

ETTER DEN SØTE KLØE

Av Harald Magnus Andreassen,
sjeføkonom i First Securities ASA



Foto: First Securities

Oslo Børs har steget fem gangeren fra februar 2003, den kraftigste oppgangen i manns minne. Bedriftenes inntjening har steget nesten like mye. Veksten i inntjeningen i bedriftene utenom oljesektoren har vært så godt som like bra som for børsbedriftene samlet.

Optimismen i bedriftene har vært på historiske toppnivåer, som kapasitetsutnyttelsen og rapportene om mangel på arbeidskraft. At dollaren nesten er halvert i samme periode, har åpenbart ikke vært noe stort problem. Veksten i norsk økonomi samlet har vært formidabel. Det er ikke økt nettoeksport som har dratt Norge i gang, det er veksten i innenlandsk etterspørsel, særlig fra husholdningene, men også bra fra Fastlands-bedriftene og fra oljesektoren.

Selv om arbeidsinnvandringen har vært rekordhøy, har ledigheten falt til det laveste nivået siden midten av 80-tallet. Inflasjonen er fortsatt lav og renten normal.

Oslo Børs har steget femgangeren
fra februar 2003, den kraftigste
oppgangen i manns minne.





Er det ikke skyer på himmelen for de fremvoksende økonomiene?

I verden rundt oss har også store ting skjedd. De fire siste årene har veksten i verdensøkonomien vært på over 5 prosent i gjennomsnitt. Vi må minst tilbake til tidlig 60-tall for å finne noe tilsvarende. Veksten har vært god i rike land, men ikke bedre enn før. «Hoppet» i vekstraten for verdensøkonomien fra et nivå på rundt 3,5 prosent til 5 prosent skyldes selvsagt at Kina og flere andre land har knekket «vekstkoden». De åpner seg opp mot omverdenen, de tar i bruk teknologi som allerede er oppfunnet, de sparer mye og de evner endelig å organisere seg noenlunde fornuftig. Den økonomiske veksten i de fremvoksende økonomiene har steget fra rundt 5 prosent på 90-tallet til 7,5–8,5 prosent de siste årene. Kina er selvsagt den nye hovedmotoren i verdensøkonomien. Landet bidrar i år til langt mer til veksten i verden enn USA, Europa og Japan til sammen. India er nå minst like viktig som USA, som vekstmotor!

Rask vekst

At de fremvoksende økonomiene etter hvert ville bidra mer til veksten i verden, kom ikke helt overraskende. Men taktomslaget har blitt mye kraftigere enn noen drømte om for få år siden, og i alle fall investerte etter. Den globale kapitalismen er svært fleksibel, og veksten har jo latt seg gjennomføre. Den høye veksten har likevel ført til at kapasitetsutnyttelsen har blitt mye høyere enn normalt fordi investeringene i ny kapasitet har vært for lav. Dermed har prisene på de fleste varer og tjenester som ble etterspurt av Kina & co gått i taket. Ikke bare olje, men også metaller og andre råvarer, og de fleste shippingmarkeder. Den overraskende sterke veksten i etterspørselen i verden, har derfor løftet inntjeningen i mange norske bedrifter, særlig mange av dem som er notert på Oslo Børs.



Foto: CHB

Det er gode grunner til å anta at veksten i de fremvoksende økonomiene kan vokse raskt i både 10, 20 og 30 år til. De kan gå i sporene til andre land som har gått samme vei. De kan fortsette med «copy paste»; de har fortsatt store mengder arbeidskraft som kan sysselsettes produktivt med dagens teknologi. De sparer mer enn nok. Men det blir neppe like lett å tjene raske penger på det, som de foregående årene. Nå vet «alle» at veksten vil bli høy, og «alle» investerer deretter. Det investeres mer i utvinning av råvarer, i foredling av dem og i de fleste shippingsegmentene. Det har tatt tid, blant annet fordi man først må øke kapasiteten i produksjonen av disse investeringsvarer. Skipsverftene må bygges før skipene kan bygges. Men nå går det fort unna i flere sektorer. Jeg er usikker på om produksjonskapasiteten vil holde tritt med etterspørselen på oljesektoren, men på de fleste andre områder tviler jeg på at det skal stå på tilbudssiden, om vi

ser to til fem år frem. Vi er altså i ferd med å venne oss til en verden som vokser raskere. Det er bra for alle fattige, som nå raskt blir rikere, men det blir ikke så enkelt for oss rike å tjene på det. Marginene blir høye når veksten blir høyere enn ventet, det er ikke nok at den er høy.

Er det ikke skyer på himmelen for de fremvoksende økonomiene? Jo da, både på kort og lang sikt. Politiske tabber eller alvorlige miljøproblemer er langsiktige utfordringer. På kort sikt kan vi få betydelige svingninger i investeringene, som alltid før. Kinesiske myndigheter prøver febrilsk å dempe veksten i investeringene med en lang rekke tiltak. En dag kan de lykkes, og kanskje for godt. Også i andre land er det fare for overopphetting.

Likevel er det nok ikke fra de fremvoksende økonomiene trusselen mot

veksten på kort sikt kommer. En lang rekke korttidsindikatorer viser at veksten er i ferd med å dempes i USA og Europa, kanskje også litt i noen fremvoksende økonomier. Vi står oppe i et markert omslag på kredittmarkedene.

Tidligere sentralbanksjef i USA Alan Greenspan sa på et seminar i Oslo i november at kredittkrisen var uunn-gåelig. Greenspan mente at høy sparing og lav inflasjon takket være Kina m.fl. førte til lave renter og overdreven risikoappetitt i markedene. Jeg deler ikke fullt ut hans analyser om årsaken, mye kan også forklares med sentralbankens aggressive rentekutt da IT-boblen sprakk. Uansett, vi sitter nå med et mer risikoavers kredittmarked i fanget. Verken husholdningene eller deres långivere lot seg be to ganger da de kortsiktige rentene ble kuttet fra 5–6 prosent til 1–2 prosent. Realrenten var negativ i de fleste land. Boligprisene reagerte raskt, og i mange land ble de fordoblet fra 2000 til 2006 nominelt og de steg over 80 prosent mer enn konsumprisene, like mye mer enn husleiene og nesten like mye mer enn byggekostnadene. De økte boligprisene gjorde det svært lønnsomt å bygge nye boliger, og boligbyggingen gikk i taket i mange land.

Kombinasjon av mye gjeld og et høyt tilbud av nye boliger viser seg nå å

være en lite bærekraftig miks. Omslaget er kraftigst i USA, i Irland og Danmark og vi ser konturene av noe også i Norge. Vi vet nå hva «subprime» er. I USA fikk låntakere med svak kredittverdighet som før ikke fikk låne til bolig, ta ekstra godt for seg. Rundt 1/3 av utlånsveksten de siste årene har gått til grupper som før ikke fikk lån. Dessverre viser det seg at de ikke burde ha fått det heller. De klarer ikke å betjene gjelden, selv om makroøkonomien er grei og renten moderat. Tapene for långiverne kan bli store. Tapanslagene har steget raskt de siste månedene, fra 50 milliarder USD til 200 milliarder eller mer, av samlede utlån på vel 2.000 milliarder (til «subprime» og Alt-A, en mellomgruppe). Sinnrike finansielle operasjoner med fordeling av gjelden over hele verden, har (selvsagt) vist seg ikke å fjerne den underliggende risikoen, gjeldseksponeringen mot svake låntakere.

Dette er en skandale, men ennå ikke en full tragedie. Tapene er ennå ikke så store at finanssektoren er satt ut av stand til å betjene sunne husholdninger og bedrifter. Men avstanden til en skikkelig bankkrise krymper. Videre er risikoviljen åpenbart redusert. Kredittpåslaget som banker og bedrifter må betale, utover sikre renter når de skal lånefinansiere seg i markedene, var svært lavt før sommeren. Subprime-krisen har løftet alle slike kredit-spreder, til dels kraftig. For bedrifter

De klarer ikke å betjene gjelden, selv om makroøkonomien er grei og renten moderat.



med svak kredittrating – og det gjelder svært mange bedrifter, og på Oslo Børs – har kredittpåslaget steget fra under 2 prosentpoeng til nærmere 5 prosentpoeng globalt. Det er betydelig omslag. I Norge har oppgangen vært mindre, blant annet på grunn av mindre uro for inntjeningen i selskaper tilknyttet oljesektoren. Innlånskostnadene til bankene har steget markert. Bedrifter og husholdninger som låner i bankene må derfor etter hvert påregne å betale noe høyere renter, i alle fall i forhold til sentralbankenes styringsrenter.

Samtidig er det svært mange meldinger om at bankene er i ferd med å stramme inn øvrige kredittbetingelser. Kredittgivningen har vært ganske løssluppen, for eksempel for hvor mye man kan

låne i forhold til pantets verdi eller inntekt. Dette vil ganske sikkert føre til at kredittveksten blir dempet de neste kvartalene. Det vil påvirke både bedrifters og husholdningers etterspørsel.

I USA – og trolig i mange andre land – er det en betydelig risiko for at boligprisene kan falle videre. Boligprisene har steget uvanlig mye i forhold til husleier, byggekostnader og inntekter. Det har blitt bygget uvanlig mye. Det er stort tilbudsoverskudd i flere markeder og prisene har begynt å falle. I alle andre sykliske markeder ville vi ha vært sikre på hva som ville skje med prisene videre; de vil falle tilbake til der de kom fra, i forhold til andre størrelser i økonomien. Det er mulig boligprisene har gjort et permanent «skift» opp, men

vi mistenker at uvanlig rask kredittvekst – som vi nå ser ikke er opprett holdbar – har dratt prisene for mye opp.

For de fleste husholdninger gjør det ikke noe om boligprisene faller, like lite som det var viktig for dem at de steg først. Men noen husholdninger har redusert sparingen i samme periode som kreditten fløt «fritt» og boligprisene steg. Knappere tilgang på kreditt og fallende boligpriser kan føre til at sparingen stiger. Det vil dempe forbruket.

I USA er det en stor risiko for at fallende boligpriser vil føre til større tap i banksektoren, enn de som til nå er anslått. Låntakerne der kan velge å gå ut av huset og banken må ta tapet om boligen blir solgt for mindre enn utestående lån. Banken kan ikke gå etter låntakeren for å drive inn underdekningen (slik bankene kan i de fleste andre land, også i Norge).

Bedriftenes investeringer blir også påvirket av tilgangen og prisen på kreditt. Noen investeringsundersøkelser indikerer allerede noe svakere vekst.

Jeg tror sannsynligheten for at veksten i USA blir langt under trend neste år er svært stor. Landet er i en nedgangskonjunktur. Det er også godt mulig landet

går inn i et tilbakeslag, en resesjon om forbruket svikter. Resten av verden trenger ikke å bli så veldig mye påvirket, men en resesjon i USA kombinert med større tap i finansinstitusjonene, vil trolig påvirke risikoprising over hele verden, og dermed investeringsvilje og -evne. Dessuten er det ikke bare i USA at boligprisene har steget mye, og hvor utsiktene nå er mer usikre. Veksten trenger ikke dempes mye i verdensøkonomien før det føles ubehagelig for bedriftene. Marginene vil komme under press, selv om veksten fortsatt er høy, historisk sett.

Mange råvarepriser har allerede falt en del, i alle fall metallprisene. Fra mai til november falt prisene nær 30 prosent, regnet i felles valuta (SDR). Lagrene av flere metaller har steget noe i samme periode. Veksten i produksjonen av dem har vært større enn veksten i etterspørselen.

Hadde ikke svakheten på flere kredittmarkeder blitt avdekket, ville trolig sentralbankene ha hevet rentene videre. I så fall ville økte renter fra sentralbankene ha dempet veksten etter hvert. I USA har veksten i lønnskostnadene vært uvanlig høy, samtidig som veksten i produktiviteten har avtatt. Dermed har lønnskostnadene per produsert enhet steget kraftig, helt i toppskiktet av hva vi har sett de siste 25 årene, etter å ha ligget på o-streken

under starten på oppturen. Prisveksten på det bedriftene i USA produserte var ganske høy, men den avtar nå (importpriser og mat/energi bidrar mer til å holde prisveksten oppe nå). Dermed stiger produksjonskostnadene raskere enn inntektene for bedriftene og overskuddsandelen er fallende for de som produserer i USA. Bedriftenes investeringer er utsatt, også av den grunn.

Dempes veksten, vil sentralbankene kutte renten, slik Federal Reserve i USA allerede har begynt med. Det vil etter hvert hjelpe, men det er langt fra sikkert at det er tilstrekkelig til å få opp lånelysten (eller låneviljen fra bankene). Finanspolitikken vil også bli brukt, men i USA er potensialet ikke så veldig stort fordi underskuddet på statsbudsjettet allerede er ganske stort.

Norge går motstrøms?

Oppturen i norsk økonomi har vært helt parallell til oppturen i den samlede verdensøkonomien. Vekstratene hos oss ligger nå nærmere de fremvoksende økonomienes enn andre rike lands. Men vi klarer nok ikke å vokse videre i samme takt, uten at det trenger å være noe dramatik i det.

Veksten i sysselsettingen har vært svært høy. Vi har klart det ved å dra folk ut av ledighetkøen i et fabelaktig tempo og å dra mange ut av «sofakroken». Nå er ledigheten så lav at vi ikke klarer å

hente ut så mange herfra lenger. Videre kan det bli tyngre å øke yrkesdeltakelsen raskt fra dagens nivå, selv om vi bør klare det på lengre sikt. Norsk yrkesdeltakelse ligger allerede blant de høyeste i verden, også for eldre arbeidstakere. Arbeidsinnvandringen er selvsagt en joker, den kan i prinsippet økes ytterligere. Men den er allerede uvanlig høy. Det betyr selvsagt ikke at landet mangler arbeidskraft, det er det bedriftene som gjør – fordi de er overstimulert av en sterk verdensøkonomi, sterk vekst i innenlandsk etterspørsel og en for svak kronkurs. For landet er jo poenget å utnytte den arbeidskraften som er i stand til å jobbe, at arbeidskraften skal være den knappe faktoren!

Økt sysselsetting er bra, blant annet fordi veksten i produktiviteten har falt noe, som normalt langt ut i en høykonjunktur. Samtidig er lønnsveksten nå på vei opp, fra 3,5–4 prosent på bunn til rundt 5,5 prosent i 2007 og det kan raskt bli mer enn det i 2008. Noe annet er ikke å vente når arbeidsledigheten er svært lav og bedriftene vil ansette flere. Økt sysselsetting og økt lønnsvekst fører til at de samlede lønnskostnadene nå stiger raskere enn verdiskapingen i Fastlands-bedriftene. Overskuddene stiger fortsatt, men overskuddsandelen er avtakende. Nøden for eierne er foreløpig fornem, mange bedrifter har høy inntjening i utgangspunktet. Men det blir altså ikke like enkelt å øke over-

Økt sysselsetting er godt for den norske økonomien og for velferdssamfunnet.



Foto: Olav Heggø

skuddene lenger, i alle fall ikke fra aktivitetene i Norge (børsbedriftene har mye av sin produksjon i utlandet og her er det generelt lavere vekst i lønnskostnadene).

Ingen grunn til uro

Vi ser likevel ikke noen svakhet i bedriftens investeringsplaner, selv om det er mulig innstramningen på kredittmarkedet etter hvert vil påvirke noen bedrifter. På en del sektorer kan også investeringene ha kommet opp på vel høye nivåer, blant annet har varehandelen bygget svært mye de siste årene, etter at reguleringen av kjøpesentre ble opphevet.

Husholdningene har vært den viktigste driveren for oppturen i norsk økonomi de siste årene. Deler av oppgangen i deres etterspørsel er drevet av en bra inntektsvekst, men all statistikk som i dag er tilgjengelig viser at bruken av penger har steget mye raskere enn inntektene. Dermed har husholdningenes sparing – og enda mer netto finansinvesteringene (som tar med kontantutleggene til nye boliger) falt kraftig, nesten like kraftig som på midten av 80-tallet, også om vi korrigerer for svingningene i utbytterne fra selskapene rundt innføringen av skattereformen. Det er selvsagt ikke helt overraskende, gitt den lave renten og oppgangen i boligprisene. Videre er det godt mulig mange husholdninger kalkulerer med

at staten vil ta seg av pensjoner og andre pekuniære problemer som måtte dukke opp, og dermed kutter sparingen i dag. Norges Bank har lagt vekt på denne forklaringen, naturlig nok. Jeg er ikke så sikker på at sparingen vil forbli på dagens lave nivå, særlig om boligmarkedet svekkes også her. Omslaget på boligmarkedet har vært markert også her, og det er svært mange boliger for salg, både nye og brukte – etter at boligbyggingen har vært høy i noen år.

Det er likevel liten grunn til å være spesielt urolig for norsk økonomi. Alle anslag peker mot fortsatt oppgang i oljeinvesteringene, i flere år fremover. Oljefondet er større enn før, og det vokser raskt. Handlingsregelen vil ikke legge noen demper på bruken av oljepenger, dersom økonomien trenger stimulans. Inflasjonen er fortsatt lav, og Norges Bank står fritt til å kutte renten dersom veksten skulle bli for svak. Vi er ikke immune mot tilbakeslag, men har foreløpig mye å gå på. At veksten dempes er ikke noe tilbakeslag, særlig ikke når den viktigste årsaken er at vi ikke har mer ledig arbeidskraft.

Kløen har vært søt, men den trenger ikke å bli sur i 2008, i alle fall ikke for norsk økonomi. For de sykliske, internasjonalt orienterte sektorene, kan det bli litt surere. Oslo Børs pleier ikke å sette pris på det.