

Markedet og økonomien i 2011

Utviklingen gjennom 2011 aksentuerer en mer langsiktig trend: Mens selskapene i næringslivet viser stadig fremgang og bygger reelle verdier, blir investorene stadig mer skeptiske til å betale for de samme verdiene. Spørsmålet er om denne utviklingen har nådd sin grense.

For en investor er det alltid noe å bekymre seg over. Det forgangne året representerer intet unntak.

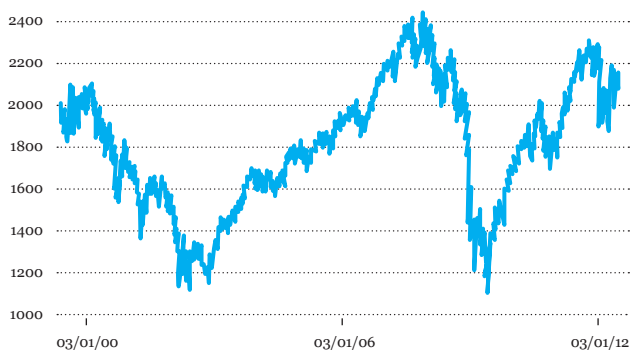
Fremst i bevisstheten står åpenbart den uhåndterlige greske statsgjelden, som gjentagne ganger har vært gjenstand for markedets uro. Tidvis har også portugisisk, spansk og italiensk statsgjeld vært i søkelyset, med potensielt mye verre konsekvenser. Og på toppen av dette har amerikanske politikere, som i alle år har hatt toppratingen AAA på sin statsgjeld, klart å diskutere på seg en nedgradering fra Standard & Poor's.

Investorenes frykt og uro har to dimensjoner. For det første er det klart at mange land vil føre en stram finanspolitikk i mange år fremover, både av fiskal nødvendighet og fordi dette representerer en herskende politisk konsensus. Prosykliske innstramninger er normalt et lite egnet virkemiddel for friskere vekst.

For det annet er det frykt for at høy arbeidsledighet og sosial uro nærer en mer grunnleggende pessimisme og investeringsvegving som gjør Europa – og kanskje Vesten mer generelt – til en økonomisk bakevje. Slik sett er den økonomiske betydningen av for eksempel opptøyer i Storbritannia større enn hva de direkte skadene synes å forklare.

Sosial uro er nært forbundet med finanspolitikk og økonomisk vekst. Forskning viser at når budsjettet strammes inn eller veksten faller, øker forekomsten av opptøyer og demonstrasjoner. Dette underbygger den mer fundamentale angsten bak fjorårets svake markedsutvikling: frykten for at store deler av Vesten står overfor en negativ spiral.

Wall Street stoppet opp



S&P 500 som avkastningsindeks. Kilde: Datastream

Rent finansielt var således jordskjelvkatastrofen i Japan av mindre betydning, tross enorme direkte skader og tragiske dødstall. Det er fremtidsroen som har vært fraværende.

Dette er trolig den beste forklaringen på at verdensindeksen falt med over 5,0 prosent (utbyttejustert) og at den norske hovedindeksen falt med nesten 12,5 prosent, tross god inntjening. Det forklarer også hvorfor investorene strømmet til korte statspapirer i antatt sikre land, mens risikopremiene økte for andre land og foretaksgjeld mer generelt.

Vi kan derfor lese det samme ut av både aksjemarkedet og kreditmarkedet: 2011 var et år med høy og stigende pris på kapital.

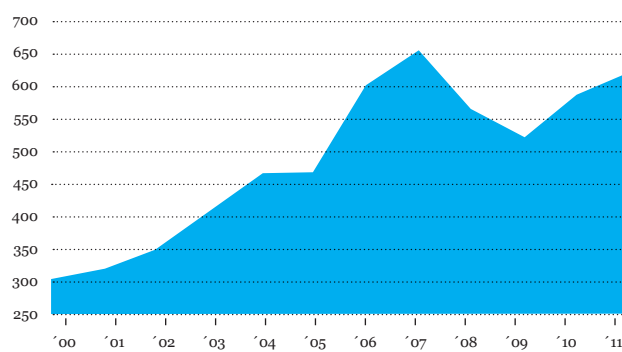
Nedslående for investorer ...

Det mest slående med 2011 er likevel ikke årets dramatiske begivenheter. Fra et investorperspektiv er poenget snarere at utviklingen synes å føye seg inn i en mer langsiktig trend.

Vi kan starte med investorenes bunnlinje: For aksjemarkedet har starten på årtusenet vært skuffende. Nå er det ikke riktig at aksjer globalt sett har gitt null avkastning i dette årtusenet, men det er ikke langt unna. Siden nyttårsaftnen 1999 har verdensindeksen fra MSCI gitt en årlig snittavkastning (inkl. utbytte) på 0,7 prosent, mens amerikanske S&P 500 bare har levert 0,55 prosent. Regnet fra toppen i 2007 er begge indeksene fremdeles klart i minus.

I Norge har det gått bedre, med en snittavkastning på 5,4 prosent i de samme tolv årene. Gjennom siste halvpart av denne perioden, eller mer nøyaktig fra første kvartal 2006, må vi likevel notere null-avkastning også her hjemme.

Her stoppet det ikke opp



Bokført egenkapital pr. aksje (indeksenhet) for S&P 500. Kilde: FactSet

... og oppløftende for finansdirektører

Selskapene i de samme indeksene har imidlertid gjort det godt. I løpet av dette årtuset er for eksempel bokført egenkapital fordoblet for selskapene i S&P 500-indeksen, mens fortjeneste pr. aksje har økt med over 85 prosent og utbyttet har steget med over 90 prosent. På begge sider av Atlanteren rapporteres det om rekordmarginer, ifølge Financial Times.

Også på Oslo Børs har selskapene vist betydelig fremgang mens kursene har stått stille. I løpet av seks år med nullavkastning i aksjemarkedet har selskapenes bokførte egenkapital økt med over 50 prosent, selv etter utbetaling av høye – og stigende – utbytter. Inntjeningen har økt med mer beskjedne syv prosent, men den lave veksten skyldes i stor grad prosykliske regnskapsregler som inkluderer urealiserte gevinster i gode tider og urealiserte tap i dårlige tider i aksjemarkedet. Kontantstrømmen har økt med 20 prosent i samme periode, ifølge FactSet.

Lav prising – høy kapitalkostnad

Til sammen speiles disse to utviklingstrekkene i vesentlig lavere prising. I USA er P/E-nivået mer enn halvert siden starten på årtuset, fra 27–28 til 13–14. På Oslo Børs er reduksjonen mer beskjeden, fra rundt 13 til 9,5, men dette er altså målt over en halvparten så lang periode med nullavkastning.

I denne perioden har earnings yield, løpende forventet inntjenning pr. aksje i prosent av aksjekursen, økt fra 7,5 til 10,5 prosent i det norske aksjemarkedet. Det gir en implisitt forrentning som ligger hele 7,6 prosentpoeng over den norske pengemarkedsrenten. I historisk perspektiv er det svært høyt. Ett år tidligere lå det rundt 6,3 prosentpoeng. Nivået har holdt seg høyt helt siden finanskrisen slo inn i 2008.

På fremmedkapitalsiden ser bildet annerledes ut – i utgangspunktet. Norske statsrenter, som fortsatt fortjener betegnelsen risikofri, har falt til svært lave nivåer. For eksempel har femårsrenten falt fra 2,93 til 1,56 prosent i løpet av 2011.

Seks tapte år?



Hovedindeksen ved Oslo Børs. Kilde: Oslobørs.no

Samtidig har imidlertid den såkalte swap-premien steget med omtrent 0,7 prosentpoeng. Swap-premien kan tolkes som prisen for å veksle om mellom flytende og fast rente for gitte perioder, slik at den gir et uttrykk for prisen på renterisiko i de samme periodene. Den gir dermed et tillegg i renten, utover risikofri rente, som skal dekke generell renterisiko i markedet i henhold til markedets egne renteforventninger.

Og på toppen av dette har vi risikopremien for de enkelte selskaper, som i mange tilfeller har steget vesentlig mer.

For et solid selskap som Orkla er påslaget beskjedent. Der snakker vi om en økning fra 1,25 til 1,6 prosentpoeng i løpet av året. Totalt får dermed Orklas obligasjonseiere et rentetillegg på omtrent 2,3 prosentpoeng utover risikofri rente.

For andre selskaper handler det om helt andre påslag. Pareto High Yield Index (Series 3), som favner selskaper med klart lavere rating enn Orkla, avsluttet året med en spread (gjennomsnittlig selskaps-påslag) på omtrent 12 prosentpoeng (!). Grovt regnet representerer det en dobling på bare et halvt år.

Slik er markedets ironi: Mens høye forventninger til avkastning gjorde kapitalen billig forut for finanskrisen, har nå lave forventninger til avkastning gjort kapitalen dyr.

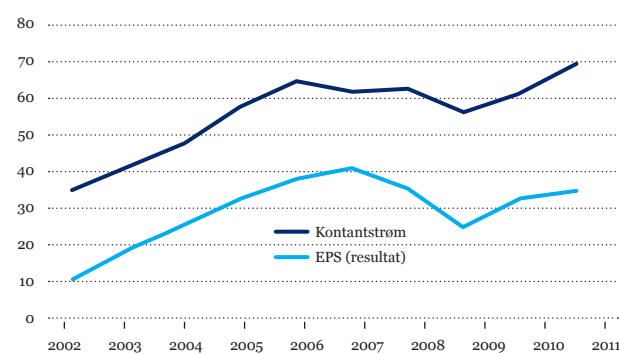
Spissformulert betyr det at investorene får mer for pengene nå som de ikke forventer å få så mye for pengene.

Når brannalarmen går

Det finnes argumenter for at verdipapirmarkedene kan være svake selv om selskapene viser fremgang. For eksempel har økende korrelasjon gjort det vanskeligere å diversifisere bort risiko og vri porteføljen mot tryggere aktiva.

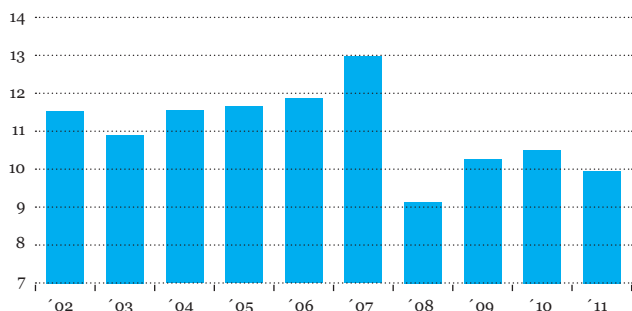
For det første øker korrelasjonen i urolige tider, som et syklisk fenomen. I august 2011, da aksjekursene falt kraftig, var det en månedsvis korrelasjon mellom Oslo Børs og S&P 500 på hele 0,995. Det langsiktige gjennomsnittet ligger rundt halvparten.

Kong kontant på topp



Oslo Børs' hovedindeks, beregnet verdi pr. aksje (indeksenhet). Kilde: FactSet.

Lavest siden finanskrisen



Gjennomsnittlig estimert P/E gjennom året på Oslo Børs. Kilde: FactSet.

På samme måte skjøt korrelasjonen i været mellom aksjer som nærmest pr. definisjon burde gå hver sin vei, som Statoil og oljebrukeren Royal Caribbean Cruises. I tillegg har vi sett økende korrelasjon mellom ulike aktivaklasser. Når brannalarmen går, løper alle ut samtidig – også om det ikke brenner.

For det annet er det en mer langsiktig trend mot høyere korrelasjon som et strukturelt fenomen. Her kommer vi selvfølgelig ikke utenom økende globalisering. Verdenshandelen vokser normalt raskere enn BNP. Investeringene øker på tvers av landegrensene. Regelverk samordnes og investeringshindre nedbygges, ikke minst i land som tidligere hadde dårlig utviklede markeder. Og medie-dekningen globaliseres, slik at vi alle sitter og følger nervøst med på de samme nøkkeltallene.

Økt korrelasjon mellom enkeltaksjer kan henføres til faktorer som algoritmehandel (programstyrte ordre) og økende indeksering, både direkte (indeksfond, ETF) og indirekte (referanseindekser). Det siste øker korrelasjonen nærmest pr. definisjon. Du trodde kanskje indeksering reduserte risikoen?

I tillegg har vi fått en leksjon i sentimentrisiko. Stemningsbølger svinger gjerne fra den ene ytterlighet til den andre, og dagens marked lider under den hemningsløse optimismen som regjerte for fem år siden. Brent barn skyr ilden, heter det; markeder fungerer dessverre på samme måten.

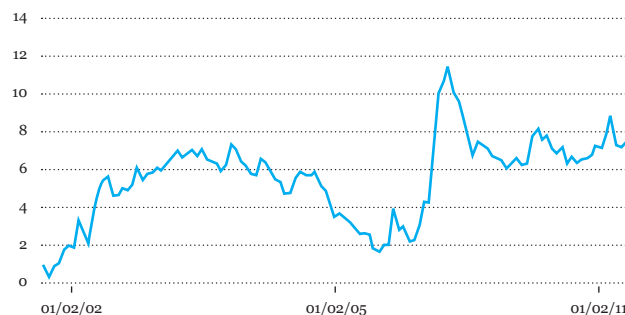
Det fine med dette er at det skaper muligheter.

Rekordresultater

I Norge er det ingen ny marginrekord, men for næringslivet på fastlandet har brutto driftsresultat (EBITDA) aldri vært høyere. Det foreløpige tallet på 614 milliarder kroner representerer en økning på 13,6 prosent på to år og nesten 45 prosent av næringslivets bruttoprodukt.

I oljesektoren er resultatene svakere enn i 2008, uten at det gir synderlig grunn til å skrive om dårlige tider. Brutto driftsresultat utgjør nå nærmere 90 prosent av bruttoproduktet i sektoren. Selv om staten tar sin broderlige andel og mer til, blir det bokstavelig talt rikelig med penger igjen.

Høy aksjepremie



Earnings yield OSEBX minus tremåneders NIBOR. Kilde: FactSet.

For selskapene på Oslo Børs er det ved første øyekast et stykke igjen til nivåene i 2006 og 2007, men det kan i stor grad tilskrives regnskapseffekter – typisk resultatføring av urealiserte tap på verdipapirer eller nedskrivning på fisk i henhold til regnskapsstandarden IFRS. Kontantstrømmen har aldri vært høyere. Bare det siste året har den økt med 13 prosent, ifølge FactSet.

Over tid har inntjeningen vokst raskere på Oslo Børs enn i norsk økonomi generelt. Det kan skyldes seleksjon, ved at de mest veldrevne selskapene har funnet veien til børsen, men også at lønnsomme sektorer – især oljerelaterte selskaper – er overvektet på børsen. Enkelte børsnoterte selskaper er dessuten hjemmehørende i utlandet.

Til gjengjeld svinger resultatene sterkere på Oslo Børs enn utenfor børsen. De svinger likevel ikke kraftigere der enn i det amerikanske aksjemarkedet. Her hjelper det nok at tre viktige drivere som oljeprisen, dollarkursen og lakseprisen stiger og synker helt uavhengig av hverandre – med en korrelasjon så nær null som det er praktisk mulig å komme.

Alle de tre prisene er da målt i kroner, for sammenligningens skyld og fordi poenget er å måle antall overskuddskroner pr. aksje. Slik eliminerer vi dessuten den villedende kursdansen mellom dollaren og en dollarnotert oljepris.

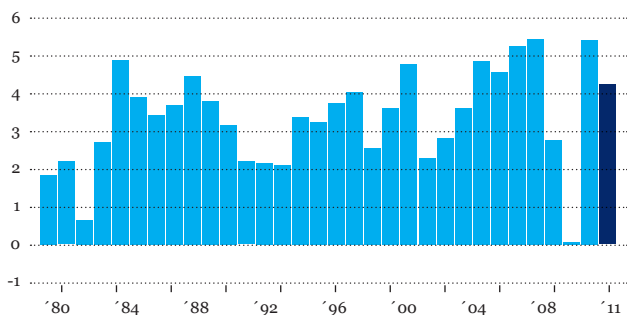
Prisingen svinger til gjengjeld betydelig mer for norske aksjer. Hovedindeksen har over tre ganger så kraftige svingninger i P/E som S&P 500. Målt mot eurosonen er forskjellen mindre, men fremdeles markant. Norske aksjonærer er altså mer prisgitt aksjemarkedets tolkning og reaksjoner.

Det gjør distinksjonen mellom kursutvikling og underliggende drift enda viktigere her hjemme.

Upåaktede risikomomenter?

Neste spørsmål er hva vi kan si om underliggende risiko. Faren for internasjonal resesjon fremstår som det sentrale faremomentet, men også som både selvfølgelig og gjennomdrøftet. Vi ser lite poeng i å gjenta diskusjonen her, utover å erkjenne at det er en tydelig fare for svak makroøkonomisk utvikling hos våre handelspartnere i overskuelig fremtid.

Verden vokste videre



Global BNP-vekst i prosent. Kilde: IMF.

Men dette er bare et alvorlig problem for aksjeinvestorer i den grad det ikke er priset inn i markedet. Den lave prisingen tilsier at markedet i stor grad er klar over – og frykter – en slik utvikling. Det skulle forsåvidt bare mangle, gitt den massive mediedekningen.

Likeledes er det et poeng at de børsnoterte selskapene ikke nødvendigvis har sin tyngste eksponering mot Norges handelspartnere. Tyngden av råvarerelaterte selskaper på Oslo Børs tilsier at utviklingen i fremvoksende markeder er viktigere, relativt sett, for både salgsvolum og ikke minst priser.

Samtidig må vi kunne si at norsk næringsliv jevnt over stiller godt rustet til å møte nye problemer. Kostnader er kuttet og gjeldsgraden redusert. Hvis du har lest om en norsk gjeldsboble, bør du få med deg disse tallene: De tre siste årene har norsk næringsliv (eks. finans) økt sin samlede gjeld med bare 5,3 prosent, mot 20,9 prosent for husholdninger og hele 39,8 prosent for kommunesektoren. Mangel på gode (fristende) investeringsprosjekter har gitt større andel likvide midler og egenkapital.

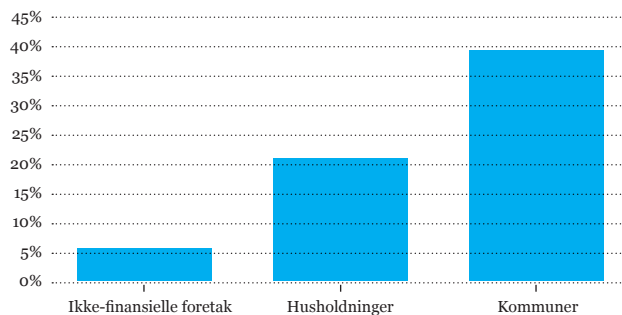
Et ytterligere poeng er at stadig flere norske bedrifter har gått over til innskuddsbaserte pensjonsordninger for sine ansatte. Overgangen får neppe noen stor effekt på kort sikt, men reduserer risikoen på lengre sikt og styrker inntrykket av et stadig mer veltilpasset og veltrimmet næringsliv.

Norsk økonomi er ikke nødvendigvis den oasen i en verden av problemer som mange vil ha det til, men samtidig er det ikke nødvendigvis næringslivet som har de største tilpasningsproblemene.

Tilpasning er også et spørsmål om tid. Mange kommentatorer har uttrykt frustrasjon over hvor lang tid det tar å rydde opp i flokene med statsgjeld. Politisk og statsøkonomisk er det en forståelig frustrasjon. Rent bedriftsøkonomisk har det imidlertid sine fordeler. Hvert eneste kvartal viser regnskapene at det tas tap og tjenes penger. Brorparten av de beregnede tapene fra finanskrisen er allerede tatt i regnskapene, og det siste årsskiftet gav god anledning til å ta store jafs også av verdifallet på europeisk statsgjeld.

Imens fortsetter bedriftene å tjene penger. Til sammen har selskapene i S&P 500-indeksen aldri gått med underskudd så langt

Gjeldsboble? Ikke foretakene



Vekst i innenlandsk kreditt desember 2008 - desember 2011. Kilde: SSB

statistikken strekker seg, dvs. tilbake til 1871. Og selv om det ikke lenger er riktig at brutto driftsresultat i den norske fastlandsøkonomien har steget hvert bidige år siden 1970 – reviderte tall viser nå et fall på 1,4 prosent i 2009 – er statistikken en fin påminnelse om styrken i norsk næringsliv.

Den er også en påminnelse om selve grunnlaget for avkastning på både egen- og fremmedkapital: at bedriftene i næringslivet tjener penger. Det viser altså statistikken at de klarer – med god margin.

Da er det bare et tidsspørsmål før dette reflekteres i avkastningen på verdipapirer.

2011 i et nøtteskall

• OSEBX	-12,5%
• S&P 500 return	+2,11%
• MSCI World net	-5,5%
• 3 mnd NIBOR	fra 2,60% til 2,89%
• 10 år stat	fra 3,68% til 2,41%
• Aksjeomsetning Oslo Børs (verdi)	-15,6%
• Brent Blend	fra USD 94,70 til USD 106,87
• USD/NOK	fra 5,86 til 5,99
• EUR/NOK	fra 7,81 til 7,75
• BNP-vekst globalt	4,2%
• BNP-vekst Norge	1%
• BNP-vekst Fastlands-Norge	1,9%

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.