

Markedet og økonomien i 2010

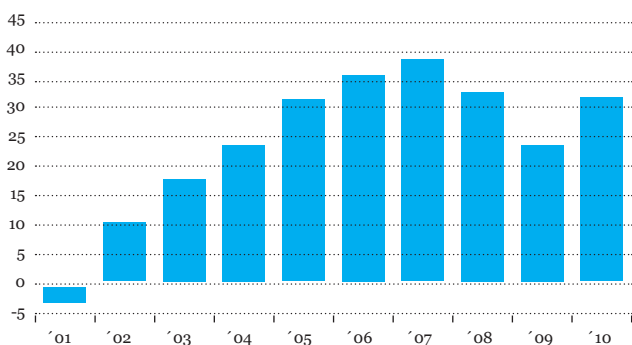
Man snakker ofte om ikke å se skogen for bare trær. Dette signaliserer at man er for opphengt i detaljer til å se det store bildet. I 2010 var det omvendt – da var det mange som ikke så trærne for bare skog. De som bare var opptatt av det store bildet, som fokuserte på dårlige vestlige makronyheter (dem var det mange av), overså at det faktisk gikk bedre enn fryktet i store deler av næringslivet.

Året startet riktignok med en rekke optimistiske vurderinger og lyspunkter. Vi gikk inn i 2010 med klare håp om en opptur, etter tidenes stimulanse- og redningspakker. I første kvartal steg aksjemarkedet kraftig, både hjemme og ute.

Så stod de dårlige nyhetene i kø. Aske fra et vulkanutbrudd på Island lammet store deler av flytrafikken i Europa. Gjeldskrisen eskalerte i Hellas, Irland, Portugal, Spania og Italia, med frykt for spredning til enda flere land. Økonomer på rekke og rad presenterte advarsler om årelange innstramminger i OECD, supplert med heftige protester og demonstrasjoner mot innsparingsforslagene. I USA tiltok diskusjonen om en mulig double dip, altså en ny resesjon på hælene av den forrige, mens Kina stadig oftere ble omtalt i forbindelse med inflasjonsfare og oppblåsing av en boligboble.

På toppen av dette fikk vi en omfattende oljekatastrofe i Mexico-gulfen, fulgt av strenge restriksjoner som også rammet norske selskaper. Og når dette skrives, viser foreløpige tall fra IMF at opphenting i de utviklede økonomiene ikke har vært så kraftig likevel. For de fleste av disse landene, Norge inkludert, har BNP ennå ikke klatret tilbake til 2008-nivået.

Frisk inntjeningsvekst

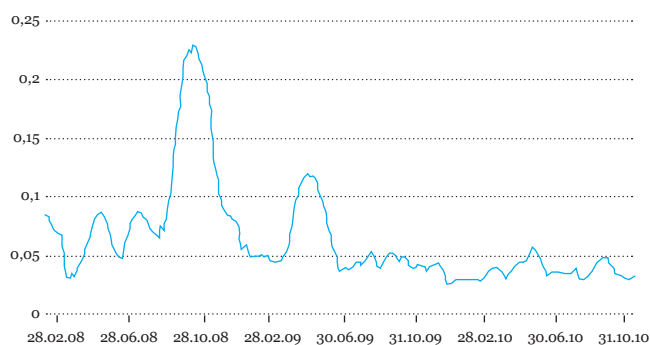


EPS (fortjeneste pr. aksje) for OSEBX. (Kilde: FactSet)

Så hvem skulle trodd at hovedindeksen på Oslo Børs ville stige med 18 prosent i fjor? At inntjeningen for selskapene i indeksen skulle stige med hele 31 prosent? Eller at volatiliteten (svingningene) skulle bli lavere enn på tre år?

Dét var i alle fall ikke åpenbart om man hovedsakelig brukte makronyheter og nøkkeltall til å analysere markedsutviklingen. Året 2010 gav med andre ord et nytt eksempel på verdien av å forstå selskaper, bransjer og langsiktige utviklingstrekk, fremfor å time toppe og bunnere i markedet.

Uvanlig år? Ikke på børsen



OSEBX, 60 handledagers standardavvik. (Kilde: Oslobørs/Pareto)

Friske trær i syk skog

Den sprikende utviklingen reiste også et helt sentralt spørsmål for alle som er interessert i børs, næringsliv og økonomi: Hvordan kunne det egentlig gå så godt for næringslivet og børsen når makroøkonomien var så svak og usikker?

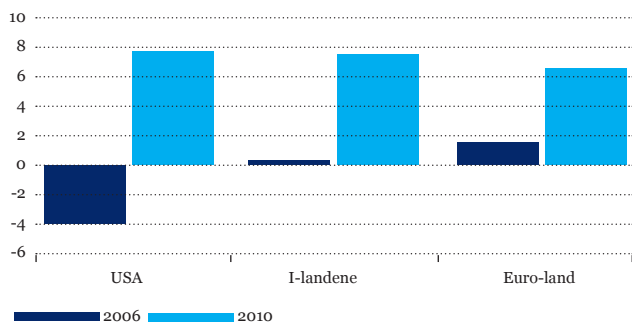
En første del av svaret må være å påpeke at den voldsomme gjeldsoppbyggingen de siste to-tre årene i all hovedsak gjelder offentlig gjeld. På bare tre år har verdens samlede offentlige gjeld økt fra 31 til nærmere 41,5 billioner dollar, ifølge en løpende oversikt på nettsidene til tidsskriftet the Economist. Om vi også inkluderer kommuner og andre offentlige enheter, kan summen ha passert 50 billioner (trillion på US engelsk) dollar. Økningen skyldes dels ekspansiv finanspolitikk for å møte

finanskrisen og den følgende resesjonen, dels regelrett gjeldsovertagelse fra banker og andre virksomheter etter vedtak eller garantier. I så fall snakker vi om en overføring av gjeld fra privat til offentlig sektor.

Samtidig har nettopp privat sektor redusert sin gjeldsoppbygging. Forbrukerne i både USA og Europa har økt sin sparerate, riktignok fra til dels beskjedne nivåer, mens store deler av næringslivet har styrket balansen i betydelig grad. For det første har resultatene vært overraskende sterke i etterkant av finanskrisen, og for det annet har det vært moderate utbetalinger til dividende og investeringer.

Denne konsolideringen av privat sektor må kunne sies å være underkommunisert i forhold til den tilsvarende svekkelsen av offentlig sektor. En mulig årsak er at tallene ikke er umiddelbart tilgjengelige. De er til gjengjeld svært talende. Etter våre beregninger har det samlede finansielle overskuddet for privat sektor i USA (husholdningenes sparing og bedriftenes tilbakeholdte overskudd minus investeringer) økt fra minus 4,0 prosent av BNP i 2006 til pluss 7,9 prosent i 2010. For industrilandene som gruppe har privat sektor økt det tilsvarende overskuddet fra 0,1 til 7,7 prosent av BNP på de samme fire årene.

Styrket privat sektor



Privat sektors finansielle overskudd (husholdningenes sparing pluss bedriftenes tilbakeholdte overskudd minus investeringer) i prosent av BNP. (Kilde: Pareto/IMF)

Dette har ikke bare gitt et moderat gjeldsnivå i næringslivet; vi snakker om en stedvis solid oppbygging av kontantposisjoner. Selskapene i den amerikanske aksjeindeksen S&P 500 har alene kontanter og likvide midler for anslagsvis 2,4 billioner dollar, ifølge Bloomberg.

Til sammen tegnes altså et bilde av en massiv gjeldsforskyvning fra privat til offentlig sektor. Det bidrar til å forklare hvorfor gjeldsøkningen og godt publisert gjeldsangst ikke har rammet aksjemarkedet i særlig grad.

Litt spissformulert lyder bestyrelse av statskassen som en strålende forretningsidé: Man setter prisene (skattesatsene) selv, betalingen er pliktig, og man bestemmer ovenikjøpet hvor mye varer man skal levere for denne betalingen – og til hvilken kvalitet.

Problemet er at det er dyrt å beholde denne bestyrelsen. Over tid kan det oppstå et behov for å kjøpe seg kundetilfredshet, og overskudd blir til underskudd.

Ved første øyekast står private bedrifter overfor en tøffere utfordring. De må til enhver tid kjempe for å levere best mulige produkter til et lavest mulig kostnadsnivå, og taperne i denne konkurransen elimineres fortløpende. Modellen har imidlertid vist seg å være langsiktig robust, og en lang rekke børsnoterte selskaper er nå i svært god skikk – tross makroøkonomisk usikkerhet på en skala vi ikke er vant med. På mange måter har nettopp årelang usikkerhet bidratt til denne soliditeten, ved at det har fått selskapene til å kutte kostnader og være forsiktige med opplåningen.

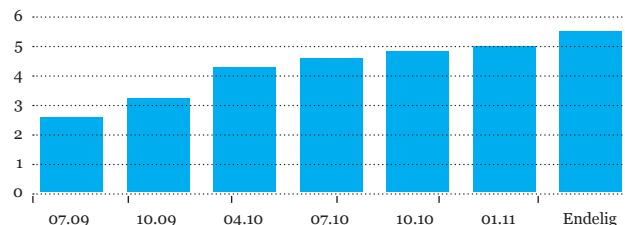
Effektene av dette ser vi i den kraftige inntjeningsveksten og de solide balansene i privat sektor.

Tjener på kinesisk vekst

Neste del av svaret er at private selskaper både ute og hjemme har gjort seg stadig mer uavhengige av vekst og svingninger i sitt eget hjemmemarked. År for år har internasjonal handel økt i forhold til globalt BNP, bare med et midlertidig tilbakeslag under finanskrisen, og målt som andel av markedsrettet BNP (eks. offentlig forvaltning) er en betydelig andel av næringslivet nå internasjonalt orientert.

Selskapene er med andre ord stadig mer dekket fra den økonomiske tilstanden i landet de har vært hjemmehørende i. Slik blir det mye mindre av et problem at etablerte industriland fremdeles har nokså anemiske vekstrater, mens veksten i stor grad finner sted i fremvoksende markeder. For 2010 er Norge et godt eksempel, med et foreløpig vekstanslag på bare 0,4 prosent. Endelig vekstrate havet på 0,6 prosent.

Bedre og bedre

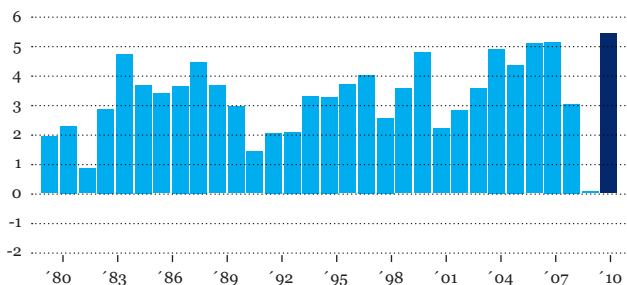


Anslagene for global BNP-vekst i 2010 er stadig oppjustert. (Kilde: IMF World Economic Outlook database)

På verdensbasis endte året faktisk med en av de høyeste vekst-ratene på mer enn 30 år. Anslagene er konsekvent oppjustert fortløpende, fra bare 2,5 prosent i juli 2009 til nøyaktig det dobbelte i IMF's siste oppdatering (pr. januar 2011).

De mest pessimistiske makroøkonomene har måttet gjøre tilbaketog på tilbaketog.

Det tredje beste året siden 1980



Prosentvis årlig vekst i globalt BNP. (Kilde: IMF)

Og det er ikke nødvendigvis kinesiske selskaper som står i fremste rekke for å dra fordel av dette. Mange kinesiske selskaper eksporterer jo varer til Vesten, der kundene ikke har vært så frimodige med lommeboken de siste årene.

På Oslo Børs er det tvert imot. Om vi ikke leverer så mange varer direkte til kinesiske kunder, selger vi tonnevis av produkter som nyter godt av kinesisk etterspørsel. Råvarer og mindre bearbejdede varer, med olje i spissen, handles i friske strømmer på verdensmarkedet som følge av et kinesisk sug etter varer.

Også i markedene for mer avanserte produkter er effekten kraftig. For eksempel ruller tyske prestisjebiler inn over det kinesiske markedet i høyt tempo.

Overskuddet på Kinas driftsbalanse er da også mer enn halvert på tre år, et poeng få later til å ha festet seg ved i Vesten. Bare i fjor steg den kinesiske importen med 39 prosent.

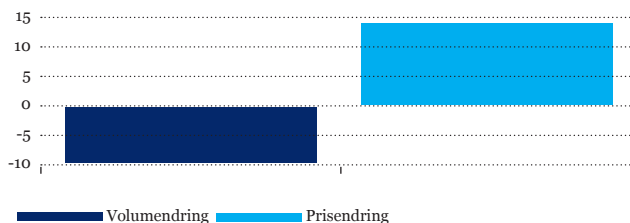
Årsregnskap i millioner fat?

Endelig er det et poeng at den stadige fokuseringen på BNP-vekst kan være misvisende for den som ønsker å danne seg et bilde av utviklingen i næringslivet. Det skyldes ikke bare at offentlig forvaltning står for en stor del av BNP i moderne velferdsstater som Norge, slik at direkte innstramninger må lukes bort før man kan se den reelle utviklingen i resten av økonomien.

Det skyldes i enda større grad at BNP er et dårlig mål på tilstanden i næringslivet. Norsk økonomi i 2010 er et utmerket eksempel. Vekst på bare 0,6 prosent skyldes i all hovedsak en uvanlig svak utvikling i utvinning av råolje og naturgass, der bruttoproduktet (sektorens bidrag til BNP) falt med 4,9 prosent. Etter vanlige begreper er dette et dramatisk fall.

Så hvorfor stupte ikke energirelaterte aksjer på Oslo Børs i fjor? Enkelt: Den samme sektoren, utvinning av råolje og naturgass, noterte seg for en gjennomsnittlig prisøkning på hele 13,9 prosent. I nasjonalregnskapet måles bare volumet olje som selges. I selskapsregnskapet er det som kjent kronene som teller.

To oljebilder



Utvinning av råolje og naturgass i Norge i 2010. (Kilde: SSB)

En rekke studier viser da også minimal eller ingen sammenheng mellom BNP-vekst og kursutvikling i aksjemarkedet. Våre egne tall viser likeledes null korrelasjon mellom børsen og BNP samme år, både i Norge og i USA.

Til gjengjeld er det meget høy korrelasjon (hele 0,6) mellom børsutviklingen ett år og BNP-veksten neste år. I seg selv beviser ikke dette noen årsakssammenheng, men det synes jo å passe godt med den generelle oppfatningen av kursutviklingen som en ledende indikator på konjunkturutviklingen.

Slik sett er kanskje fjorårets børsoppgang et godt varsel?

2010 i et nøtteskall

* OSEBX	+18,3%
* S&P 500 return	+15,06%
* MSCI World net	+11,8%
* 3 mnd NIBOR	fra 2,19% til 2,60%
* 10 år stat	fra 4,15% til 3,68%
* Aksjeomsetning Oslo Børs (verdi)	+18,7%
* Brent Blend	fra USD 78,70 til USD 94,70
* BNP-vekst globalt	5,4%
* BNP-vekst Norge	0,6%
* BNP-vekst Fastlands-Norge	1,8%

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.