

GJELD SKAL GJELD FORDRIVE...

17. august 2020

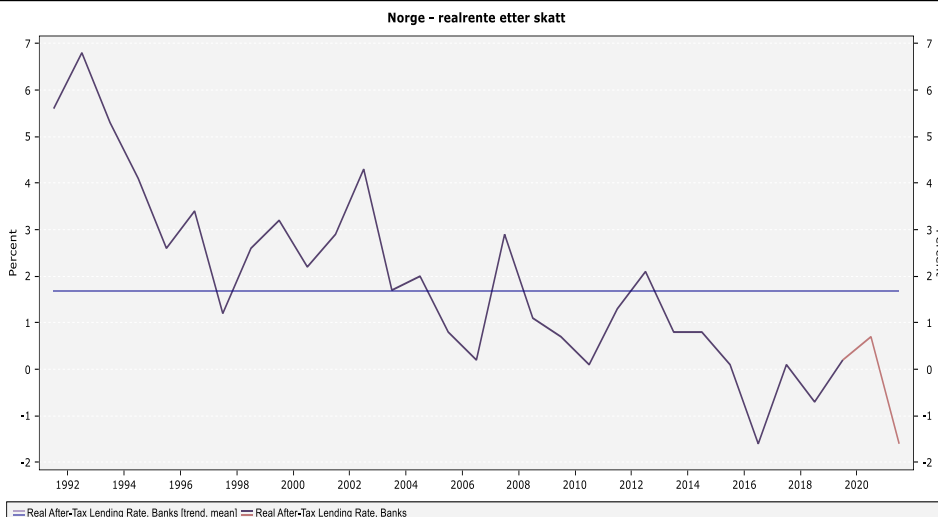
Sentralbanker verden rundt har i årevis advart om at gjelden har økt til faretruende nivå. Forrige uke advarte IMF om høy gjeld i norske husholdninger. Gjeldskrisen i 2008 ble løst ved å senke renten til rekordlavt nivå, og dermed motivere til mer gjeld. Koronakrisens viktigste krisetiltak var nye rentekutt. Norges Bank kuttet renten til 0, og det ble lånt ut kriselån til næringslivet, boligrenten falt og avdragslettelse ble gitt. Når nå smitten øker igjen, og det er fare for en vedvarende periode med redusert aktivitet, hva skal en gjøre da? I USA har det blitt utstedt like mye bedriftslån i år som i hel fjor. Siden 2008 har volum utestående bedriftsobligasjoner i USA doblet seg til USD 12 000 mrd, og selskaper med høyest kredittrating har økt gjelden i prosent av EBITDA til høyeste nivå på 19 år.

Høyere gjeld reduserer sentralbankens mulighet til å øke rentene. Og jo lenger renten blir holdt rekordlav, jo høyere vil gjelden stige og både bedrifter, husholdninger og økonomien som helhet vil bli mer sårbar for neste sjokk til økonomien. Sentralbanken i USA kjøper opp bedriftslån og presser renten til rekordlave nivå. Men, for å låne i obligasjonsmarkedet må bedriften ha en viss størrelse. Små bedrifter og gründere vil som før være helt avhengig av startkapital fra «Friends, Fools and Family». Når smitten nå øker, øker faren for konkurs, og investorer vil bli mer risikoaverse. Det igjen vil redusere investeringsviljen og produktivitetsveksten, og ramme særlig mindre bedrifter. Faren er at en får en crowding out effekt, der store globale selskaper, som får svært lav lånerente og langt lavere skatt, får ytterligere fortrinn fremfor mindre norske bedrifter og gründere. Det vil på sikt dempe konkurransen og bidra til økte priser.

Norges Bank har rentemøte torsdag, og vi venter at de vil gjenta at renten skal holdes lav en god stund fremover. Utsiktene for norsk økonomi har bedret seg mer enn det Norges Bank så for seg på forrige rentemøte i juni. Norges Bank vil være forsiktige med å antyde høyere renter, i frykt for at kronekursen skal styrke seg. Vi tror det blir viktig å følge med på de følgende forhold i høst:

- Inflasjon. Massiv stimulering øker faren for inflasjon.
- Handelskrig og endrede verdikjeder for produksjon kan gi høyere priser.
- Sterk kronekurs – eller er det egentlig en svak USD?
- Rentemøte i Norges Bank torsdag. Signal om tidligere renteøkning?
- Valg i USA

Norge: ekstremt lav realrente etter skatt driver opp boligprisene



Elisabeth Holvik
Sjeføkonom
SpareBank 1 Gruppen

+47 95 12 64 61

elisabeth.holvik@sparebank1.no

www.sparebank1.no

Håp om vaksine og pengetrykking løfter børsene

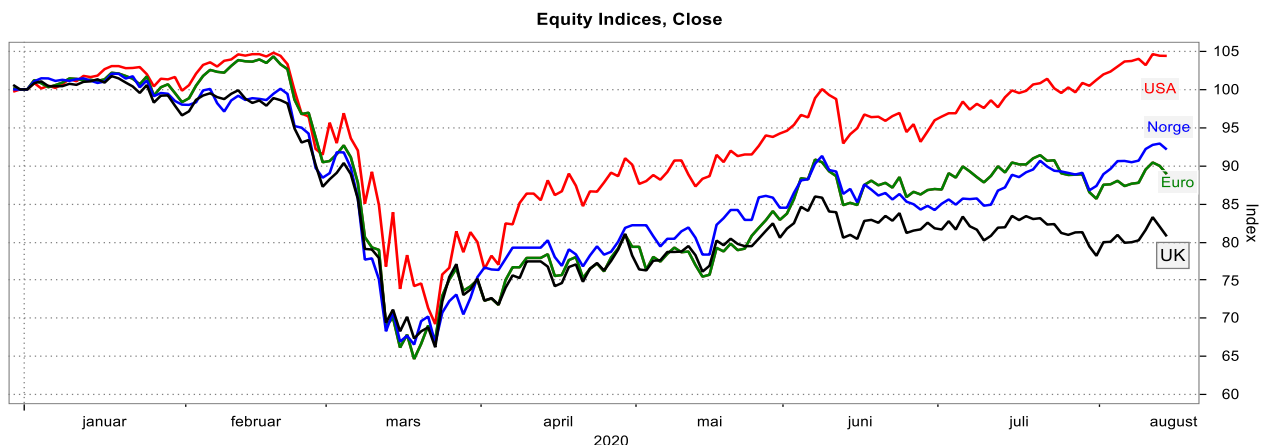
Ekstremt kraftig pengepolitisk stimulering i flere land har bidratt til å løfte børsene tilbake til før-krisenivå. S&P stengte forrige uke like under all-time high nivået fra 19. februar i år på 3 393. Dermed har aksjemarkedet i USA tatt i igjen hele fallet på 34%, fra toppen 19 februar til bunnen i mars. Aksjeoppgangen har vært særlig konsentrert om de store teknologiaksjer, og de 5 største teknologiaksjene Apple, Microsoft, Alphabet, Facebook og Amazon står nå for mer enn 20% av S&P 500 indeksen, den høyeste andel for de fem største selskaper siden 1980.

Sentralbanken i USA har økt sin balanse med nesten USD 4 000 mrd bare siden mars. Dette var om lag det samme beløpet som sentralbanken økte balansen med i etterkant av finanskrisen, men da brukte de 2-3 år på å gjøre det, nå tok det 5 måneder. Siden bankene har økt sin kapitaldekning kraftig siden krisen i 2008, øker utlånene til tross for økt konkursrisiko. Husholdningene har økt sparingen, så foreløpig har ikke prisveksten økt særlig til tross for kraftig vekst i pengemengden. I USA steg konsumprisindeksen med 1% i juli, målt som årlig rate. Med nær nullrente i USA betyr det at de korte realrentene er på minus 1%. Normalt vil prisveksten øke med en så kraftig pengemengdevekst, og med negativ realrente. Foreløpig er omløpshastigheten på penger svært lav, og det holder nede prisveksten. Skulle det bli en rask normalisering av økonomien, vil prisveksten kunne stige. Pengetrykking, økende statsgjeld og politisk uro før valget i USA i november har bidratt til en svakere trend i USD. Men, den viktigste forklaringen på at USD svekker seg er trolig at realrenten i USA er så lav at investorer forsøker å finne andre investeringsmuligheter, og det driver kapital ut av USA. Renten på 10 års statsobligasjon i USA har steget litt de siste ukene til 0,7%.

Også i Norge er økonomiske nøkkeltall i bedring. Kjøpesentrene melder om en vekst i omsetning på 20% i juli sammenlignet med juli i fjor, en økning på nesten 3 milliarder kroner. Stengte grenser og en relativt kald juli måned satte fart i forbruket. Det er særlig kraftig økning i mat og drikke som trekker opp. Med kraftig rentekutt har husholdningene fått lavere utgifter til lån. Sterk oppgang i boligpriser i byene kan få Norges Bank til å komme med signal på torsdagens rentemøte om at de vil følge nøye med på gjeldsvekst og boligmarked, og vurdere å heve renten tidligere om veksten fortsetter. IMF uttrykte i forrige uke bekymring for det norske boligmarkedet i sin vurdering av finanssystemet.

Norges Bank kuttet renten til 0,8% 8. mai, og har tilført markedet likviditet i form av F-lån og USD lån. 3m NIBOR har etter rentekuttet i mai lagt mellom 0,25% og 0,38%. Variasjonen i renten kommer fra risikopåslaget, siden norske banker må hente inn lån fra utlandet og deretter omfordeler lån i det norske bankmarkedet. Det betyr at uro i det internasjonale bankmarkedet, og økt usikkerhet både der og i det norske markedet er det som påvirker den norske interbankrenten. Ser en på hva som er priset inn fremover i rentemarkedet, så er 5 års swaprente 0,7 %, en 10 års swaprente 1%, mens 5 års fastrente med start om 5 år ligger på 1,1 %. Det betyr at rentemarkedet priser inn kun en meget beskjeden renteoppgang de neste 10 årene.

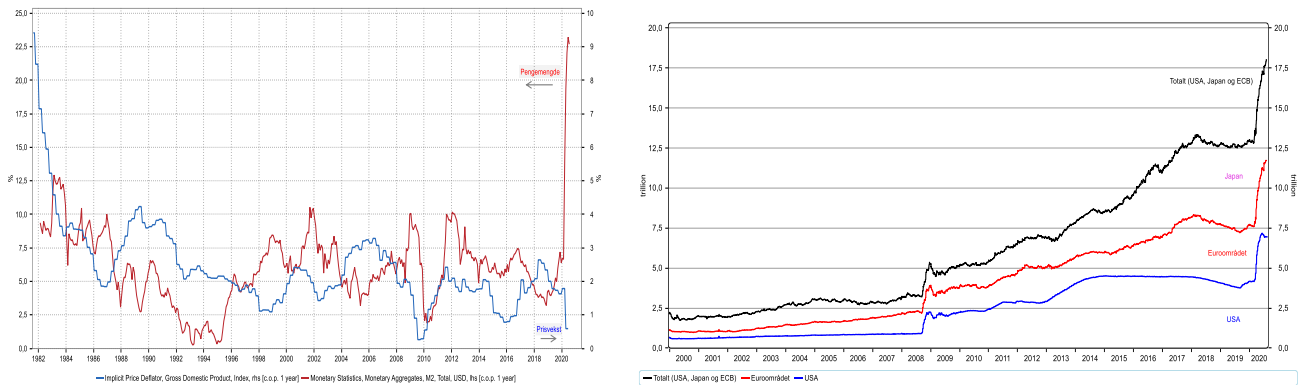
Aksjemarkedet utvikling så langt i år



Massiv stimulering kan gi økt inflasjon

Sentralbankene i flere land har trykket penger og økt sine balanser kraftig siden mars. Samlet for sentralbankene i USA, Euroområdet og Japan har balansen økt fra USD 12 500 mrd til 18 000 mrd siden mars, som vist i figuren under til høyre. I USA har veksten i pengemengde økt med hele 22%, målt i årlig rate. Normalt burde en så kraftig vekst i pengemengde øke frykten for inflasjon. Umiddelbart er det ingen tegn til økt prisvekst, målt ved konsumpriser. Konsumprisveksten i USA, målt ved den implisitte prisindeksen i BNP beregningen, er på kun 0,6% målt som årlig rate.

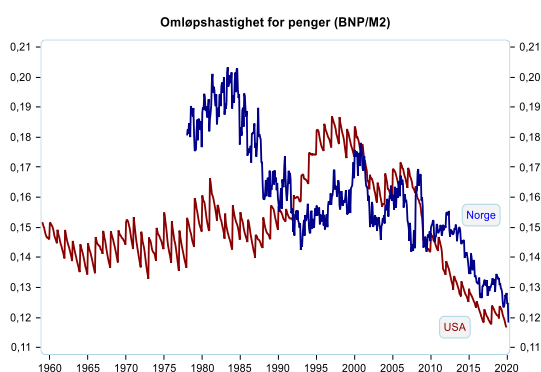
USA: kraftig vekst i pengemengden, lav prisvekst. Sentralbankene øker sine balanser, trykker penger



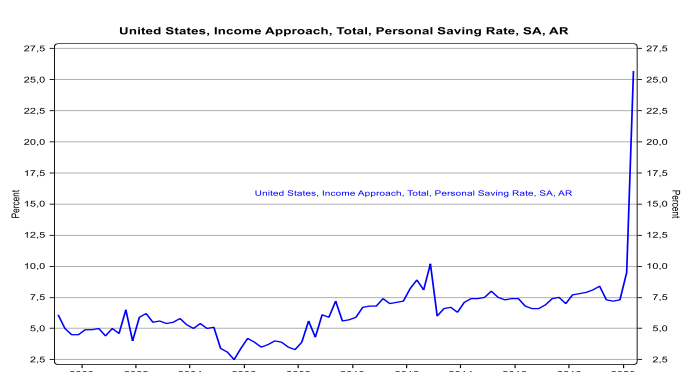
Kilde: Macrobonds, SpareBank1

Det som bremser inflasjonspresset er at omløpshastigheten for penger er fallende. Omløpshastigheten er et mål på hvor raskt penger blir flyttet rundt i økonomien, og defineres som BNP delt på pengemengden. I årene etter finanskrisen har omløpshastigheten for penger hatt en fallende trend i både USA og i Norge, som vist i figuren under til venstre. En årsak til fallende omløpshastighet er at banker er blitt strengere regulert, og dermed har kredittveksten bremsset opp. Bankene i USA melder om at de vil stramme inn kreditt til særlig små bedrifter, som vist i figur på side 6. I andre kvartal, under nedstengingen på grunn av korona, steg sparereaten i USA til en årlig rate på hele 25%.

USA: omløpshastighet for penger



USA: sparerate, kvartalstall omgjort til årlig rate



Kilde: Macrobonds, SpareBank1

Skulle økonomien bli normalisert ut over vinteren, og aktivitet normaliseres, kan pris og lønnsvekst stige. Det er trolig at sentralbankene da vil tillate en noe høyere inflasjon enn inflasjonsmålet en tid, for at økonomien skal få god fart og skape flere arbeidsplasser. Selv om arbeidsledigheten i USA falt til vel 10% i juli, så blir det skapt få jobber i USA sammenlignet med det som er normalt. Det skyldes trolig at usikkerheten om hvor raskt økonomien vil normaliseres, og at det derfor er stor risiko for konkurser innen tjenesteytende næringer. I USA står tjenestesektoren for 80% av sysselsetningen.

Handelskrig og endrede verdikjeder kan gi økte priser

Handelskonflikten mellom USA og Kina øker i intensitet, og Trump har krevd at kinesisk eide TikTok må selges sin amerikanske del til Microsoft innen 90 dager. Kravet kommer etter anbefaling fra The Committee on Foreign Investment in the US (Cfius). USA vurderer å følge opp med tilsvarende krav overfor andre kinesiske selskaper, og spurt på en pressekonferanse om de planlegger tiltak overfor andre kinesiske selskaper som Alibaba svarte Trump bekreftende at de vurderer det. Vi må forvente en betydelig opptrapping av handelskrigen i forkant av valget. I følge en ny studie fra McKinsey, var endringer i verdens verdikjeder en trend før korona, og vil trolig øke kraftig fremover. Selv om handelsvolum globalt har fortsatt å øke, så har handelsintensiteten (andelen av produksjon som importeres/eksporteres) falt i vareproduserende verdikjeder. Nå er det deling av data og tjenester mellom land en større kilde til å knytte verden sammen enn vareproduksjon. Verdikjedene er blitt mer kunnskapsintensive, og ufaglært arbeidsinnsats betyr stadig mindre som innsatsfaktor i produksjon. Kun 18% av global handel drives i dag av at produsenter utnytter lave lønninger i andre land. Lønninger har økt i fremvoksende land, og den teknologiske utviklingen med automatisering, roboter, 3D printere og AI, har gjort det mer populært å øke hjemflagging av produksjon.

En viktig driver av redusert handel er at etterspørsel i Kina og andre fremvoksende land har økt med økende lønninger, som i tillegg til å øke kostnadene ved utflagging, gjør at de blir mer velstående i produsentlandene, og dermed øker konsumet av det de selv produserer. De industrielle økosystemer i fremvoksende land har modnet, og det er blitt flere lokale produsenter av et bredere spekter av varer og tjenester, og med det er behovet for import av deler og innsatsfaktorer redusert.

Verdikjedene er blitt mer kunnskapsintensive i og med at forskning og andre faktorer som merkevarer, intellektuelle rettigheter og programvare er en økende del av inntjeningen. Totalt økte slike kunnskapsintensive deler sin andel av inntektene fra 5,4% i år 2000 til 31,1% i 2016. Trenden er enda tydeligere i teknologiselskaper og farmasi, som er på topp med hele 80% av inntjeningen fra denne type innsatsfaktorer. Økt fokus på kunnskap vil gjøre det mer attraktivt å etablere bedrifter i land med høyt utdannede befolkning, og sterke forsknings- og innovasjonsmiljøer, og som har et lovverk som beskytter intellektuelle rettigheter.

En trend som McKinsey peker på er regionalisering av verdikjedene, og at denne effekten er størst for innovative bedrifter. De to områder som har hatt sterkest vekst i regionalisering er Asia, trolig som følge av økt konsum og bredere verdikjeder i regionen, og i Europa. Økt fokus på beredskap kan gjøre at naboland går sammen om å sikre felles beredskap for kritiske varer og tjenester, som medisin, smittevern og mat. EUs Green Deal vil legge moms/toll på import av varer som er produsert med mindre hensyn til miljø enn tilsvarende produksjon i Europa. Det vil over tid redusere import, og legge til rette for økt produksjon i EU.

Tidligere analyser antyder at halvparten av de arbeidsoppgaver som i dag gjøres av mennesker kan automatiseres. Mulighet til å streamere tjenester vil kunne disrupte stadig flere bransjer. Mulighet til å strame/leie lager, programvarer mm vil redusere behov for tunge IT investeringer i mindre selskaper. 5G nett vil kunne åpne for nye måter å levere tjenester og vedlikehold på. Bedre og skarpere bilder åpner for fjerndiagnose, operasjon og reparasjon. Droner kan brukes til overvåking og levering.

Det er store endringer på gang, og mange vil måtte aktivt vurdere hvor robust verdikjedene er for nye nedstenginger og nye forbruksvaner etter korona. Handelskonflikten vil trolig øke, og det må forventes at flere land vil innføre nye måter å sikre forsyninger. Skattesystemet er i endring, der målet er å skattlegge multinasjonale selskaper, og stimulere til lokalt eierskap og mer robuste forsyningskjeder.

Kombinasjonen av klimaendringer, økt handelskonflikt, risiko for cyberangrep og nye pandemier gjør at bedrifter må ta høyde for at det kan komme nye nedstenginger av forsyninger med ujevne mellomrom. Trenden med hjemflagging, og tettere allianser med regionale leverandører vil bli en trend fremover.

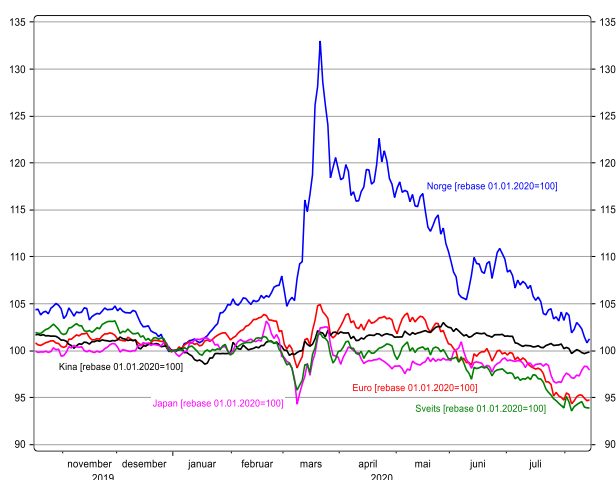
Rapporten: <https://www.mckinsey.com/~media/McKinsey/Featured%20Insights/Innovation/Globalization%20in%20transition%20The%20future%20of%20trade%20and%20value%20chains/MGI-Globalization%20in%20transition-The-future-of-trade-and-value-chains-Full-report.pdf>

Sterk krone eller svak USD?

I dagene etter nedstenging av økonomiene i mars styrket den amerikanske valutaen seg kraftig. Så lenge USD er reservevaluta, og alle finansmarked har USD som sitt anker, så vil det i kriser bli en kraftig økning i etterspørsel etter USD. Det så vi i mars, da det ble knapphet på USD, og den norske kronen svekket seg til rekordsvakt nivå på 11,40 mot USD. Det forrige rekordsvake nivået mot USD var på midten av 1980-tallet, da kronen svekket seg til 9,8 mot USD. Først når sentralbanken i USA tilførte Norges Bank USD, og Norges Bank lovet å intervensere for å støtte kronens verdi, stoppet svekkelsen av kronen seg. Hendelsen i mars var et utslag av systemsvikt, der for mange i det norske finansmarkedet hadde den samme adferd med utgangspunkt i en fundamental ubalanse i sparemarkedet.

Den største sparerer i Norge er staten, som i stor grad sparer i utlandet gjennom oljefonden. Institusjonelle sparere som pensjonsfond og forsikringsselskaper, samt en økende andel småsparere velger og å investere i utenlandske aksjer. Når de investerer i Norge går mye av sparekapitalen inn i eiendom, siden skattesystemet i sum favoriserer belånt investering i eiendom. Jo lavere rente jo sterkere er vridningseffekten i og med at lånekostnaden faller og alternative investeringer som banksparing blir mindre verdt. Etter korona har risikoen ved å investere i bedrifter økt. Det betyr at gjelden har økt kraftig i Norge de siste tiår, og bankene har ikke nok funding fra norske kilder. Det betyr at banker i all hovedsak må hente inn sin lånekapital i utlandet, og når de henter inn penger så hentes de i stor grad fra USA. I sum blir dette en likviditetsutfordring når vi rammes av sjokk, som det vi gjorde i 2008, og nå med korona. Reguleringen siden 2008 har hatt som mål å gjøre bankene så sikre som mulig, og de er pålagt å kreve inn sikkerhet for sine valutavekslinger med kunder, og tilsvarende for andre sikringsprodukt de selger til kunder. Siden vi har et for lite privat kapitalmiljø i Norge, så fikk vi en akutt likviditetskrise i mars, der finansmarkedet og valutamarkedet for norske kroner i realiteten brøt sammen. Sånn sett er den norske kronen en «godværsvaluta», som styrker seg når risikoviljen øker globalt, men som er svært sårbar for sjokk. Som jeg har skrevet før så er det strukturelle svakheter i norsk økonomi som taler for at kronen vil holde seg relativt svak. Den viktigste grunnen er at handelsbalansen utenom olje er kraftig negativ, og at det er svake incentiver for de som har kapital i Norge til å investere i annet enn eiendom og aksjer. Når det gjelder aksjer har det de siste årene vært mest populært å investere i det Norge har lite av; grønne selskaper og teknologiselskaper. Det betyr at kapital tilgjengelig i for liten grad går til produktive investeringer i Norge, og det underminerer over tid konkurransevne og bærekraften til den norske økonomi. Kronen svekket seg også kraftig mot euro i mars, og har styrket seg noe etter det. Men, fortsatt ligger kronen betydelig svakere mot euro enn før nedstengingen i mars. Den norske kronen har hatt en klar svekkende trend mot euro etter oljeprisfallet i 2014. Målt med den brede importvektede indeksen I-44 er fortsatt kronen på et svært svakt nivå historisk, og mye svakere enn under krisen i 2008, og etter det kraftige oljeprisfallet i 2014.

Valutakurser mot USD, endring siden jan 2000



EUR/NOK, gjennomsnitt siden 1990, 1 std



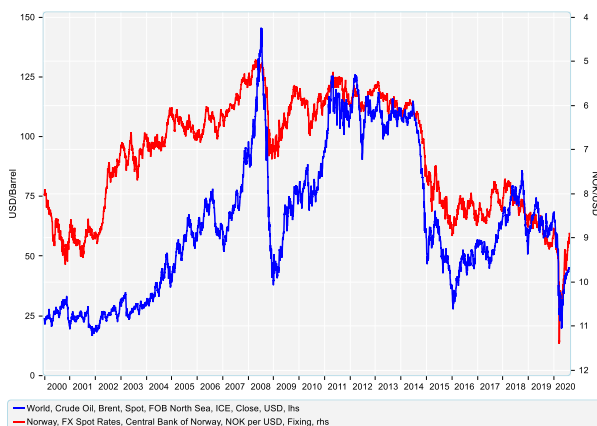
kilde: Macrobonds, SpareBank1

Historisk er USD en risk-off valuta. I perioder der rentene er på vei ned i USA, og risikoviljen øker, så har investorer sett seg om etter andre investeringsmuligheter, og herunder sett til andre land og til alternative investeringer som råvarer. Fra at rentene på en 2-års realrente i USA lå mer enn 2 prosentpoeng over Europa i 2019, ligger de nå 0,2 %-poeng under.

Som figuren over til venstre viser, så svekket euroen seg med rundt 5% i mars, for så å ha styrket seg med rundt 10 % siden toppen i mars. Kina har som kjent fast valutakurs mot USD, og har derfor hatt kun mindre svingninger mot USD.

Mens det har blitt økende politisk polarisering etter koronakrisen, har krisen bidratt til mer politisk integrasjon og handlekraft i Europa. En svakere USD er stort sett positivt for USA, og bidrar positivt til å øke amerikanske produsenters konkurransekraft. I tillegg bidrar en svak USD til å løfte inntjeningen i utlandet for amerikanske bedrifter. Men, om svekkelsen fortsetter, vil det kunne være nok et tegn på at USAs storhets tid er på hell, slik jeg beskrev i forrige månedsrapport. Jo flere som velger å benytte gull, kryptovaluta og andre lands valuta som reserve, jo større er faren for at USD mister sin rolle som verdens reservevaluta. Men, pr i dag er det ingen annen valuta som er i nærheten av USD i posisjon som verdens reservevaluta. Kina har fortsatt fast valutakurs mot USD og har ikke full kapitalmobilitet. Økende politisk uro i Hong Kong og økende handelskonflikt med USA reduserer sannsynligheten for at verden vil enes om den kinesiske valuta. Europa har fortsatt ikke noen felles finanspolitikk for euroområdet, og det gjør det utenkelig at euroen kan ta posisjonen som reservevaluta. Prosessen mot en full integrasjon i euroområdet har økt etter Brexit, men vi tror ikke det vil være mulig å få til full integrering av finanspolitikk og skattepolitikk på overskuelig tid.

USD/NOK og oljeprisen, ikke helt i takt



USA: banker reduserer utlån til små bedrifter

CHART 10: Banks Tightening Standards for C&I Loans to Small Firms

United States: Fed Senior Loan Officer Survey
(percent balance; >0 denotes tightening)



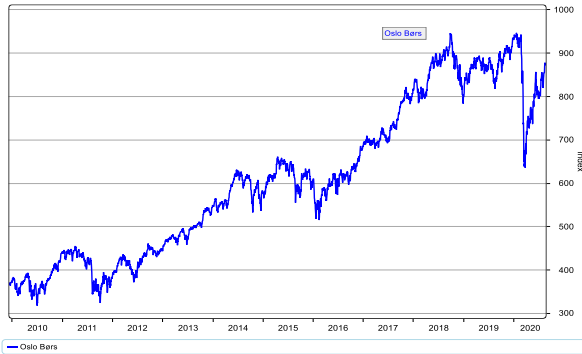
Shaded regions represent periods of U.S. recession
Source: Haver Analytics, Rosenberg Research

Source: Rosenberg Research

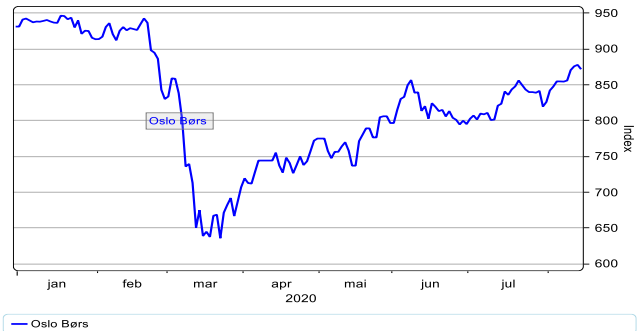
kilde: Macrobonds, SpareBank1

Utviklingen i ulike markeder

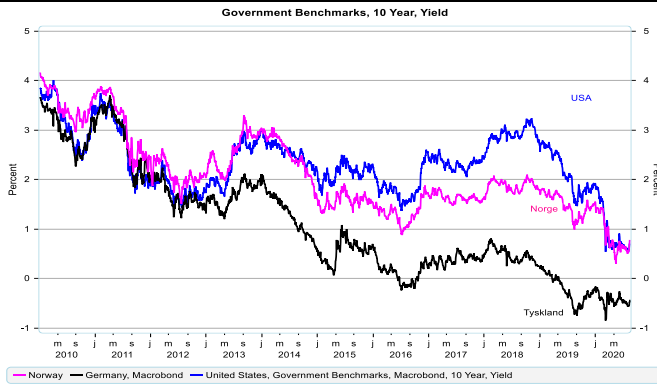
Norge – Oslo børs siden 2010



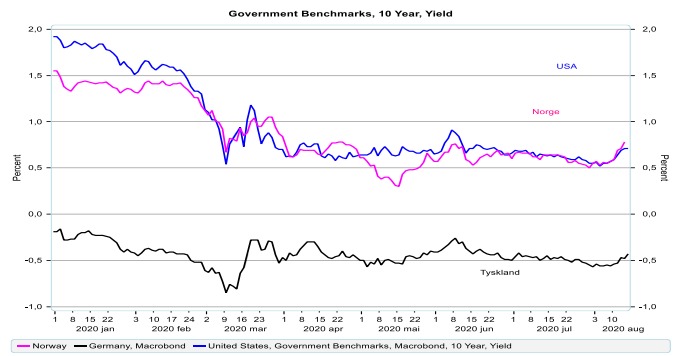
Norge – Oslo børs siden årsskifte



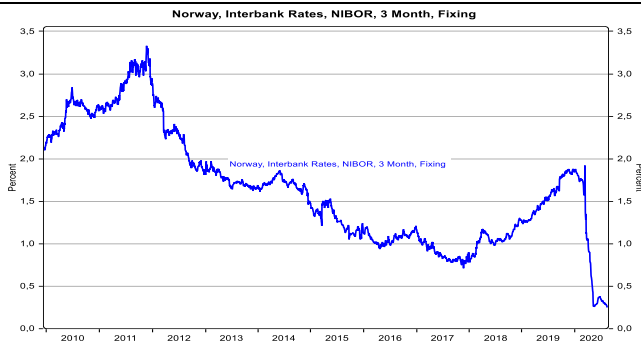
10 års statsrente – Norge, Euro, USA



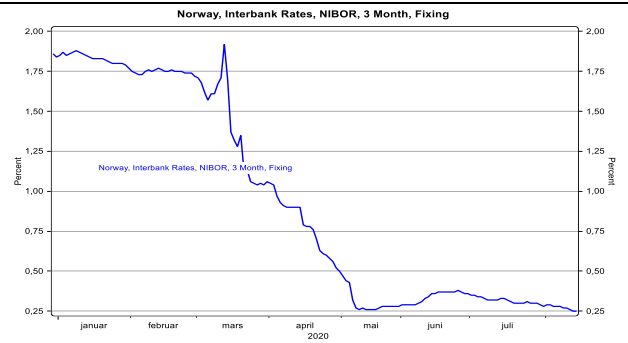
10 års statsrente siden årsskifte



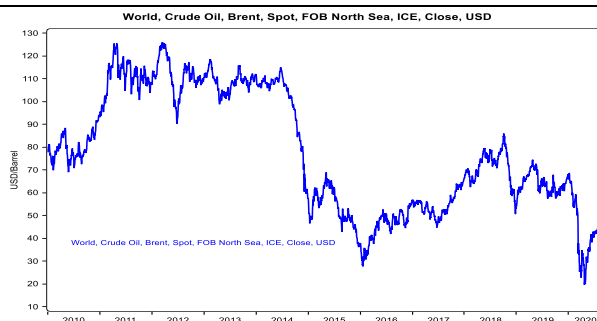
3 måneders interbankrente (NIBOR)



3 m NIBOR siden årsskifte



Oljeprisen siden 2010



Oljeprisen siden årsskifte



Kilde: SpareBank1, Macrobonnds