi en usedvanlig spennende tautrekking mellom negative ringvirkninger og mottiltak. I første runde var det åpenbart at ringvirkningene uansett ville bli enorme. Anslag fra IMF viste at den globale veksten falt fra solide 5,2 prosent i 2007 til minus 0,8 prosent i 2009 – vesentlig svakere enn alle andre år i IMF's database. Senere ble dette oppjustert til nullvekst.

Men også mottiltakene fikk historiske dimensjoner. IMF anslo i fjor varslede støttetiltak i de avanserte G20-landene til omtrent 5,7 prosent av BNP. Sterkere dose har aldri vært gitt. Og det ville ta tid før vi så den fulle effekten. Høsten 2009 hadde de avanserte G20-landene brukt halvparten av vedtatte kapitaltilførsler.

I ettertid er det klart at så massive støttetiltak måtte virke – og virke kraftig. Først våren 2009 ble det imidlertid klart nok til at verdens finansmarkeder fikk ristet av seg frykten for en enda verre nedtur.

Da var det samtidig en gryende erkjennelse av at etterspørselen fra fremvoksende økonomier, ikke minst Kina, var mer robust enn mange hadde fryktet. Dels hadde disse landene nådd et nivå

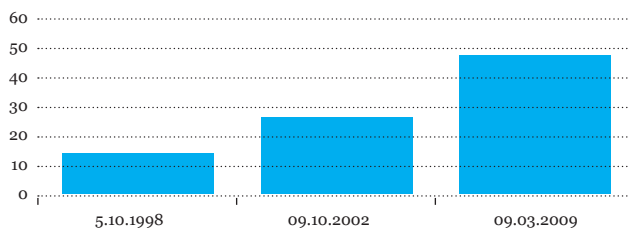
i sin utvikling der de ikke lenger var så avhengige av Vesten, dels hadde de høyere sparerate og mindre gjeld å møte krisen med, og dessuten var de nå blitt så store rent økonomisk at det monnet i verdensøkonomien. Dette ble klarere utover i 2009.

Dermed hadde man et rasjonelt fundament for ny oppgang. Effekten ble dramatisk på markeder som kort tid i forveien hadde gått fra naiv overoptimisme til overdreven pessimisme. Og igjen ble utslagene forsterket gjennom en storstilt synkronisering av verdens verdipapirmarkeder. Først hadde de stupt i takt – nå steg de i takt.

Dette har åpenbart svekket argumentet om at globalisering av verdipapirmarkedene ville redusere volatiliteten. Det har også svekket troen på at risiko enkelt kan styres gjennom diversifisering og hedging. En naturlig konklusjon er at solid egenkapital og sunn fornuft i bunn og grunn ikke kan erstattes med modeller.

I 2009 var det imidlertid få som klaget over synkroniseringen. Ved årets utgang hadde S&P 500 kommet 26,5 prosent høyere enn ved forrige årsskifte, mens verdensindeksen fra Morgan Stanley hadde steget med 30 prosent. Og obligasjonsspreadene var redusert med opptil 70 prosent fra toppen.

### Dypest krise, høyest oljepris



Oljeprisen (Brent Blend) i dollar ved bunnoteringer i verdensindeksen fra Morgan Stanley Capital International, gjennomsnitt 25 handledager før og etter. (Kilde: FactSet/Pareto)

*Selv om børsfallet var mye dypere denne gang, traff oljeprisen et mye høyere prisgulv.*

Oslo Børs, til sammenligning, steg med hele 64,8 prosent i løpet av året. Bare et klassisk svingutslag fra en ekstra volatil børs?

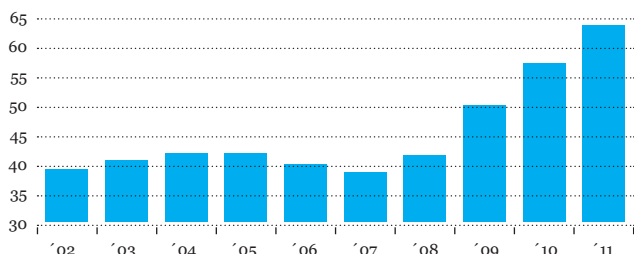
Slett ikke. På ett punkt skiller nemlig finanskrisen seg tydelig fra tidligere kriser og børsbunner: Oljeprisen holdt seg mye høyere. Mens for eksempel Asia-krisen sendte Brent Blend ned i omtrent 13,50 dollar, klarte finanskrisen – som var en mye dypere krise for verdensøkonomien – bare å dumpe oljeprisen til godt og vel

48 dollar. Dette er da regnet som et gjennomsnitt av prisnoteringene i 25 handledager før og etter børsbunnen. Vel hadde oljeprisen kommet vesentlig høyere før det smalt denne gang, men vi skal ikke langt bakover i tid før 48 dollar ville fremstått som en påfallende høy pris.

Da er det lett å forstå at Oslo Børs, med sitt tunge innslag av olje- og energirelaterte aksjer, gjorde det langt bedre enn andre børser. Dette noteres med en viss lettelse hos nettopp Pareto, som har konsentrert seg om bransjer der Norge har et fortrinn – ikke minst olje- og energirelaterte aksjer.

Ved inngangen til 2010 er det støttetiltakene som er blitt markedenes største kilde til bekymring. Nå spekuleres det i offentlige gjeldsproblemer og fare for høyere inflasjon litt lenger inn i fremtiden, samt ikke minst senere innstramminger for å tøyse disse gjeldsproblemene. Kraftige kurssvingninger så langt i 2010 tyder på at markedet igjen er i villrede om utviklingen.

### Kraftig gjeldsvekst



Offentlig nettogjeld i prosent av BNP, OECD totalt. (Kilde: OECD desember 2009)

*Og dette er investorenes bekymring ved inngangen til 2010: De kraftige stimulansepakkene i OECD bidrar til en betydelig gjeldsøkning. Gir det tilsvarende kraftige innstramminger senere? Eller får vi høyere inflasjon?*

Pareto har et optimistisk grunnsyn på så vel norsk som internasjonal økonomi, og vi er overbevist om at veldrevne selskaper vil klare seg godt også gjennom denne turbulensen. Noen vil til og med ha kommet styrket ut. Det gjelder bare å velge riktig, tåle motgang og være langsiktig nok.

### 2009 i et nøtteskall

OSEBX	+64,8%
S&P 500 return	+ 26,46 %
MSCI World net	+30,0%
3 mnd NIBOR	fra 3,97% til 2,19%
10 år norsk stat	fra 3,81% til 4,15%
Aksjeomsetning Oslo Børs (verdi)	-38,6%
Brent Blend fra USD 48,80 til USD	78,70
BNP globalt	0,0%
BNP Norge	-1,6%
BNP Fastlands-Norge	-1,6%

*Kilder: Oslo Børs, Standard & Poor's, MSCI Barra, Norges Bank, FactSet, IMF, SSB, Pareto. BNP-vekst er oppdatert med reviderte anslag etter at de respektive årsrapportene for Pareto ble publisert.*