

# Pengetrykking og børsoppgang i Europa?



Norcaps investeringsråd

[Klikk her for å lese mer →](#)

Utvikling sist måned  
og hittil i 2014

[Klikk her for å lese mer →](#)

Pengetrykking har hatt en positiv effekt på finansmarkedene. Vil økt stimuli medføre videre børsoppgang og økonomisk bedring, eller vil et aldrende Europa ende som Japan? Dette kan du lese mer om i septemberutgaven av NORCAPs markedsrapport.

[Klikk her for å lese mer →](#)

Markedsrapporten til Norcap tar opp aktuelle tema som preger den økonomiske utviklingen, og som Norcap mener vil påvirke investeringsklimaet. Her vil også Norcaps anbefalte aktivaallokering presenteres. Markedsrapporten sendes ut månedlig.

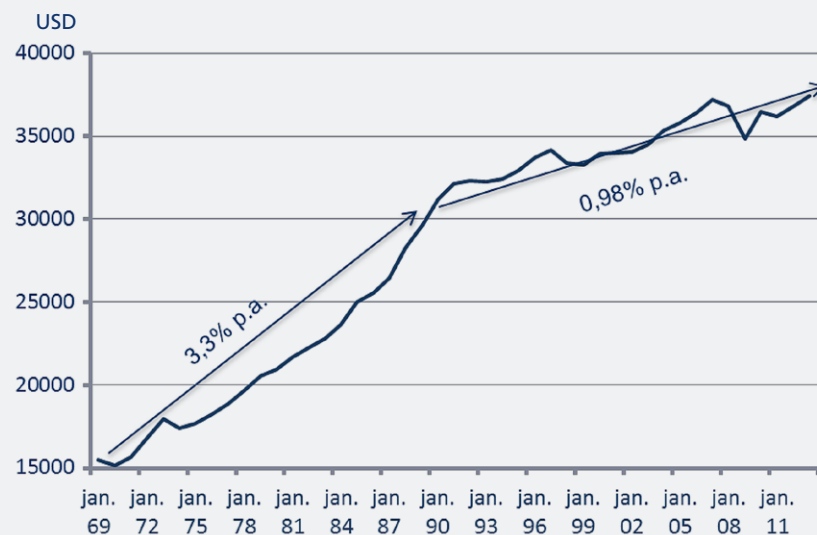
Dersom man spurte de aller fleste eksperter for fem år siden hvordan den europeiske økonomien ville være i 2014, var det klare svaret at sårene fra finanskrisen i stor grad ville ha grodd og at man ville være tilbake i godt gammelt spor. Men slik er dessverre ikke dagens virkelighet. Seks år etter finanskrisen viser fasiten at Europa fortsatt sliter med å komme seg helt ut av startgropen. Aksjemarkedet har kommet tilbake, men arbeidsledigheten er høyere enn i perioden før finanskrisen, veksten er lavere og nå nærmer også prisveksten seg negativt territorium.

Skrekken for alle i ledende samfunnsposisjoner er at økonomien skal bli som den japanske har vært i perioden fra 1990 til i dag. På slutten av 80-tallet og begynnelsen av 90-tallet var det en gjengs oppfatning om at japansk forretningskultur var overlegen den vestlige. Samfunnet var mer teknologisk avansert og bedriftene mer effektive, med lavere kostnader og høyere innovasjon. Følgelig ble det gitt opplæring i japansk språk, bedriftskultur og ledelsesprinsipper på handelshøgskolene også her til lands. Denne urokkelige troen på japansk overlegenhet fyret oppunder en massiv spekulasjon i japanske aksjer og eiendom. For å illustrere størrelsen på boblen kan det nevnes at tomten tilhørende keiserpalasset i Tokyo (3,4 kvadratkilometer) skal ha hatt en høyere markedsverdi enn hele staten California (423 970 kvadratkilometer). Japanske aksjer utgjorde ca. 40% av verdensindeksen, mens japansk BNP var 10% av verdens BNP.

Etter den store kollapsen har Japan enda til gode å gjøre et comeback til den økonomiske vekstmaskinen det en gang var. Det har vært gjort utallige forsøk; renten har vært særdeles lav i 20 år, det har blitt gjennomført flere stimulipakker med statlig pengebruk til infrastruktur og lignende, og de siste årene har statsminister Shinzo Abes reformtiltak vært fremhevet som svaret, men ingenting har evnet å starte det japanske maskineriet. Selv ikke den enorme pengetrykningen som ble gjennomført i fjor ser ut til å gi annet enn midlertidige effekter.

BNP pr. innbygger har vokst med en knapp prosent pr. år siden 1990, mot 3,3% pr. år fra 1970 til 1990. USA har til sammenligning vokst ca. 3,3% årlig siden 1990, og Norge hele 5,8%. Prisveksten har vært stabil rundt null frem til i år og den japanske TOPIX-indeksen står i 45% av verdien ved utgangen av 80-tallet.

### Japan: BNP per innbygger

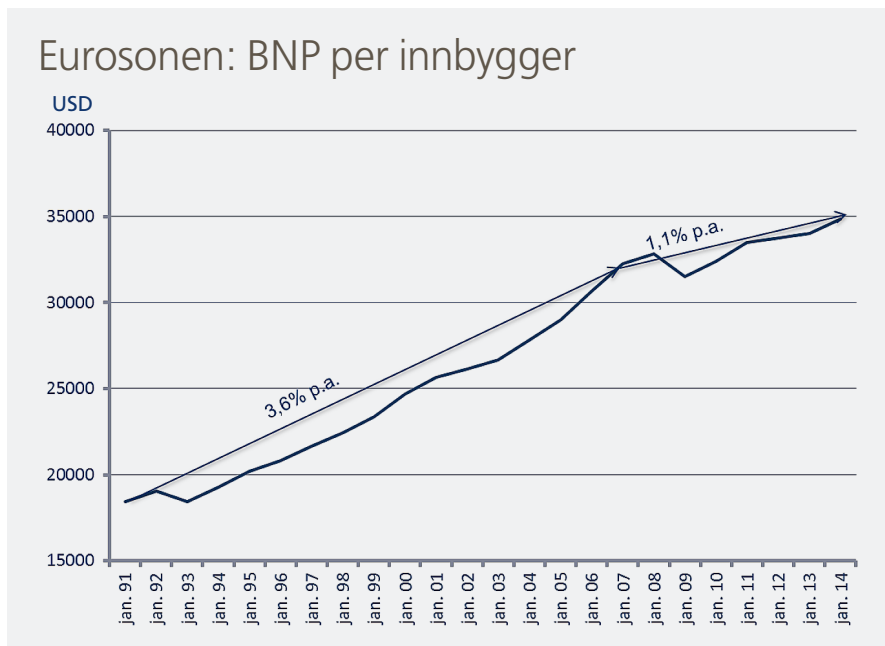


### Japanske aksjer



I dag benytter Europa den samme medisinen som Japan forsøkte, bare i enda større doser. De ivrigste tilhengerne av Keynes økonomiske lære kunne riktig nok ønske seg større pengebruk fra det offentlige, men de fleste europeiske land har hatt et budsjettunderskudd som en normaltilstand i lengre tid. Sentralbanken har nå dyttet renten ned til det absolutte, udiskutable nullpunktet, og det eneste virkemiddelet som gjenstår også i Eurosonen er pengetrykking, Quantitative Easing, støttekjøp eller hvilken annen betegnelse du ønsker å sette på det.

Først vil sentralbanken kjøpe lån fra de ulike europeiske bankene i håp om at dette vil føre til at bankene låner ut mer penger, og derigjennom setter fart på økonomien. Samtidig henter sentralbanksjefen, Mario Draghi, om at de vil sette i gang massiv pengetrykking dersom det blir nødvendig.



Slike tiltak har vært brukt i USA, Japan og England siden finanskrisen i 2008. Både den amerikanske og engelske økonomien gjør det nå bedre enn resten av Eurosonen, hvilket har ledet til en ensidig konstatering av vellykkede tiltak. Den forklaringen er selvsagt altfor enkel og er et klassisk eksempel på sammenblanding av samtidighet (korrelasjon) og årsak-virkningsforhold (kausaltitet). Det er uendelig mange forhold som påvirker hvordan økonomien utvikler seg, renter og annen pengepolitikk er en blant mange små og store variabler. At pengepolitikk skal være ineffektivt så lenge du setter renten ned, for deretter å bli altavgjørende i det man begynner med åpne kjøp i markedet, virker søkt. Snarere kan erkjennelsen av tap, reduksjon av overoppbygde sektorer og selskaper og generell reformevne være vel så gode forklaringsvariabler. Hverken sør-europeere eller japanere er spesielt gode på dette.

En annen teori som får liten oppmerksomhet er befolknings sammensetningen. Europa og særlig Japan har gamle befolkninger. Eldre mennesker er deflatoriske da de, i motsetning til de unge, tenderer til å allerede eie de store tingene man trenger (hus, bil, utdanning) og forbruker mindre. De er på grunn av sin nære pensjonsalder tvunget til å spare uavhengig av rente, og når rentene faller må de spare mer for å nå sine pensjonsmål. Dermed blir ikke resultatet, som modellene sier, at lavere rente skal føre til høyere forbruk som igjen fører til høyere sysselsetting og vekst. Sentralbanken pisker en død (eller i hvert fall veldig gammel) hest.

Det kvantitative lettelse faktisk har stor effekt på, er finansmarkedene. Faktisk har avhengigheten av den amerikanske sentralbanken blitt så stor at dersom statistikkene på arbeidsledighet, vekst og inflasjon er lavere enn ventet, stiger aksjemarkedene. Svak økonomi betyr mer sentralbankstøtte og på den måten stiger aksjemarkedene, selv om økonomiene de representerer er svake og ikke bedres i samme takt som aksjemarkedet priser inn.

Den siste tids data om at prisveksten er på vei under null har aktualisert temaet i Europa. Sentralbanken har hintet om kvantitative lettelse, noe som har sendt aksjemarkedet oppover, selv om tyske myndigheter er sterkt mot dette, og muligens vil blokkere det.

Tyskland har stått hardt på sin påstand om at slike virkemidler er en sentralbankfinansiering av stater (noe som i grunnen er helt riktig), og dermed ulovlig. Spørsmålet er om de er villig til å fire på dogmene i frykt for å ende opp som Japan. Frykten kan imidlertid være så sterk at man er villig til å forsøke hva som helst, ikke minst for å unngå kritikk i etterkant.

Mye tyder på at Europas problemer er mer strukturelle, og dermed langvarige, enn sykliske. Likevel behandles problemet i stor grad som om det er syklisk fordi strukturelle reformer er smertefulle. Historien viser at kun under akutte kriser blir reformer vedtatt, og dersom krisen ikke vedvarer blir de ikke gjennomført. Italia og Frankrike blir ikke vekstmaskiner bare fordi det er «gratis» å låne penger. Inntil den kollektive oppfatningen om keiserens nye klær endres er likevel dårlig nytt godt nytt, og vi kan se frem til lave renter i lang tid.

## Norcaps investeringsråd

### Aksjemarkedet

Det globale aksjemarkedet fremstår etter vårt syn som over middels verdsatt. Prisingen av aksjemarkedene, og da særlig USA, er i den øvre enden av sin historiske prisingsskala, samtidig som selskapenes profittmarginer er på historisk høye nivåer. Skuffende arbeidsmarkedstall og det faktum at den amerikanske sentralbanken etter planen skal avslutte sine støttekjøp neste måned kan medføre en endret prising av amerikanske børser.

I Europa fortsetter de politiske spenningene og den skuffende økonomiske veksten. Svak økonomisk vekst har resultert i en rekke hint fra den europeiske sentralbanken om muligheten for kvantitative lettelser. Spekulasjoner om dette har som nevnt sendt aksjemarkedene oppover, til tross for at økonomien nok vil fortsette sin svake utvikling i tiden fremover.

Samtidig mener vi at vekstmarkeder fremstår som relativt rimelige, både i forhold til sin historiske prising, og ikke minst, i forhold til de utviklede markedene. Det er også primært i vekstmarkedene at man finner de høyeste anslagene for fremtidig økonomisk vekst. Til tross for en generell oppgang den siste perioden er vi av den oppfatning at det fortsatt er et stort potensiale for videre oppgang i disse markedene

### Rentemarkedet

Mens inflasjonen i Europa sakte kryper nedover mot deflasjon, har rentene tatt et nytt skritt ned fra nivåer man allerede trodde var i bunn. Dette har gitt en hyggelig engangseffekt for de som har sittet med fastrenteobligasjoner, men betyr også at avkastningen fremover blir enda lavere enn tidligere. Med et rentenivå nær null er det med andre ord lite fristende å investere i obligasjoner med lang løpetid og fastrente (5 år eller mer). Det er dermed ikke annet å anbefale enn å holde seg til obligasjoner med flytende rente, eller i det minste kort rentebinding, på disse lave rentenivåene.

Når det gjelder grad av kredittrisiko på obligasjonsutstederen har populariteten til High Yield-obligasjoner steget betraktelig det siste året. Økt etterspørsel etter denne typen obligasjoner har medført en hyggelig avkastning for investorer som har vært investert i aktivklassen, samtidig som løpende betaling/risikopremie stadig har blitt mindre. Nivåene er nå historisk sett ganske lave, og særlig de mest risikable plasseringene bør unngås. Stadig strøm av nye investorer som introduseres til dette markedet, kan dytte markedet opp på kort sikt. Men ingen ting varer evig, og når trenden snur vil tapet mer enn oppveie gevinsten ved å kjøpe seg inn på dagens nivå.

## Utvikling sist måned og 2014

	Sist måned (NOK)	Hittil i år (NOK)
S&P 500	2,3 %	10,6 %
FTSE ALL World	0,6 %	7,9 %
Oslo børs (OSEBX)	-0,3 %	11,2 %
FTSE Emerging	-0,8 %	9,9 %
Norsk statsrente (3m)	0,1 %	0,9 %

## Viktig informasjon / disclaimer

De fleste grafene i denne presentasjonen er utarbeidet i Bloomberg og baserer seg på kilder som anses som pålitelige. NORCAP garanterer ikke at informasjonen er presis eller fullstendig.

Uttalelsene i presentasjonen reflekterer NORCAPs oppfatning på utarbeidelsestidspunktet, og NORCAP forbeholder seg retten til å når som helst endre syn uten varsel.

Denne presentasjonen skal på ingen måte forstås som en ubetinget anbefaling om kjøp eller salg av finansielle produkter. Eventuelle investeringer må ses i sammenheng med kundens finansielle situasjon og kunnskap og erfaring innen finansielle instrumenter. Enhver investering vil typisk være beheftet med risiko, og verdien av denne vil kunne falle så vel som stige.

NORCAP påtar seg intet ansvar for tap eller utgifter som skyldes forståelsen av og/eller bruken av denne rapporten. NORCAP, selskapets ansatte samt ansattes og selskapets nærstående kan ha eierinteresser i nevnte aktivaklasser, produkter eller underliggende selskaper.