

HOLD UT – VAKSINEN ER NÆR!

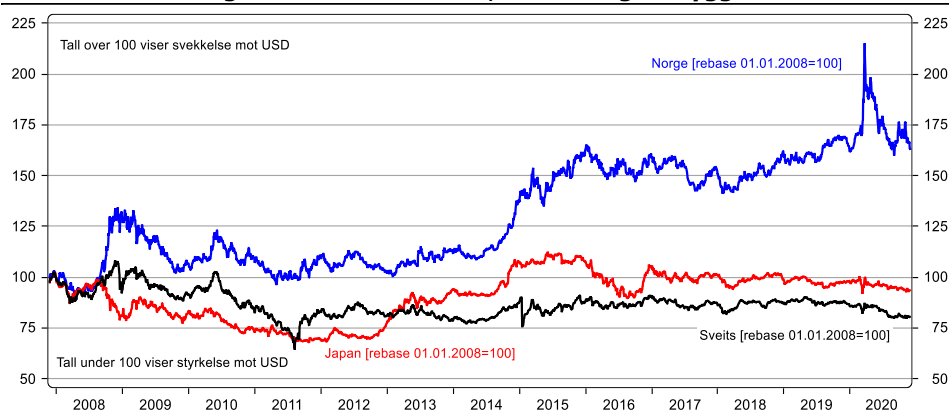
30. november 2020

Aksjemarkedet har steget til nye rekordhøyder på nyhet om at vaksiner snart er klar, samt lettelse over valgresultatet i USA og ikke minst løftene fra sentralbanker om å holde rentene lav svært lenge. UK vil trolig godkjenne to ulike **vaksiner** denne uken, og vil kunne starte massevaksinasjon så tidlig som 7. desember ifølge Financial Times. Men, det skal mye til å få produsert og distribuert nok vaksiner til at vi får slått helt ned viruset, og det betyr at vi må belage oss på redusert sosial aktivitet i første halvår neste år også.

Valget ble bedre enn fryktet sett fra aksjemarkedet side. Det ligger an til at republikanerne beholder flertallet i Senatet, og kan blokkere skatteøkninger og kraftig økning i offentlige utgifter. Eneste usikkerhet er at maktvakuum før presidentskifte i USA kan føre til krig i Midtøsten. Saudi Arabia og Israel kan bli fristet til å ta et oppgjør med erkefienden Iran, før Biden gjenopptar Obamas politikk overfor Iran.

Sentralbanken i USA lover å holde renten lave, selv med kraftig vekst og fallende ledighet. Sentralbanken i USA har lovet lave renter ut 2023, og i en tale i forrige uke gjentok sentralbanksjef Powell: "The Fed will stay here and be strongly committed to using all of our tools to support the recovery for as long as it takes until the job is well and truly done.". Valg av Janet Yellen til ny finansminister tyder på at det vil bli ført en så stimulerende politikk som mulig, med særlig vekt på arbeidsmarkedet.

Sentralbankene har tatt et enormt ansvar for å holde veksten oppe, og i sin iver etter å støtte markedet kan de ha bidratt til et mer ustabil finansielt system, en mekanisme vi kjenner fra analysene til Minsky. Med lave renter og økt tro på vedvarende lave renter, har gjelden økt dramatisk de siste tiår. Krisen i 2008 var første finanskrisen siden slutten av 1980-tallet. Bankene er etter 2008 blitt tryggere, men risikoen er skjøvet ut til kundene av bankene. Regulering etter 2008 har ført til en flokkadferd, der «alle» gjør det samme. Sparemarkedet i Norge er ustabil i den forstand at stadig flere investerer i utlandet, og bankene må låne stadig mer i utlandet. Bankene har sluttet med egenhandel pga nye reguleringer etter 2008, og opptre ikke lenger som den støtpute ved markedsuro som de pleide. Pensjonsfond er pålagt krav om å valutasiske deler av sine utenlandsinvesteringer, for å redusere risiko. Dette er del av EUs regelverk som vi har implementert, selv om det er utformet for en stor lukket økonomi uten særlig valutapåvirkning fra omverdenen. For Norge, som liten åpen økonomi med økt avhengighet av utenlandsk kapitalmarkeder, bidro reguleringene til en i forkant flokkadferd som skulle vise seg å forsterke krisen. Det at for mange velger å investere i utlandet og ikke i Norge er en fundamental ubalanse som gjør den norske kronen svært sårbar for markedsuro. Selv om kronen vil fortsette å styrke seg på økt risikoappetitt og en svakere USD trend, så vil den være sårbar for nye sjokk.

Valutakursendring mot USD siden 2008, kronen ingen trygg havn

Elisabeth Holvik
Sjeføkonom
SpareBank 1 Gruppen

+47 95 12 64 61

elisabeth.holvik@sparebank1.nowww.sparebank1.no

Vaksinenyheter løfter optimismen tross økt smitteomfang

Nyhetene om flere vaksiner som er klar for produksjon har løftet optimismen i markedet og har gitt kraftig oppgang i aksjemarkedet. Ny vaksineteknologi, der en i stedet for å bruke selve viruset heller lurer kroppen til å utvikle motstandstoffer, gjør at tre ulike selskaper har annonsert at de er klar med en vaksine i løpet av året, og at den kan begynne å bli distribuert i løpet av kort tid. Financial Times meldte om at UK er nær ved å godkjenne vaksinene fra BioNTech og Pfizer, og at vaksinene da vil være klar til å tas i bruk fra 7. desember. UK har bestilt 40 millioner doser av vaksinen, og det betyr at de kan vaksinere inntil 20 millioner, siden det må to doser til med 4 ukers mellomrom. Det gir håp om en normalisering av økonomien neste år.

Dow Jones aksjeindeksen har nådd ny all-time high, og den brede S&P 500 indeksen har steget 8% siden valgdagen i USA. Kombinasjonen av en tydelig seier til Biden, men at det fortsatt blir republikansk flertall i senatet, gjør at det kun blir rom for en beskjeden endring i den økonomiske politikken i USA. Noen endringer i politikk vil det bli, men det vil trolig være i form av skatteletter og store infrastrukturinvesteringer, saker det er lett for republikanerne å enes om, og ikke skatteøkninger.

Samtidig har sentralbanker lovet å vente så lenge som mulig med å heve rentene, og sentralbankene kjøper opp enorme mengder obligasjoner for å holde også lange renter nede. Sentralbanken i USA har så langt i år økt sin balanse like mye som de gjorde i perioden 2008-2016. Sentralbanken tilfører dermed kraftig mye dop til markedet, og de har lovet å holde festen i gang i mange år fremover. Det betyr en lengre periode med negative realrenter, og dermed har investorer kraftig incentiv til å ta høyere risiko og investere i aksjer fremover renter, samtidig som sentralbankene kjøper nok rentepapirer til at rentene forblir rekordlave. En perfekt cocktail for vekst i aksjemarkedet – inntil inflasjonen kommer ut av kontroll og sentralbanken må heve rentene. Men, det er som sagt flere år frem i tid.....

Det betyr at vi står foran en lengre periode med økende vekst, samtidig som frykten for renteøkninger er borte. Ikke minst vil en der en før ville sett på sterke tall i arbeidsmarkedet som en trussel om økte renter nå ha et løfte fra sentralbanken om at dette ikke vil skje. Flere toneangivende analysemiljøer har allerede kommet med optimistiske anslag for aksjemarkedet neste år. Den største optimisten ser ut til å være Goldman Sachs, som tror på en økning i S&P 500 til 4 300 neste år, en oppgang på hele 20% fra dagens nivå. Goldman Sachs har dratt parallellen tilbake til den kraftige veksten på 1920-tallet. Etter en sterk oppgang for «stay home» aksjer som teknolog, helse og strømnetjenester i år, er turen kommet til det bredere lag av aksjer som energi, bank og små og mellomstore bedrifter som stiger. US small cap indeksen har ikke steget mer på en enkeltmåned på 20 år.

Økt optimisme har løftet oljeprisen til USD 48 pr fat, og bidratt til oppgang også for den norske kronen, som har styrket seg til nivåer nær før-korna nivå. Kraftig oppgang i boligpriser har økt spekulasjoner om Norges Bank vil heve renten for å gi et signal til boligmarkedet. Vi tror Norges Bank heller vil anbefale å øke det motsykliske bufferkravet eller anbefale andre innstramminger rettet direkte mot boligmarkedet, for ikke å risikere å utløse en kraftigere kronestyrkelse. Selv om det burde være uproblematisk med en styringsrente over null, så vil signaleffekten i valutamarkedet i en verden der alle andre sentralbanker holder på nullen kunne være betydelig.

Det lave rentenivået har blitt utnyttet av mange selskaper som nå har kunne låne til rekordlave renter. I Europa har renten på lån fra bedrifter med en lav rating (kalt junk bond) falt fra over 8% i mars til 3%. Med økt tro på en snarlig vaksine har særlig lån til bedrifter som ble rammet hardest i nedstengingen steget mye, som fly, kino, cruise og hotell.

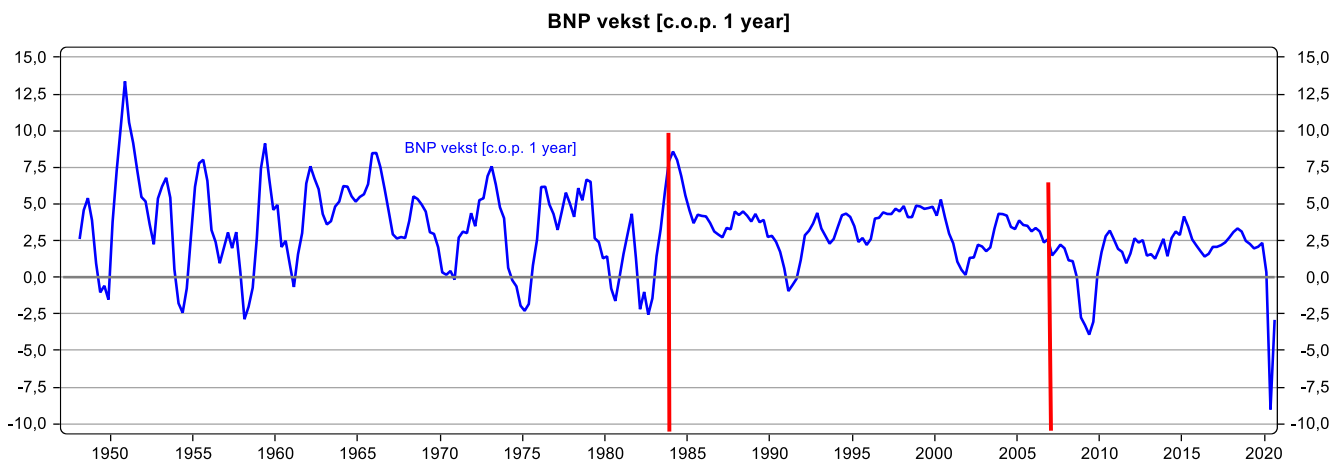
Lave renter, høye aksjepriser og fare for inflasjon bekymrer særlig pensjonsfond. Historisk har det vært fristende for stater med høy gjeld å prøve å inflatere seg ut av problemet. Svak etterspørsel vil øke konkursfaren fremover, og kombinasjonen av de-globalisering, økt regulering, og mindre konkurranse på grunn av økt konsentrasjon og konsolideringer i markeder vil øke inflasjonen. Usikkerheten vil kunne bidra til å holde spareraten høy, og kan gi en noe mindre kraftig oppgang enn det som det som ligger priset inn til nå.

Fra “The Great Moderation” til “The Great Instability”

Den enorme volatilitet som vi har opplevd i økonomien og i finansmarkedene i år var helt utenkelig helt frem til det faktisk skjedde. En total nedstenging av økonomier, stengte grenser, portforbud, og at sentralbanker presser renten til null, trykker penger og finansierer rekordhøy statsgjeld var det ikke lett å se for seg ved inngangen til mars måned i år. Men, om en tar et langt skritt tilbake, så kan en se at enkelte utviklingstrekk har bidratt til å øke ustabiliteten i verdensøkonomien og i finansmarkedene. Vi vet at jo mer ustabil et system er, jo lettere er det å dytte det ut av likevekt. Minsky har beskrevet oppbyggingen av et ustabil system med at jo lenger tid en har hatt stabilitet og oppgang i økonomien og finansmarkedene, jo flere vil oppleve det som risikofritt å investere. Økt trygghet øke risikoviljen, og gjeldsgraden i økonomien øker. Særlig øker opplåningen i de bransjer som har høyest fortjeneste, som for eksempel i boligmarkedet. Jo flere som tjener gode penger på å investere i eiendom, jo flere følger etter og jo flere tar opp lån. Jo flere som låner, jo flere kan investere og dermed øker profitten for de som er inne i markedet. For å oppnå tilsvarende profittmargin vil de som kommer sent inn i markedet ta opp enda mer gjeld for å oppnå tilsvarende profittmarginer. Etter hvert vil det bli en eufori og en oppfatning om at prisene vil fortsette å stige til evig tid. Den økte gjeldsandelen i økonomien gjør systemet ustabil, og det skal stadig mindre til før et sjokk får hele systemet til å kollapse. Moralen til Minsky er at for høy gjeldsgrad gjør et system ustabil, og lange perioder med stabilitet vil lede til ustabilitet.

Perioden fra midten av 1980-tallet og til 2007 blir omtalt som «The Great Moderation», en periode med lav volatilitet og den lengste sammenhengende økonomiske vekstperiode siden andre verdenskrig. Både volatiliteten i BNP vekst og i inflasjon var lav i hele denne perioden.

USA: årlig vekst i BNP



Kilde: SpareBank1, Financial Times, OECD

Aktiv sentralbankpolitikk

Konsensus fra økonomer og sentralbanker er at «flinke» sentralbanker bidro til perioden med stabilitet, og at de ved å bruke renten kunne finstyre økonomien slik at en ikke lenger trengte å oppleve økonomiske nedturer. Alan Greenspan, sentralbanksjef fra 1987 til 2006, holdt en tale i 2004 der han pekte på flere forhold som kunne forklare at konjunktursvingningene var blitt mindre, men at: *My view is that improvements in monetary policy, though certainly not the only factor, have probably been an important source of the Great Moderation*.

Etter at Paul Volker som sentralbanksjef fra 1979 til 1987 hadde fått kontroll med inflasjonspresset som hadde bygd seg opp på 1970-tallet, så innledet det en periode med lav og relativt stabil inflasjon. Fra Greenspan tok over som sentralbanksjef i 1987 var sentralbanken opptatt av å reagere på en forutsigbar måte, og hevet renten i tråd med Taylor-regelen, en mye brukt regel for pengepolitikk som sier at når den økonomiske veksten er høyere enn det som er det «naturlige» eller «ideelt» nivå, så vil inflasjonspresset gradvis bygges opp, og derfor bør renten økes for å kjøle ned økonomien. Tilsvarende hvis veksten blir for svak, så bør renten kuttes

for å stimulere til mer vekst. Ved å føre en mer forutsigbar pengepolitikk, lærte investorer og aktørene i økonomien spillereglene. Sentralbankene ble bedre til å kommunisere sin politikk, og viste i praksis at de holdt seg til reglene. Mer forutsigbarhet reduserte usikkerheten og dermed volatiliteten. Hvis styret i sentralbanken annonserte at de fleste i styret forventet en stigning i inflasjonen fremover, så kunne investorer tolke det som at sannsynligheten for en snarlig renteøkning hadde økt, og de kunne tilpasse sine investeringer gradvis. Kommunikasjonen bedret seg gradvis og markedsaktørene lærte å tolke sentralbankens signaler. Ved å ta et ansvar også for finansiell stabilitet, bidro sentralbanken til redusert volatiliteten ytterligere. Dagen etter aksjemarkedsfallet 19. oktober 1987 ga sentralbanken den følgende melding til markedet: «*The Federal Reserve, consistent with its responsibilities as the Nation's central bank, affirmed today its readiness to serve as a source of liquidity to support the economic and financial system*». Tilsvarende rask respons har kommet etter andre sjokk til finansmarkedet som 11. september, finanskrisen i 2008 og nå i koronakrisen. Og markedet lærte at fall i aksjemarkedet ikke var så farlig, sentralbanken ville komme til unnsetning.

Stabilitet skaper grunnlag for ustabilitet

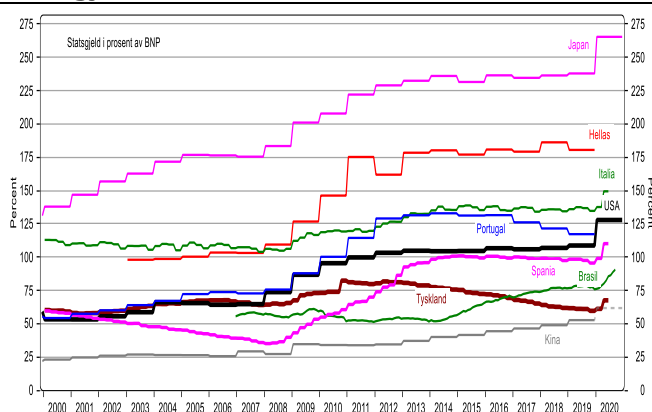
Før 2008 førte den lange perioden med lave renter og lav volatilitet til en økende jakt på avkastning. Dette la grunnlag for en omfattende integrasjon av fremvoksende økonomier, med økt låneopptak i USD. En lang rekke kriser på 1990-tallet i fremvoksende økonomier førte til omfattende reformer og moderniseringer av økonomien, og til at svært mange av dem gikk fra fast til flytende valutakurs. Det samme skjedde for øvrig i Norge, som i august 1998 lot kronkursen flyte fritt. Den dagen det skjedde satt jeg på flyet til New York for å begynne å jobbe for Kreditkassen.

Etter at de fremvoksende økonomiene var blitt tvunget til å reformere og effektivisere sine økonomier, opplevde de en sterk vekst i perioden frem til 2008, og veksten ble forsterket av investorer på jakt etter avkastning ettersom rentene var så lave i de modne økonomiene. Norge tjente godt på de gode tider i fremvoksende økonomier, og særlig etter at Kina ble med i verdenshandelen.

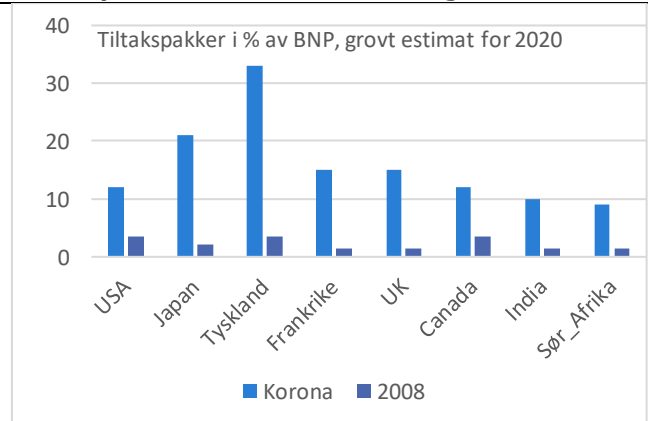
Vekstmodell frem til 2008

Den globale vekstmodell frem til 2008 var preget av globalisering, økende handel, outsourcing, og et stadig mer sofistikert og tett sammenvevd finansmarked. Ikke minst var det en vekstmodell drevet av økt gjeld. Fra Kina kom inn i verdenshandelen i 2001, har statsgjelden i USA økt fra 50% av BNP til 120% av BNP. I samme periode har statsgjelden i Kina økt fra 25% til 50% av BNP. Japan har en av verdens høyest statsgjeld i prosent av BNP. Med fallende befolkningstall, og svak vest i økonomien, har skatteinntektene vært mye lavere enn det velferdsnivået som landet yter. Gjelden blir i stor grad finansiert ved ekstremt høy innenlandsk sparing, og at det er tradisjon for å spare i statsobligasjoner. Kjøpekraften til japanske sparere blir opprettholdt i og med at prisveksten er så lav at realrenten har vært positiv. Ser en på prisveksten i Japan i perioden 1994 til i dag, så har konsumprisene samlet steget med kun 4% i hele den perioden.

Statsgjeld i % av BNP



Tiltakspakke etter koronakrisen og krisen i 2008

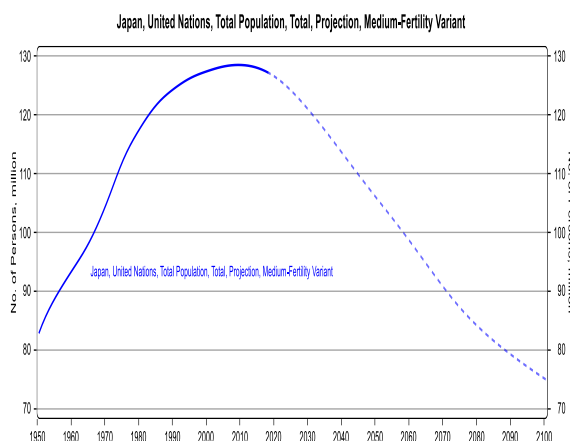


Kilde: Macrobonds, Financial Times, SpareBank1

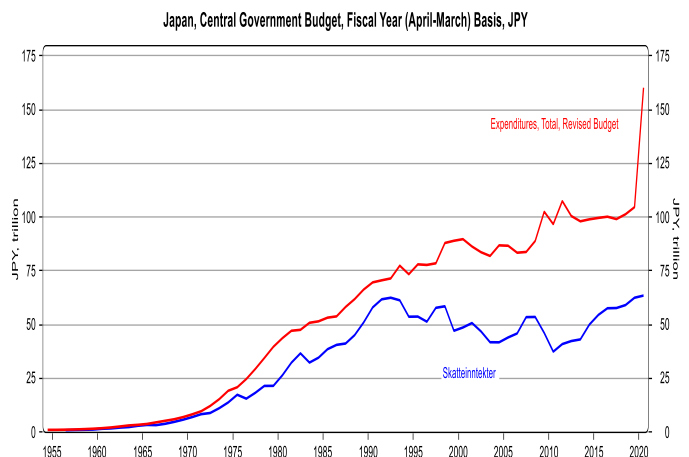
Vekstmodellen fra 2001 til 2008 var at Kina kunne vokse ut over sine egne rammer ved å eksportere til USA, og valutainntektene ble reinvestert i USA for på den måten å holde valutakursen stabil mot USD. USA nøt godt av at bedriftene kunne outsource produksjon til Kina, og holde lønnsveksten nede siden økt kjøpekraft i USA ble oppnådd når rentene falt og folk kunne kjøpe billigere og billigere varer fra Kina. Men, i 2008 sprakk den vekstmodellen. Etter 2008 har USA gradvis erkjent at de må bygge opp egen produksjon og innovasjonskraft. Metoden for å gjenvinne innovasjonskraften bidro det amerikanske universitetet MIT med, da de fra 2010 til 2013 forsket på innovasjon i USA, og avdekket en lang rekke hull i det innovative økosystemet i USA. Næringspolitikken i USA har gradvis blitt lagt om for å styrke USAs innovasjonskraft. Dette er det tverrpolitisk enighet om. En annen viktig endring fremover er de demografiske endringer som skjer i verden, men rask aldring og fallende fødselsrater i vestlige demokrati, og kraftig befolkningsvekst i særlig afrikanske og muslimske land.

Japan var det land som opplevde eldrebølgen først, og befolkningen har allerede begynt å falle og er ventet å falle videre fra dagens 126 millioner til 96 millioner i 2060. Ser en på BNP vekst pr innbygger er bilde mye bedre for Japan. Der Europeiske land har forsøkt å unngå fallende befolkning ved å øke innvandringen, har Japan ut fra ønske om å beholde sin egenartede kultur, valgt å ikke ha særlig innvandring, og de tar knapt imot asylsøkere. Erfaringene fra Europa er at det er meget krevende og dyrt å ta imot innvandring fra fremmede kulturer og religioner, og at det ikke er løsningen på eldrebølgen.

Japan: befolkningsfremskriving



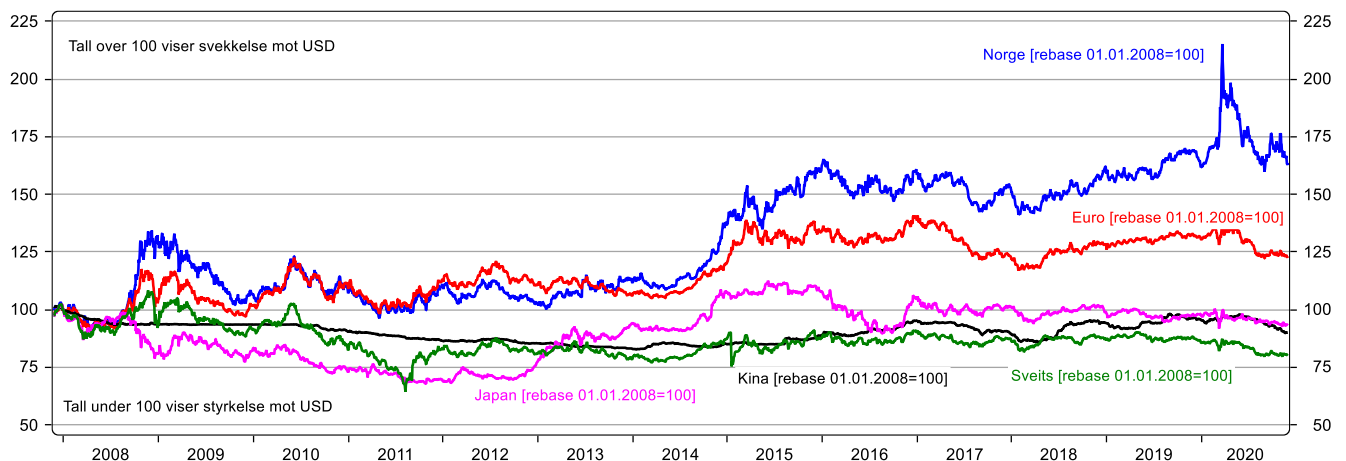
Japan: skatteinntekter og utgifter



Kilde: Macrobonds, Financial Times, SpareBank1

Til tross for fallende befolkning og stort finansieringsgap på statsbudsjettet har Japan en relativt sterk valutakurs. Ser en på bevegelsene på en del lands valutakurser etter krisen i 2008, så ser en at den japanske valutakursen styrket seg med hele 30% i årene etter krisen, målt mot USD. Japan blir med andre ord oppfattet som en trygg havn for investorer. En av årsaken til det er at Japan i hele perioden fra 1980 og frem til 2008 hadde et overskudd på handelsbalansen, i tillegg til en høy innenlandske sparingen. Etter den kraftige styrkelsen av valutakursen etter 2008 ble handelsoverskuddet snudd til underskudd, og dette bidro sterkt til omleggingen til en mye mer stimulerende sentralbankpolitikk i Japan. Det var i 2013 pengepolitikken ble lagt kraftig om som ledd i Shinzo Abes reformprogram. Sentralbanken uttalte da at sentralbanken ville bruke alle mulige virkemiddel for å oppnå en prisvekst på 2% årlig. Sentralbanken i Japan presser de korteste markedsrentene til så vidt negativ, og kjøper opp ubegrenset med obligasjoner i markedet for å presse ned lange renter, og tilfører banker billig funding.

Endring i valutakurser mot USD, indeksert tilbake til 1.1.2008



Kilde: Macrobonds, SpareBank1

Kontrasten til den norske kronen er påtagelig. Norsk økonomi fremstår for mange som svært solid, med vårt store oljefond investert i utlandet. Men, ulempen for Norge er at det ikke er noe stort sparemarked i Norge som er villig til å investere i Norge. Norges Bank har i sin siste Finansielle Stabilitetsrapport en gjennomgang av det finansielle system i mars, da det norske finansmarkedet sto i fare for å stoppe helt opp. Til tross for denne kollaps i det norske rente og valutamarked, så konkluderer Norges Bank med at: «*bedre reguleringer siden forrige krise har økt motstandskraften i det finansielle systemet*». Med det finansielle systemet definerer tydeligvis Norges Bank først og fremst bankene som de viktigste aktørene. Norges Bank peker på at siden 2008 har det blitt innført en rekke reguleringer for å dempe sårbarheten og øke motstandskraften i det finansielle systemet, i tråd med internasjonalt regelverk. Særlig har strengere krav til likviditet og kapital i bankene bidratt til å gjøre bankene tryggere og mer motstandsdyktige mot negative sjokk. Norges Bank erkjenner at markedsuroen i mars avdekket at de mange reguleringer har ført til noen nye utfordringer. Kravet til sikkerhetsstillelse ved derivathandel har redusert motpartsrisikoen og dermed redusert risikoen for bankene. Men, risikoen er nå dyttet over på sluttbrukerne, til bedrifter, enkeltinvestorer og til institusjonelle investorer og pensjonsfond. De må stille sikkerhet for sine utenlandsinvesteringer, og mange er pålagt å valutasikre sine investeringer. Til alt overmål ble det en kotyme at det måtte stilles cash sikkerhet for sikringsavtaler, og i mars forsøkte mange institusjonelle investorer å selge de de trodde var likvide og helt sikre papirer for å få cash til å stille som sikkerhet overfor bankene. Men, når altfor mange må selge det samme, og svært få har lov eller interesse å kjøpe, så stopper markedet etter hvert opp. Norges Bank forklarer videre i sin analyse at en årsak til kapitalforvalternes likviditetsbehov i mars var den store og brå svekkelsen i kronkursen. Kronesvekkelsen medførte økte krav til sikkerhetsstillelse på valutasikringene som var inngått på forvalternes investeringer i utlandet. Norges Bank konkluderer med at: «*Hendelsen avdekket en sårbarhet for store markedsbevegelser ved bruk av sikringskontrakter*».

Det viktigste spørsmålet som Norge Bank burde ha stilt seg er: Hvorfor er ikke NOK en trygg havn?

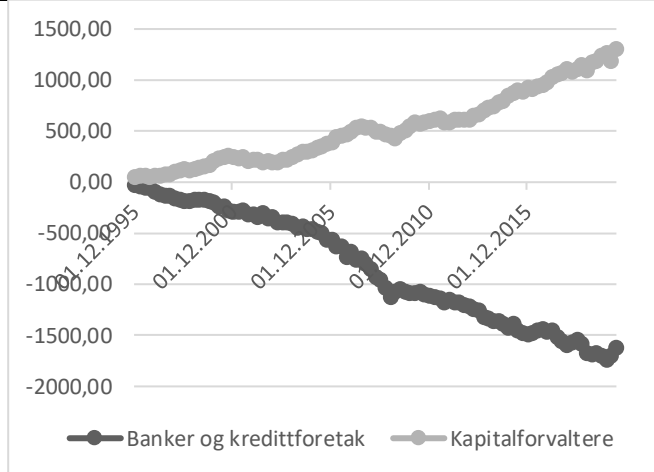
For å forstå hvorfor det finansielle system ble så ustabil i mars, så må en se på hvorfor kronkursen svekket seg så kraftig, og hvorfor så mange investorer hadde samme adferd. Hva var mekanismene som bygget opp den ustabiliteten i forkant av den totale kollaps vi så i mars? Dette er en ustabilitet jeg lenge har advart om, og jeg har argumentert for at svak kronkurs var, og er, et signal om at Norge ikke er et like attraktivt land å investere i som før, og at reguleringene, og den økonomiske politikk, etter krisen i 2008 har forsterket ustabiliteten.

Reguleringer – å bekjempe forrige krig

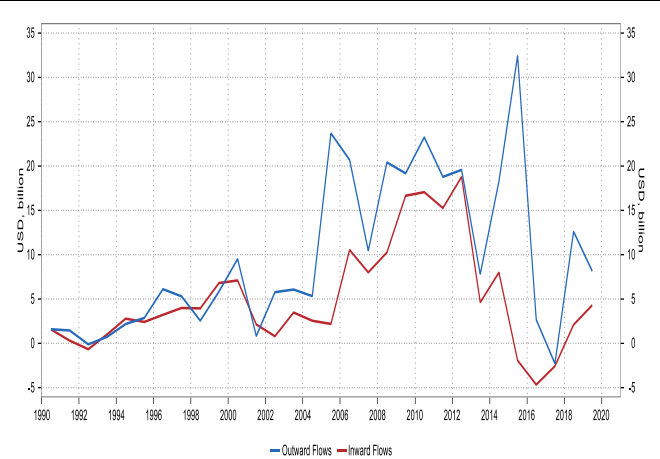
Reguleringene etter 2008 har hatt et overordnet mål, nemlig å gjøre bankene sikre slik at myndighetene skulle unngå å på ny måtte skyte inn kapital. Det har ført til en lang rekke nødvendige, og ikke nødvendige, reguleringer. Bankene har blitt svært sikre, noe krisen i mars viste oss. Bankene sto fjellstøtt. Men, den

utilsiktede effekten av de strengere reguleringene var at risikoen ble skjøvet ut til sluttkundene, privatpersoner, bedrifter og investorer. Banker er pålagt å kreve sikkerhet for sine tjenester som mellommann, og de har krevd denne sikkerheten i form av cash. Så når norske bedrifter og investorer investerer i utenlandske kjøp og investeringer, og valutasikrer, så må de stille sikkerhet både for kjøp av det underliggende kjøpet, men også i tillegg for valutasikringsproduktet. Banken tar altså ikke noen risiko, den er helt trygg. Og kundene tror de har redusert risikoen ved kjøp i utlandet ved at de valutasikrer sine kjøp.

Kkapitalutgang fra forvaltere, banklån, mrd NOK



Direkteinvesteringer i Norge, og fra Norge



Kilde: Norges Bank, SpareBank1

Å gå i flokk

Som Norges Bank viser i sin analyse i Finansiell Stabilitet, så har norske investorer i økende grad investert sine sparepenger i utlandet. Fra at norske kapitalforvaltere plasserte nesten ingenting i utlandet i år 2000, plasseres nå godt over 1000 mrd kroner i utenlandsinvesteringer hvert år. Tilsvarende er det for banker, men med motsatt fortegn. Der norske banker i år 2000 fikk nesten all sin funding, altså sine innlån, fra Norge, låner de nå nesten 2000 mrd kroner i utlandet. Trenden i sparemarkedet i Norge har vært i retning at færre sparer i bank, og flere ønsker å spare til egen pensjon og i aksjefond, og denne institusjonelle sparekapitalen har i økende grad økt investeringene i utlandet. I tillegg er den som sitter på den aller største pengesekken i Norge den norske stat. Og de plasserer det aller meste av den sparekapitalen i utlandet via oljefondet. Av privat kapital er det svært få som selv er aktive og investerer i bedrifter eller enkeltaksjer. De aller fleste sparer gjennom fond eller ekstra pensjonssparing. Fond og pensjonskasser har i økende grad investert i utlandet, for på den måten å diversifisere risikoen og øke forventet avkastning. I makro betyr det at sparekapitalen i Norge i økende grad er institusjonelle penger, og at de i økende grad har investert i utlandet. Ser en på utlendingers direkte investeringer i Norge, så steg de kraftig frem til oljeprisfallet i 2014, for så å falle kraftig i årene etter. De siste to årene har det vært en svak stigning i direkteinvesteringer i Norge. I årene frem til 2016 var det en økende trend i direkte utenlandsinvesteringer fra Norge, men de har ligget på et lavt nivå de siste par årene. I 2019 var utenlandsinvesteringene i Norge på 4 mrd, mens det ble investert fra Norge og i utlandet for vel 8 mrd.

Regulering av pensjonssparing

Også pensjonsfond har fått mer omfattende og strengere regulering etter 2008. Et eksempel på en slik regulering som ble innført for å redusere risiko, var kravet pensjonsforetak har om valutasikring. I henhold til forskrift for pensjonsforetak §3.2 skal valutaen til investeringene minst motsvare 70% av valutaen til de forsikringsmessige avsetningene. Dette er et regelverk som er innført som del av EØS regelverket, og i stor grad utformet for land som ikke er så sårbare for valutasvingninger som Norge er. I en stor lukket økonomi som, USA og EU, så vil deres valuta typisk styrke seg i urolige tider, som følge av at landets egne investorer ofte trekker penger hjem i urolige tider. For Norge så har vi erfart at kronen er svært sårbare for markedsturbulens, og pleier å svekke seg ved markedsure. Så ved et fall i globale aksjekurser, så vil fallet

forsterkes ved at posisjonen er valutasikret. Hadde en lagt åpent eksponert, ville valutasvekkelsen motvirket noe av fallet i utenlandske aksjeverdier. Valutasikring av aksjer viste seg altså å øke risikoen i mars.

Hvor går sparekapitalen?

Som jeg har beskrevet lenge, så har norsk økonomi blitt langt mindre konkurransedyktig de siste årene. Lønnsveksten har vært svært mye høyere enn i våre konkurrentland, produktivitsveksten har vært svakere og offentlig sektor har blitt større. Politikerne våre har lovet innbyggerne et velferdsnivå vi vet ikke er bærekraftig i møte med lavere fremtid oljesektor, en aldrende befolkning og en høy innvandring av personer som har lav sysselsetningsgrad, og dermed er svært kostbare for stat og kommuneøkonomien. Vilkår for private eiere av spesielt industribedrifter og oppstartsbedrifter som vil vokse, er mindre gunstige enn i våre naboland. I sum er vekstkraften i norsk økonomi svakere enn i mange av våre konkurrentland. Det verst er at i de gode tider, så har gjelden økt kraftig i norsk økonomi, både i husholdningen, i bedriftene og i kommunene. Mens lønninger i snitt har doblet seg i Norge siden år 2000, har gjelden økt 5 ganger. Høy gjeld gjør husholdningene og bedrifter svært sårbare for inntektsbortfallet som mange nå opplever. For en investor som kan investere hvor som helst i verden, er ikke Norge spesielt attraktivt for tiden. For de med sparepenger er det ekstremt ugunstig å ha disse plassert på trygge banksparinger eller i rentepapirer. Det gir nær null i renter, og med økende inflasjon så faller realrenten til kritisk lavt nivå. På toppen må det betales formuesskatt på sparing i bank, selv om avkastningen er null, eller reelt negativ justert for inflasjon. Dermed øker incentivene også for småsparere til å ta stadig høyere risiko med sparepengene. For både småsparere, pensjonsfond og formuende, så lønner det seg altså å ta høyere risiko, og å låne mer, for å oppnå den samme forventede avkastning som en før fikk ved å plassere pengene trygt i bank og rentepapirer. Mindre banksparing gjør bankene mer avhengige av å låne i utlandet, og dermed øker risikoen også for bankene, og for hele det finansielle systemet. Som en klok dame sa: alt henger sammen med alt 😊

Utsiktene for neste år er at rentene vil bli holdt rekordlave, inflasjonen vil begynne å stige i takt med at samfunnet åpner opp. USD vil trolig fortsette å svekke seg i takt med økende risikoappetitt blant amerikanske investorer, og da kan oljeprisen begynne å stige. Det kan derfor se ut til at den norske kronen kan styrke seg videre neste år, og at det vil bli økt spekulasjon om at Norges Bank vil heve renten for å roe boligmarkedet noe.

Utviklingen i ulike markeder

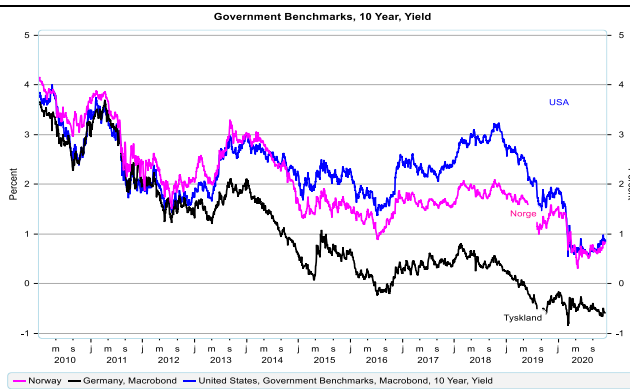
Norge – Oslo børs siden 2010



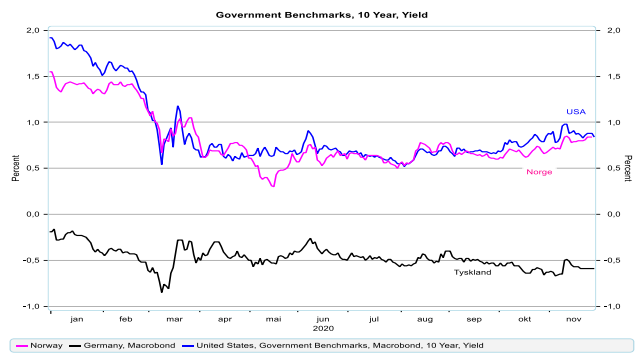
Norge – Oslo børs siden årsskifte



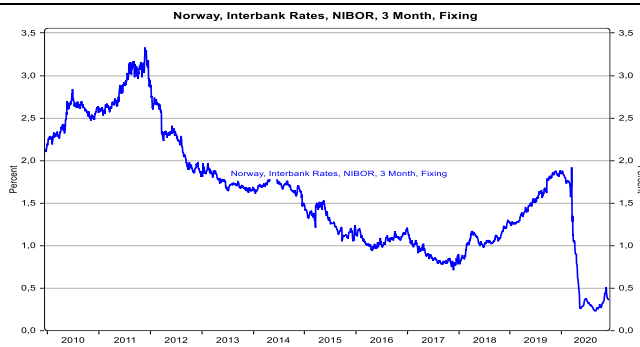
10 års statsrente – Norge, Euro, USA



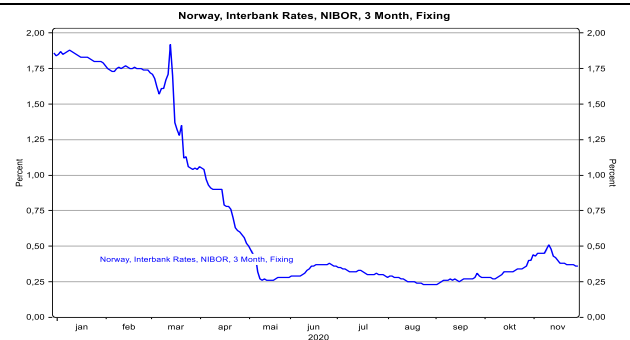
10 års statsrente siden årsskifte



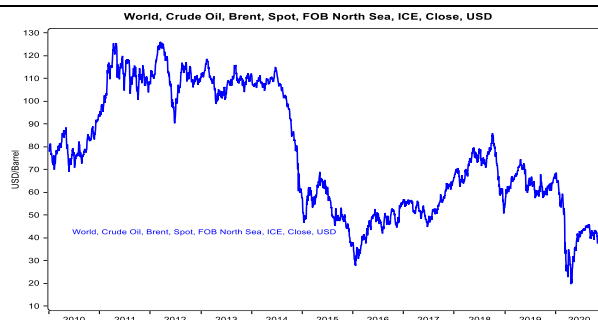
3 måneders interbankrente (NIBOR)



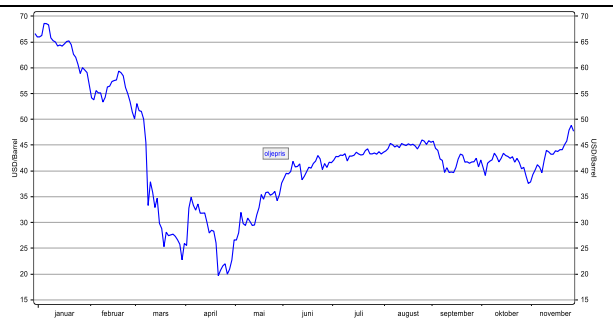
3 m NIBOR siden årsskifte



Oljeprisen siden 2010



Oljeprisen siden årsskifte



Kilde: SpareBank1, Macrobonnds