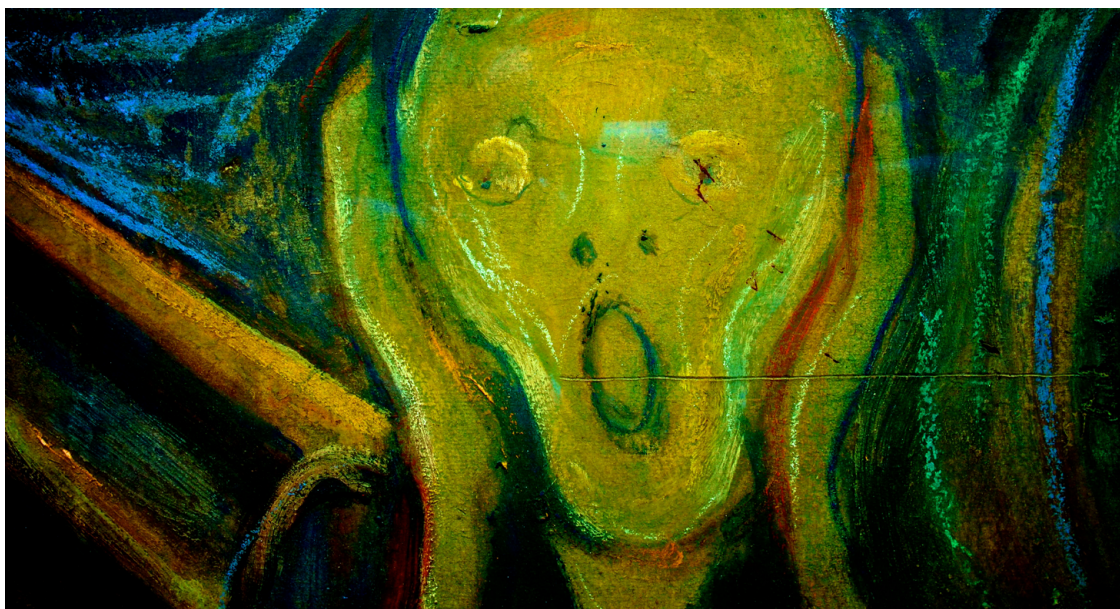


Japan klar for skifteretten?



Norcaps investeringsråd

Les mer om hva NORCAP mener i forhold til investeringsråd

[Klikk her for å lese mer →](#)

Utvikling sist måned og hittil i 2013

[Klikk her for å lese mer →](#)

Japaneres kjærlighet for gambling er legendarisk. Tospannet statsminister Shinzo Abe og sentralbanksjef Haruhiko Kuroda er for øyeblikket de som har tatt dette lengst, siden Isoroku Yamamoto planla overraskelsesangrepet på Pearl Harbour i 1941. På gamblingbordet ligger det en billiard yen. [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.

Svimlende gjeld

Det er nesten ikke til å tro, men Japans statsgjeld er nå på svimlende én milliard yen, altså et ett-tall fulgt av femten nuller, eller en million milliarder. Oversatt til norsk vil det si cirka 62,5 billioner norske kroner, eller fjorten «oljefond».

Abe har nå valgt å gjøre et siste, ekstremt dristig forsøk på å få den japanske økonomien på fote etter et kvart århundre med forfall. Politikken har tre piler, som han kaller det:

- 1) Massiv pengetrykking
- 2) Stimulanser gjennom stort statlig pengebruk
- 3) Restrukturering og modernisering av økonomien

Dette er i bunn og grunn en politikk for de som sverger på John M. Keynes sin «General Theory» som en bibel, selv om Abes PR-folk har greid å gi dette merkelappen «Abenomics».

Bare to av punktene innebærer noe nytt, da den japanske staten allerede har fulgt Keynes oppskrift med massive budsjettunderskudd i to tiår, uten hell. Alle som har hatt en marginal befatning med japansk kultur vet at restrukturering og modernisering av samfunnsstrukturer ikke er det japanere er sterkest på.

Dette er et veddemål. Det kan gi en enorm gevinst hvis det slår til, men kan også ende i økonomisk ruin, både for Japan og resten av verden. Utfallet er binært og det er få mellomting.

Årsakene til hvorfor dette kan gå så galt er beskrevet i vår markedsrapport fra februar, som kan leses her: www.norcap.no/rapporter-og-oppdateringer/markedsrapporter. Essensen ligger i at selv om dette teoretisk kunne vært en farbar vei for eksempelvis Spania, er Japans gjeld nå blitt så stor at en liten renteøkning kan sende den japanske staten rett i skifteretten. I kredittmarkedet sirkler Japan rundt et sort hull og alle vet at dersom de kommer for nær, vil tyngdekraften fra det sorte hullet suge dem inn. Problemet med tyngdekraft er at den ikke er synlig, og følgelig er det usikkerhet rundt hvilken rente som representerer den kritiske grensen. For å holde seg på riktig side må Abe og Kuroda greie kunststykket å løse paradokset som ligger i at man forteller markedet at inflasjonen skal være 2% og samtidig holde renten under dette nivået.

Dersom denne planen ikke fungerer, hva er så konsekvensene? En «hard» restrukturering av gjelden vil da være nødvendig. Gjelden må trolig nedskrives til et «bærekraftig» nivå. Det kan antas at dette, for Japans del, ligger i størrelsesorden 100% Gjeld/BNP. Det vil si at kreditorene må ta et tap på ca. 60 prosent, eller ca. 8 oljefond.

Problemet for den som leser dette er at fordringen, eller formuen, som følger gjelden blir borte. Det direkte tapet for den norske staten vil være ca. 60 milliarder kroner, eller 0,014 oljefond. Selvsagt kjedelig, men ikke akkurat kritisk.

Det meste av det direkte tapet må japanerne selv bære, enten direkte eller via at banken de har sine innskudd i går konkurs. Japanske banker har nemlig så mye av sin kapital plassert i japanske statsobligasjoner at de er svært utsatt dersom disse papirene skulle falle i pris. Med andre ord er alle japanske banker i praksis konkurs i et slikt tilfelle.

I tillegg til de store markedsforstyrrelsene som vil følge i kjølvannet av en slik hendelse, er konsekvensene av hva som skjer med japanernes etterspørsel etter varer og tjenester når 8 oljefond i formue forsvinner. Den naturlige reaksjonen er at man strammer inn, både av fri vilje og av nødvendighet. Følgelig vil det lokale næringslivet gå dårlig (kanskje med unntak av eksportbedrifter) og arbeidsledigheten blomstrer. Til tross for over to tapte tiår, er Japan verdens tredje største økonomi, nesten like stor som det langt mer folkerike Kina.

At verdensøkonomien skal kunne fortsette ufortrødent videre, samtidig som Japansk etterspørsel faller markant, er ikke mulig. Dermed vil det bli vesentlige indirekte tap for så godt som alle utenforstående også. Fallende etterspørsel fra Japan, kombinert med at japanerne vil bli enda mer konkurransedyktige på eksportmarkedet, vil bety at resultatene til en stor andel av verdens bedrifter må nedjusteres, noe som medfører fallende aksjekurser.

Verden har rett og slett ikke råd til å tape et slikt beløp, men sannheten er at det allerede er tapt. 20 år med lånefinansiert forbruk og mislykkede investeringer i statlig regi har skapt et eget kapittel i sagaen om det globale overhenget av ubetalelig kreditt. Den værende taktikken er foreløpig å påføre kreditorene små usynlige tap over lang tid gjennom litt høyere inflasjon, samtidig som man håper på at lykkelige tilfeller vil øke verdens betalingsevne.

Den japanske ledelsen har lagt en enorm pengesum på bordet i tidenes veddemål. Trolig hadde de heller ikke annet valg enn å satse høyt og håpe på et heldig utfall. La oss krysse fingrene sammen med dem, om ikke annet for vår egen del.

Nylig gikk SV-leder Audun Lysbakken ut og proklamerte at SV ønsker å innføre en «finansskatt», altså en ekstraskatt for overskudd og lønninger i finansbransjen. Argumentasjonen er, i tillegg til en viss sosial utjevning, at finansielle tjenester er fritatt fra merverdiavgift. En slik skatt vil ifølge Lysbakken innbringe NOK 9 milliarder til statskassen.

Om en slik skatt er riktig utfra et rettferdighetshensyn er man som ansatt i finansnæringen inhabil til å vurdere. Poenget er imidlertid dette: En slik skatt vil aldri samle inn nevnte 9 milliarder. Årsaken er menneskets omtrent utrolige oppfinnsomhet, her i forstand av skattetilpasning.

Lysbakken er dog ikke den første politikeren til å ikke ta den menneskelige faktoren tilstrekkelig i betraktning. I så måte er dette beløpet en trivialitet. Et klassisk eksempel på dette er for eksempel den franske forsvarsministeren André Maginot som på 1930-tallet brukte 3 milliarder franc på å bygge forsvarsverk mot den tyske grensen (kjent som Maginot-linjen). Historien viser at tyskerne imidlertid valgte å invadere Frankrike via Belgia, hvor det ikke var tilsvarende forsøkninger.

Et mer nærliggende eksempel er greske myndigheters forsøk på å unngå skatteunndragelse ved å legge skatt på strømregningen. Logikken var enkel, siden alle må ha strøm ville de da ikke ha noe annet valg enn å betale skatten. Tiltaket endte imidlertid med at folk sluttet å betale sine strømregninger. Og siden det var ulovlig for de statseide strømselskapene å kutte ut leveransen av strøm, ble i stedet skatteunndragerne også mottakere av gratis strøm. Og i stedet for å skaffe mer penger til statskassen ble resultatet det motsatte.

For Lysbakken og alle andre politikere, bidrar disse utspillene i langt større grad til å sanke stemmer enn til å balansere budsjettet. Hadde det vært så lett som å bare sette på nye skatter og vente på pengene, ville eurokrisen vært over for lengst.

Norcaps investeringsråd

Aksjer

Verdens mest toneangivende sentralbanker holder i dag på med systematisk manipulasjon av markedspriser i finansmarkedet. Dette skjer helt åpent og med en god intensjon, nemlig å få fart på økonomien igjen.

Prismanipulasjonen fungerer primært gjennom to kanaler. Den ene er å gjøre realinvesteringer (alle slags produksjonsmidler) og forbruk mer attraktive ved å senke renten. Den andre er ved en formueseffekt ved at en økt pris på finansaktiva vil gjøre at folk føler seg rikere og dermed forbruker mer.

Problemet er imidlertid at de gode effektene på økonomien av slike tiltak er begrensede og avtagende i effekt. Tiltakspakkene gjorde mye for å avverge den dype avgrunnen i 2008/2009, men for hver dollar som trykkes får det mindre og mindre virkning. I tillegg er bankvesenet som overførselsmekanisme mellom sentralbanken og økonomien ute av funksjon. Selv om renten er lav, setter strenge lånevilkår en effektiv stopper for realisering av en rekke investeringer.

Samtidig som effekten av tiltakene på realøkonomien har vært begrenset de siste årene, har effekten på finansmarkedet, særlig det siste året, vært sterk. Dette skaper i seg selv et annet problem, hvor markedsnivået på finansaktiva er over der det egentlig burde ha vært, og gapet mellom prisingen i finansmarkedet og realiteten øker.

Dette øker fallhøyden for hva som skjer når sentralbanken skal manøvrere seg ut av situasjonen de har satt seg selv i. En avslutning av stimulansene vil alt annet likt medføre at de aller fleste finansielle aktiva må revurderes, noe som vil føre til en lavere pris. Håpet for aksjeinvestorene er at den effekten skal oppveies av at inntjeningen blir bedre, for ellers ville ikke stimulansene blitt avsluttet. Det er dog slik at bunnlinjen i bedriftene ikke nødvendigvis sammenfaller med vekst i den generelle økonomien. Over tid henger disse nært sammen, men på kort sikt kan verdiskapningen fordeles skjevt. Hvor mye bedriftene greier å karre til seg av samfunnets verdiskapning måles i profittmarginen.

Kapitalismen virker, og dermed er profittmarginen en av de mest sykliske variablene i økonomien. Hvis man tjener nok på noe vil enten konkurrenter, kunder, leverandører eller arbeidstagere forsøke å karre til seg en større del av verdiskapningen, hvilket gjør at profittmarginen faller. Dermed er postulatet om at den negative effekten en nedtrapping eller avslutning av de ulike pengetrykkingspakkene har på aksjeprisene vil bli kompensert gjennom økt resultat i bedriftene ikke like sikkert som populærvitenskapen vil ha det til. For det første er det betinget av at QE-pakkene faktisk forbedrer den økonomiske situasjonen (noe som kan diskuteres), dernest at resultatene følger den generelle økonomiske utviklingen (noe endring i profittmarginen ødelegger).

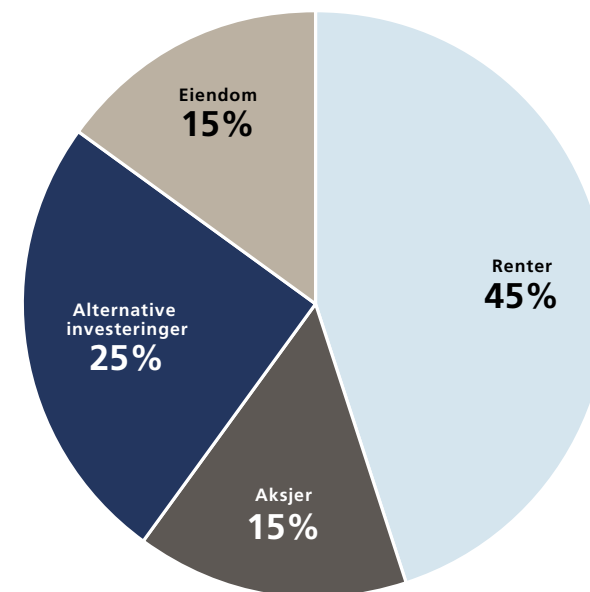
I en situasjon hvor avkastningskravet er manipulert kunstig lavt (og følgelig prisen på finansaktiva er kunstig høy) gjelder det å begrense eksponeringen mot skift i avkastningskravet. Innen obligasjonsforvaltning betegnes dette som «durasjon», et begrep som sjelden overføres til egenkapital, men som fullt ut er relevant også for alle typer plasseringer. I og med at aksjer (selskaper) har tilnærmet «evig» levetid, har aksjer lang durasjon. Denne grunnen alene er i utgangspunktet nok til å velge andre risikoaktiva. Kort sagt er de investeringene som har steget mest i pris pga. QE-pakkene de som vil falle mest i verdi når musikken slutter og festen er over.

Vi opprettholder vår undervektsanbefaling på aksjer.

Renter

Renteplasseringer er episenteret for sentralbankenes prismanipulasjon. Flere steder i verden (som f.eks i Japan, se over) handles statsobligasjoner til renter som gir garanterte tap. Dette er et globalt fenomen, og selv om ikke alle statsobligasjoner gir garanterte tap, er det liten grunn til å vurdere å påta seg renterisiko. Dermed bør man holde seg mest mulig i flytende og korte rentepapirer. Renten kan stort sett bare gå opp herfra.

Innen kredittrisiko har premien (rentepåslaget) for high yield-obligasjoner for første gang i post-finanskrisen falt under gjennomsnittsverdien. Dette tilsier at kredittrisiko ikke er den åpenbare kjøpsmuligheten det var. Riktignok kan bildet justeres litt for at kvaliteten på «lavkvalitetsobligasjoner» er høyere nå enn før finanskrisen. Kall det gjerne at kravet for «minimumskvalitet» har blitt høyere, hvilket taler positivt for denne aktivaklassen.



I en vurdering opp mot andre risikoaktiva drar imidlertid kredittrisiko det lengste strået. Selv om prisingen i dette segmentet også begynner å bli skarp, er det fortsatt en positiv forventet avkastning. Videre har kredittobligasjoner en begrenset levetid, hvilket gjør at man kan høste risikopremie uten å ta stor eksponering mot avkastningskravet, en essensiell egenskap i dagens finansmarked.

Vi opprettholder vår anbefalte overvekt på kredittrisiko, og anbefaler fortsatt en størst mulig grad av flytende eller kort rentebinding.

Eiendom

Eiendom har i tillegg til lang durasjon også en relativt statisk inntektsside. Dermed er det lite sannsynlig at man får kompensert en utgang i avkastningskravet med høyere leieinntekter, i hvert fall på tradisjonelle yield-eiendommer.

På toppen av dette vil en utjevning av formuesskatt-behandlingen av eiendom vs. andre investeringer, for eksempel ved en fjerning eller reduksjon av formuesskatt, være et nådestøt for etterspørsel etter eiendomsinvesteringer.

Gjennom vellykkede utviklingsgrep er det selvsagt mulig å få god avkastning (med den risiko det medfører), men for ferdig utviklet eiendom står ikke avkastningen i stil med risikoen.

Vi anbefaler fortsatt at man opprettholder en undervekt i eiendom.

Anbefalt lesning:

Kina har historiens største kredittboble i følge Fitch:

<http://www.telegraph.co.uk/finance/china-business/10123507/Fitch-says-China-credit-bubble-unprecedented-in-modern-world-history.html>

Oversikt over husholdningsgjeld:

<http://www.economist.com/news/economic-and-financial-indicators/21578669-household-debt>

Engelske banker har underdekning på kapitalen:

<http://www.telegraph.co.uk/finance/newsbysector/banksandfinance/10131483/Lloyds-RBS-Barclays-Co-op-and-Nationwide-responsible-for-higher-than-expected-capital-shortfall-of-27.1bn.html>

Stagflasjon i Brazil:

<http://www.telegraph.co.uk/finance/economics/10090180/Brazil-faces-1970s-stagflation-as-resource-boom-wilts.html>

Utvikling sist måned og 2013

	Sist måned (NOK)	Hittil i år (NOK)
S&P 500	3,8 %	20,6 %
FTSE ALL World	1,1 %	13,9 %
Oslo børs (OSEBX)	2,4 %	10,7 %
FTSE Emerging	-1,2 %	1,0 %

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 analysen. NORCAP, selskapets ansatte samt ansattes og selskapets nærstående kan ha eierinteresser i nevnte aktivaklasser, produkter eller underliggende selskaper.