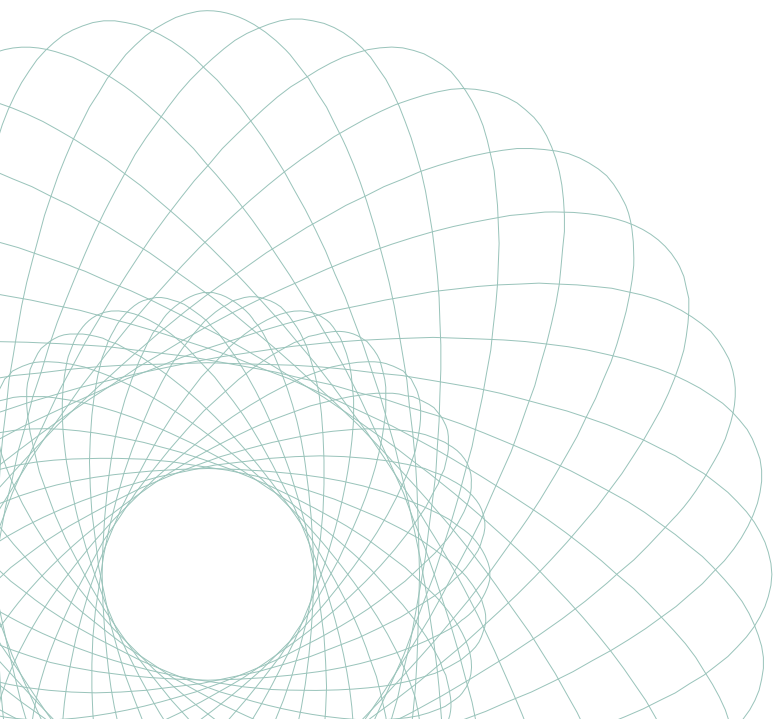


Temarapport

4 2010



Trond Furnes, 13. desember 2010

The logo for TERRA, featuring a stylized green leaf-like symbol to the left of the word "TERRA" in a bold, green, serif font.

Dominobrikken blir stående

QE2 – ny pengetrykking – pløytes nå inn i amerikanske statsobligasjoner

Fed forventer høyere aksjekurser og smitteeffekt videre inn i økonomien

Greenspan's bobleband spiller videre så lenge de får lov

Hermod Skånland er ikke med på bildet...

Sammendrag

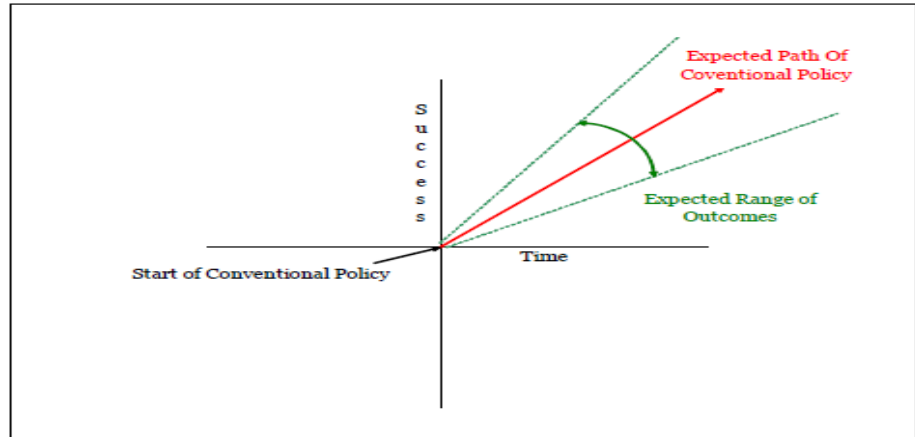
Statsobligasjonsrentene stiger som resultat av nye statsfinansielle uroligheter i eurosonen og ny pengetrykking i USA (QE2, Quantitative Easing 2). I EUs eurosone var det aldri meningen at noen land skulle kunne reddes finansielt; likevel skjedde det med Hellas tidlig på året, med Irland for kort tid siden, og i neste omgang kanskje med Portugal og Spania. De første tre trekker om lag €100 milliarder hver av det gigantiske fondet på €750 milliarder som EU og IMF har stablet på beina – Spania trekker kanskje resten. Inntil ECB kan vise frem en bazooka, for å bruke Hank Paulsons terminologi, vil markedet agere som om den ikke finnes, at det blir slutt på pengene. Tyskland vegrer seg mot å skrive blankosjekker men vurderer antagelig alternativet som potensielt dyrere.

I USA er det som skjer enda mer kontroversielt. Sentralbanken (Fed) har fått tilbakefall og har begynt å trykke penger igjen. Denne gangen er det dog ikke for å redde det finansielle systemet ut av en akutt og faretruende likviditetskrise slik tilfellet var i 2008 og 2009, men snarere for å fintune økonomien. I Kina og flere andre land hvor myndighetene er bekymret for oppblåste markeder, blir den amerikanske pengetrykkingen sett på som ytterligere destabiliserende. Feds målsetting er å blåse opp aksjemarkedet for derigjennom å skape ny optimisme og en positiv vekstspiral, men det var denne politikken som førte til eiendomsboblen og finanskrisen. Hvorfor skal en enda råere pengeideologi bære frukter denne gangen?

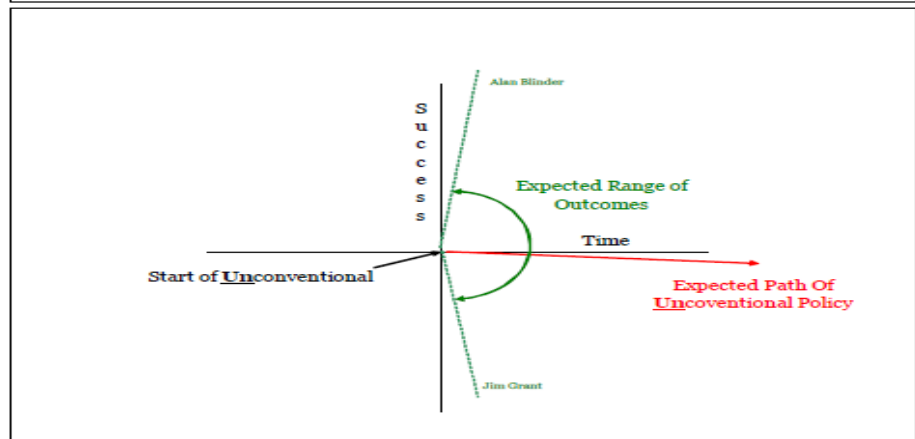


Kina og Pimco er bjellesauer i obligasjonsmarkedet og de kjøper ikke amerikanske statsobligasjoner nå

Fed fører en politikk som det er vanskelig å se rekkevidden av. Dette gjelder sannsynligvis også for Fed selv. En konvensjonell pengepolitikk i en noenlunde balansert økonomi gir et noenlunde forutsigbart resultat. Feds politikk, derimot, som er helt ukonvensjonell og uten historiske paralleller, kan gi alle mulige resultater (se illustrasjon under fra Bianco Research). Dette må markedet ta hensyn til gjennom høyere risikopremier.



Fed satser med andre ord på å blåse opp en boble i håp om at den i neste omgang kan forsvares



Den amerikanske politikken er isolert sett bullish for aksjemarkedene, men den løser ikke de strukturelle problemene, og den øker event-rikskoen – risikoen for uforutsette konsekvenser av den ukonvensjonelle politikken. Fed må nå på mest mulig ærlig vis forsøke å forklare hva politikken skal gjøre. Dette vil være langt mer konstruktivt enn den støyende og uverdige kampanjen som Fed og amerikanske myndigheter fører mot Kina på grunn av deres positive handelsbalanse; dollaren er allerede underpriset basert på kjøpekraftspariteter og den amerikanske politikken har siden 1980-tallet vært å nedprioritere hjemlig industriproduksjon til fordel for finans og varehandel. Som man reder, så ligger man.

Resultatet så langt er stigende obligasjonsrenter,

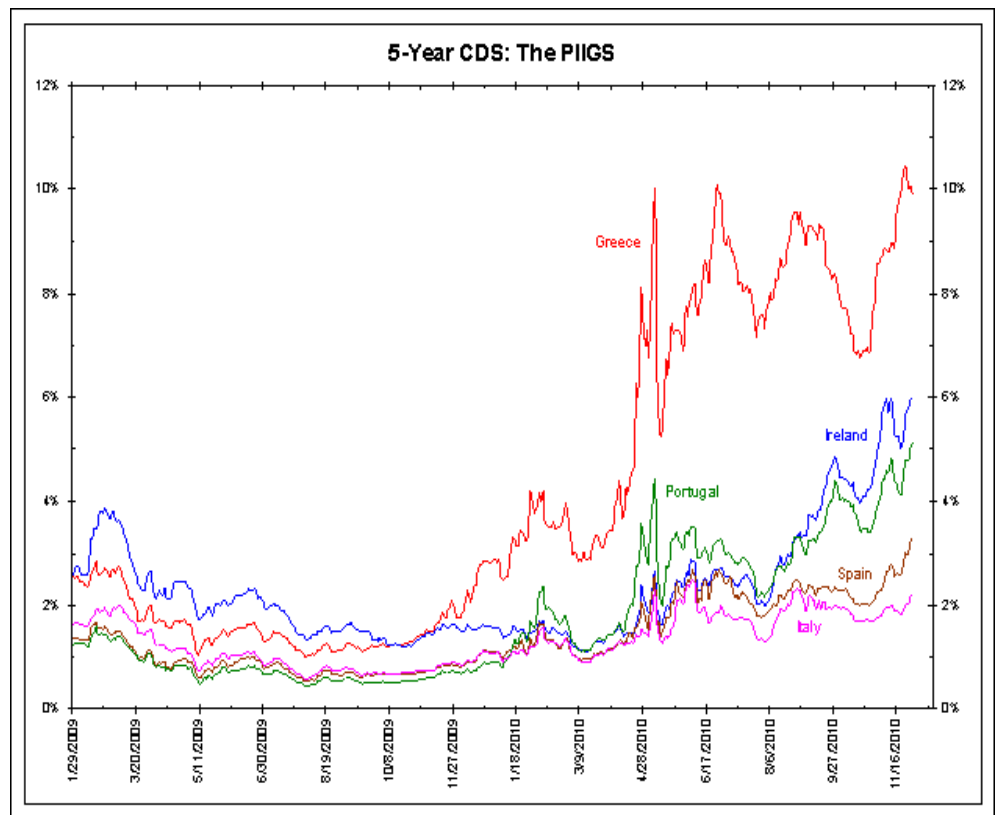
Det store spørsmålet for finansmarkedene er om bullmarkedet som har fyret alle de andre – 30 år med rentefall – nå er over. Konklusjonen ved denne korsveien er at renteoppgangen siden pengetrykningen startet er midlertidig og at markedet i neste omgang vil fokusere på at USAs økonomi – i likhet med euroøkonomiene – ikke tåler høyere renter. Dette er positivt for aksjemarkedet. Høyere obligasjonsrenter kan bare komme på grunn av høyere aktivitetsnivå – en gang i fremtiden –, men da vil også Feds politikk normalisere seg. Alternativet er en bevisst ødeleggelse av dollaren. Det er ikke sannsynlig ved denne korsveien.

Det strammer seg til

Risikopremiene er på vei opp igjen i obligasjonsmarkedene.

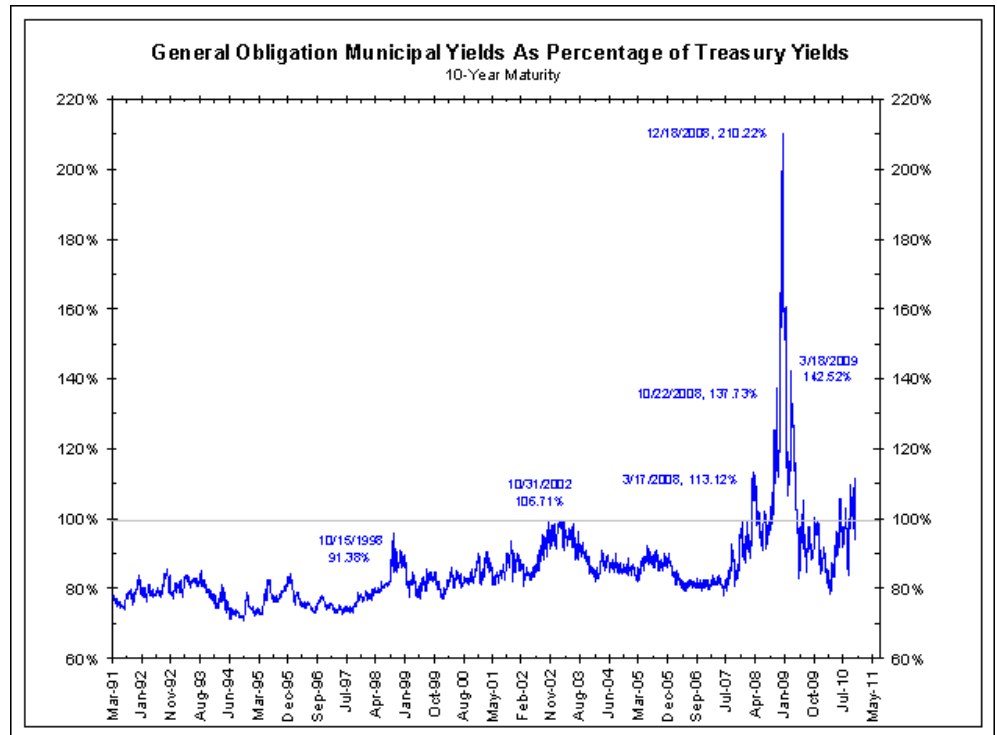
De landene som ikke kan trykke egne penger opplever nå ubehaget ved ikke å kunne håndtere sin egen situasjon. Det er ingen god følelse. I Europa foregår det en spredning av urolighetene som tidligere i år først og fremst var konsentrert til Hellas. Nå har også Irland vært igjennom en redningsaksjon og markedet værer at Portugal, og kan hende også Spania, står for tur. Markedet tvinger eurounionen til handling ved å sende statsobligasjonsrentene opp til uhandterlig høye nivåer.

Skulle Portugal lånt penger med 10-års rentebinding i dag ville renten vært i området 7%. Det er ikke til å leve med, men Portugals innbyggere vil heller ikke bli glade for betingelsene som må aksepteres for å få billigere finansiering gjennom en redningsaksjon i regi av EU.



Den samme utviklingen finner vi for delstatene i USA. De kan heller ikke trykke penger og mange er avhengig av overførslene fra føderale myndigheter for å holde driften gående. Man skulle tro at føderale overførslene til amerikanske delstater var mer opplagte enn tilsvarende overførslene fra Nord-Europa til sørlige euroland og Irland, de såkalte PIIGS-landene (Portugal, Italia, Irland, Hellas og Spania). Markedet tar imidlertid ingenting for gitt til tross for at den amerikanske føderasjonen tross alt har en rimelig lang historie sammenlignet med EU og i særdeleshet den europeiske monetære unionen.

Høyere skattefri rente på amerikanske delstater enn på føderale obligasjoner, en ny lynnbrann, Fed!



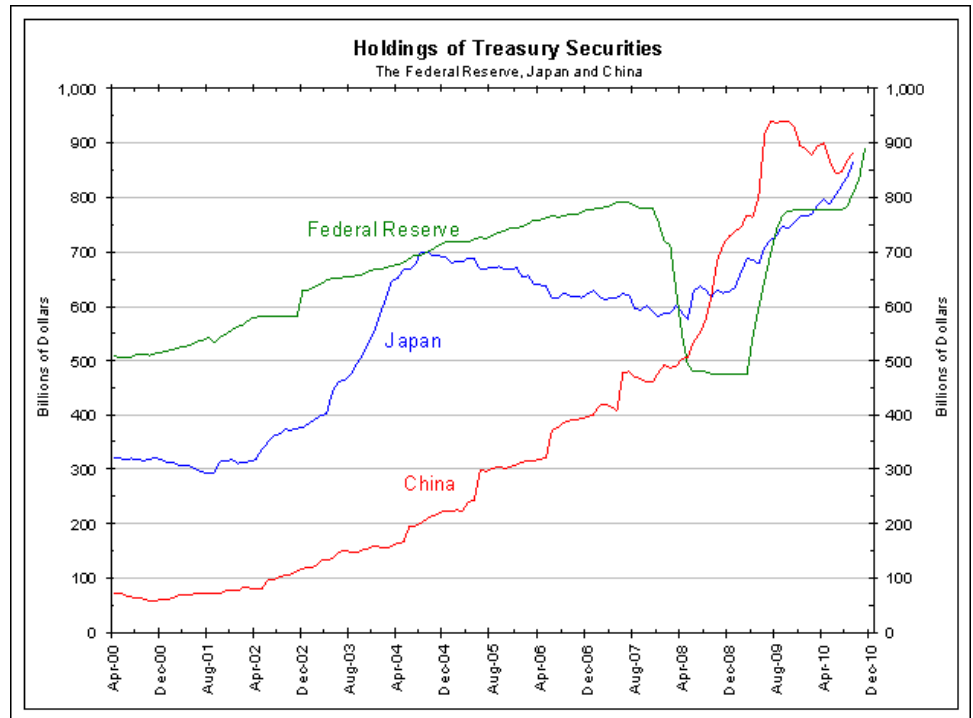
Likevel, som vi ser av grafen over, er den løpende renten på delstatlige og kommunale obligasjoner (kommuneobligasjoner) i gjennomsnitt over 110% av renten på statsobligasjoner til tross for at kommuneobligasjonene er skattefrie (for føderal skatt, og også for stats- og kommuneskatt for de som bor der obligasjonen er utstedt). Kommuneobligasjonene har derfor en rente som normalt er omtrent 80% av renten på statsobligasjoner.

Dollar fortsatt safe haven

Når markedene blir urolige er dollaren og amerikanske statsobligasjoner normalt en trygg havn. Nå har imidlertid rentene steget også på amerikanske statsobligasjoner, noe som naturlig nok har sin årsak i at det selges mer i amerikanske statsobligasjoner enn det kjøpes.

Når renten på 10-års amerikanske statsobligasjoner stiger som følge av at Fed trykker penger og skal kjøpe statsobligasjoner for vanvittige \$110 milliarder i måneden, så taler vi både om et stort bortfall av kjøpere og et stort antall selgere av statsobligasjoner. Fed har passert både kinesiske og japanske myndigheter og er nå største eier av amerikanske statsobligasjoner. Det blir spennende å se hvordan grafene under ser ut neste sommer; amerikanske skattebetalere er i ferd med å overta risikoen for den pengepolitikken som Fed har ansvaret for.

Og hva skjer nå markedet bekymrer seg over QE2 og statsgjeld og delstatskonkurser? Dollaren stiger, som forventet



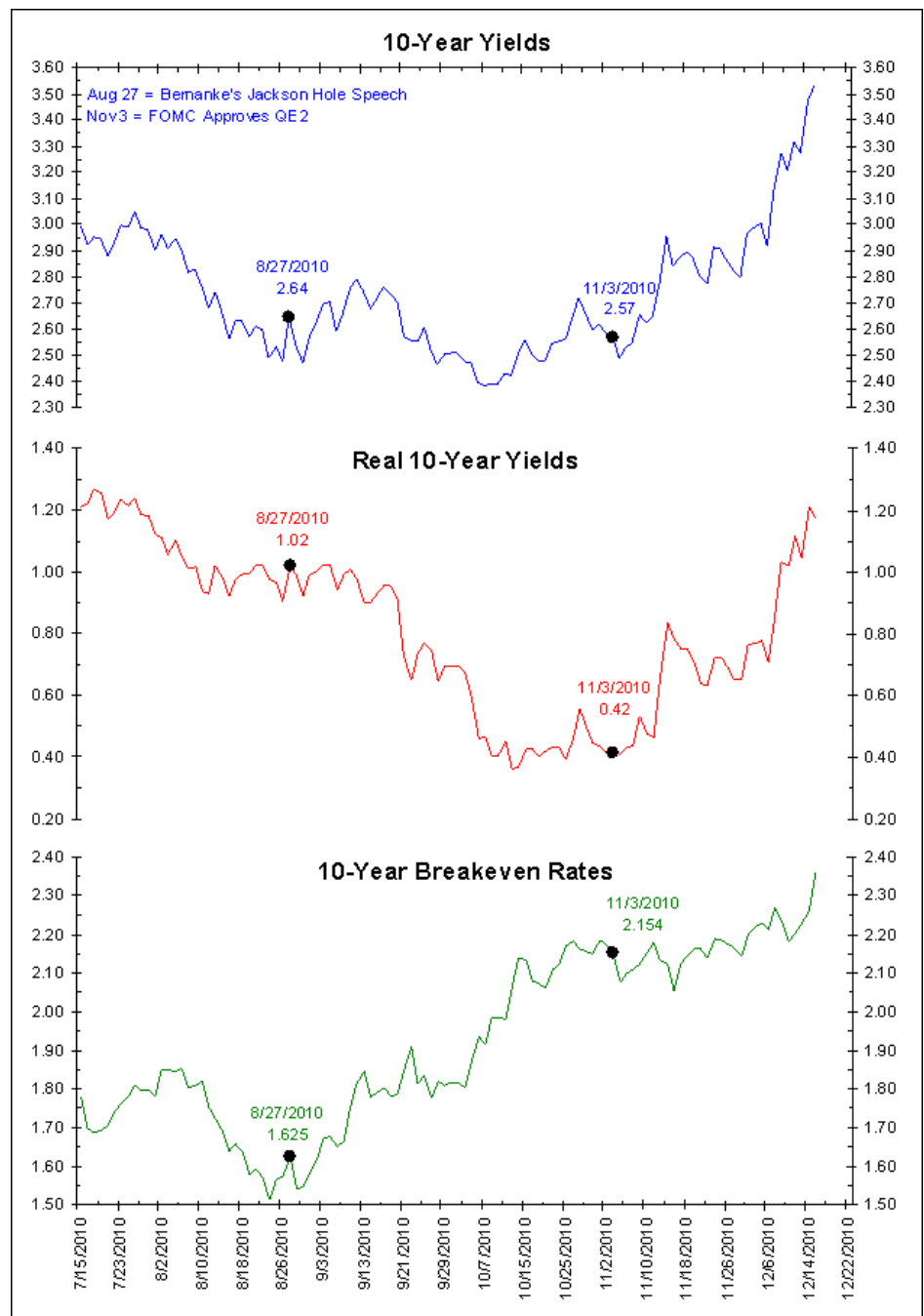
En stor del av den globale risikokapitalen stammer fra USA – amerikansk finansiering

Fed vil forventningsmessig sitte med statsobligasjoner for vel \$1400 milliarder til sommeren, mens kineserne kanskje har halvparten av det beløpet. Vi har i så fall en ny situasjon der kineserne ikke i samme grad betrakter seg som amerikanske gisler i den globale politikken. Og USA har nå vist kortene sine – de går ikke av banen for å trykke penger og potensielt devaluere dollaren –, det kan derfor bli tyngre å få sentralbankene og forvaltere a la Pimco til på nytt å øke sine beholdninger av Treasuries. Hva skulle i så fall caset være? Holder det med høyere obligasjonsrenter relativt til andre land? For tradere og de fleste obligasjonsforvaltere, ja definitivt; for Pimco & co, antagelig; for Kina? Hvem vet? Amerikanske statsfinanser blir ikke bedre de heller, tvert i mot; mens Europa har blitt disiplinert av markedet og i neste omgang disiplinere seg selv, fortsetter amerikanerne sin underskuddspolitik inntil noen forteller dem at de må gjøre det samme.



Oops!

Feds manipulering av obligasjonsrentene i høst skjedde fra ganske så normale inflasjonsforventninger. At resultatet har blitt en stigning i inflasjonsforventningene (nederst på bildet på bildet under fra Bianco Research), er ikke uventet med tanke på at det også er noe av målsettingen med politikken. Realrenten er imidlertid også stigende, og resultatet er at 10 års statsobligasjonsrenter har steget med et prosentpoeng siden Bernanke annonserte QE2 den tredje november. *Det* var nok ikke meningen.



Det Fed ønsker er at det skal være så billig og attraktivt å låne at man helst skal tape på ikke å gjøre det. En ting er at negativ realrente etter skatt er en viktig forutsetning for å kunne dra den amerikanske økonomien opp av

myra, en annen ting er at husholdningene faktisk trenger svært lave renter bare for å holde det gående.

Det blir ikke høyere obligasjonsrenter i USA før låntagerne tåler det. Nå er de for høye

Det er nå ingen kredittvekst i privat sektor i USA; den er heller fallende, noe som er både uvanlig og uheldig for den økonomiske utviklingen på kort sikt – myndighetenes og markedenes perspektiv. Allerede etter at rentene hadde steget 0,2-0,3% begynte vi å se tendenser til fallende kredittaktivitet både for boliglån og Commercial Paper; den amerikanske økonomien tåler ikke høyere renter. Likevel har rentene fortsatt oppover. Dette er ikke en bærekraftig utvikling. Det skal ikke kunne bli høyere renter i USA før økonomien responderer på pengepolitikken, noe som enten må skje på lavere renter eller på et fremtidig tidspunkt.

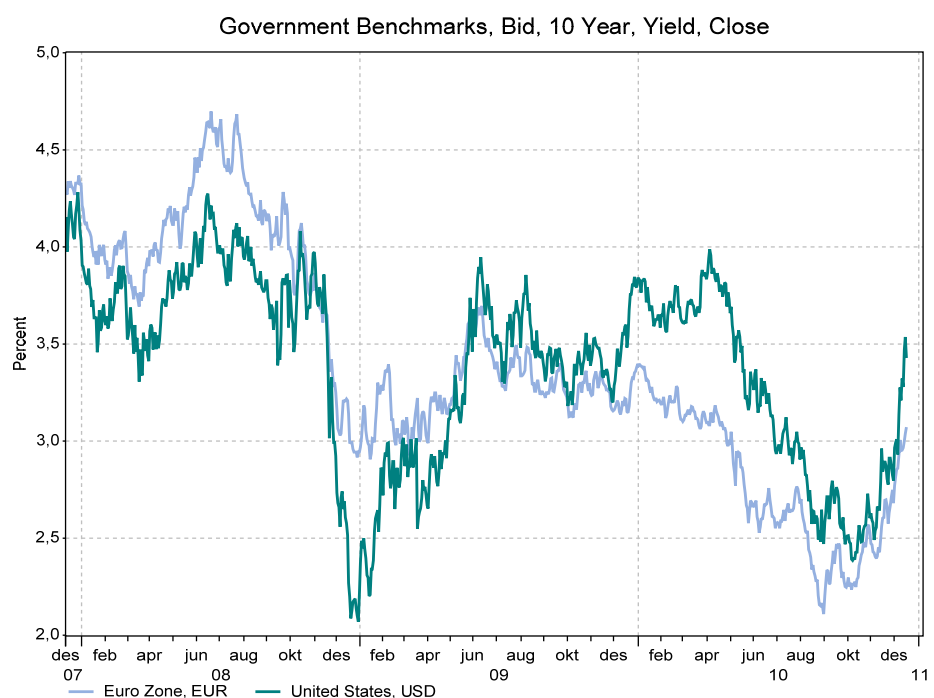
Det er nå essensielt at den amerikanske pengepolitikken blir troverdig. Selv \$110 milliarder i måneden er åpenbart for lite hvis markedet ikke er med på notene, til det er markedet alt for stort. Pengetrykkingspolitikken, QE2, eller LSAP – Large Scale Asset Purchase program – som er det nyeste navnet, må selges inn på best mulige måte. Og det nytter ikke med "Greenspin" lenger, markedet trenger noe de kan forstå og tro på.

Dominoene

Kortsiktig uro og/eller stigende rentedifferanse til andre land gir normalt sterkere dollar

Ved å falle fra rundt 4% i mai til under 2,5% i høst hadde statsobligasjonsrentene dratt med seg markedsrentene på foretaksobligasjoner og risikopremiene i finansmarkedet generelt nedover. Statsobligasjoner til 2-2,5% rente hadde samtidig blitt en mye mindre interessant forretning og mange stod allerede i døra for å selge da Fed i september begynte å slippe nyheten om et nytt massivt kjøpeprogram med trykte penger. Det er ikke bare mistillit til Fed – eller tro på at Fed kan skape ny økonomisk oppgang – som er årsaken til at obligasjonsrentene har steget. Det skyldes også at markedet var overkjøpt og at det var på tide med en korreksjon.

Dollaren styrker seg så ytterligere ved at gearede posisjoner snus



Flaggende amerikansk kredittetterspørsel betyr kjøpverdige statsobligasjoner nå

Det som har skjedd siden Fed begynte å forberede markedet på en ny runde med pengetrykking er at amerikanske markedsrenter har steget noe mer enn europeiske. Dette betyr at dollarobligasjoner har blitt mer attraktive for investorer som ikke er strategiske de siste par månedene; selv små endringer i markedsrentene kan ha potensielt store valutakurseffekter når rentene er så lave som nå. Med flaggende amerikansk kredittetterspørsel har statsobligasjoner igjen blitt kjøpverdige, og amerikanske statsobligasjoner er marginalt mer attraktive enn europeiske, herunder antatt at pengetrykkingskarusellen i neste omgang ikke løper løpsk.

Sterkere dollar betyr normalt lavere råvarepriser, ofte med en forsinkelse – som i 2008

Hvis markedet blir enig om at amerikanske statsobligasjoner nå er den beste investeringen, så skal dollaren styrke seg utover vinteren, mens råvarepriser og edle metaller er utsatte; prisene har dels steget fordi de kvoteres i en dollar som har vært svak, og dersom dollaren nå styrker seg videre etter den forsiktige starten i høst, så har vi antagelig sett det beste fra råvaremarkedene for en stund.

Børsoppgangen har vært ledet av råvaresensitive aksjer, mens laggende finansaksjer varsler om usunne fundamentals

Oppgangen i aksjemarkedet har også vært ledet av selskaper med eksponering mot råvarer, materialer og industri, mens finansaksjene har hatt en svak utvikling. Hvis dollaren nå skulle begynne stige, så vil det bli vanskeligere også for aksjemarkedet å holde seg oppe. 2011 kan derfor godt starte med en korreksjon i finansmarkedene, men fallende statsobligasjonsrenter vil i så fall antagelig dempe fallet.

Det dumme markedet...

Noen økonomisk skolerte lesere undrer seg kanskje over å lese at den første dominobrikken – høyere amerikanske inflasjonsforventninger og obligasjonsrenter – vil gi en sterkere dollar. Men, som vi har vært inne på i tidligere rapporter; lærebøkene er ikke til mye hjelp for markedsaktører i dagens finansmarked.



Høyere amerikanske inflasjonsforventninger betyr at dollaren som plasseringsvaluta blir mer attraktiv, mens dollaren som finansieringsvaluta blir relativt dyrere og mer risikabel – låneposisjoner må snus.

Den mye kraftigere renteoppgangen i Hellas og Irland og Portugal og Spania har imidlertid stikk motsatt effekt på euroen; den svekker seg på grunn av mistro til landenes gjeldsbetjeningsevne i et rigid system der landene selv ikke er i stand til å inflatere seg ut av gjeldskrisen. Dette virker også synergisk i forhold til caset om at dollaren skal styrke seg.

Ustø, men ikke fallende førstedomino

Førstedominoen vakler, men blir antagelig stående

En stigning i nivået på statsobligasjonsrentene er den første dominoen. Den er veldig ustø i skrivende stund etter en renteoppgang på ett prosentpoeng på en drøy måned, men den kommer antagelig til å bli stående – i hvert fall så lenge pengetrykkingspolitikken i USA ikke trappes opp. I så fall vil den ikke velte de andre dominoene.



Selv om de andre dominoene antagelig ikke kommer til å falle, så er det sannsynlig at de blir ustøe, i likhet med den første dominoen. Det vil synliggjøre behovet for mer informasjon om hvilken politikk som vil bli ført i USA og i eurosone fremover. Markedet legger nå et hardt press på politikerne, og på Ben Bernanke i Federal Reserve.

Nei takk til mer ”smoke and mirrors

Fed-sjefen Bernanke mener han bedriver helt ordinær pengepolitikk i en ekstraordinær situasjon, mens de fleste utenlandske observatører er lettere sjokkskadet over hva amerikanerne holder på med. Også innad i USA er pengetrykkingen meget kontroversiell og den nye republikanskdominerte Kongressen ser seg antagelig politisk tjent med å ta avstand fra Bernanke og Feds politikk; republikanerne ville ikke ha ham gjenvalgt for en ny fireårsperiode i januar i år og kan nå komme til å fyre opp ekstra godt

under gryta han befinner seg i. Skulle markedene gå sure utover vinteren – uansett mulig årsak – vil han få skylden.

I det republikanske partiet er det minst et par kongressmedlemmer som mener at USA ikke burde ha en sentralbank. Derfra til Bernankes pengetrykkende sentralbank er det jo et bra stykke. Fed ble vurdert som viktig for å stabilisere finansmarkedene etter krisen i 2008, men de har også blitt kritisert for å ha foranlediget den. Nå går de bevisst i gang med å blåse en ny boble – og det på et tidspunkt hvor inflasjonsforventningene er helt normale. Det republikanerne kan gjøre er å fremme forslag om endring av Feds mandat slik at målet med pengepolitikken utelukkende er prisstabilitet; da blir det vanskelig for Fed å trykke penger når inflasjonsforventningene er normale. Hvorvidt demokratene, som har flertall i Senatet, blir med på en slik endring er usikkert, men da har i hvert fall republikanerne spilt fra seg ansvaret for at en eventuell QE3, 4, eller 5 skulle bære galt av sted. Fed-sjef Bernanke burde dog heller ikke være fremmed for en slik endring; han har selv luftet tanken.

Republikanerne kan fremme forslag om et rent inflasjonsmål for Fed

Men enn så lenge føres det en bevisst boblepolitikk i USA. Selve sjefen i boblebandet fra sammendraget – Alan Greenspan, midt på bildet – gikk av som sentralbanksjef i 2006 etter å ha blåst opp USAs første og eneste boligboble. Og det var bevisst politikk; den kanskje sterkeste forsvareren av Bernankes pengetrykking er Keynes- og Nobelprisøkonomen Paul Krugman, som i 2002, sammen med vår ellers utmerkede samarbeidspartner på internasjonale obligasjoner – Pimco – argumenterte for å rigge på plass en boligboble for å håndtere etterdønningene etter Nasdaq-boblen.

Greenspan fikk hjelp av husholdningene i å blåse opp boligboblen

Vekstforventninger, inflasjonsforventninger og likevektsrenter blir liksom ikke så relevante i et slikt marked, verken i utsatte euroland eller i USA. Fed rigger statsobligasjonsmarkedet og ber oss prise resten av finansmarkedet med amerikanske statsrenter som referanse. Det er verdens reservevaluta vi taler om, ECB og Norges Bank blir gisler i denne finansielle sammenhengen. Å sitte med kalkulatoren og beregne likevektsrenter blir en øvelse som Norges Bank pliktskyldigst sysler med, men som de ikke får anledning til å gjøre store ting med i praksis. Til det er ubalansene ute for store, rentenivåene for lave og valutakonsekvensene ved å avvike vesentlig med egen pengepolitikk for ubehagelige.

Positiv vekst og inflasjon rundt 2,5%, men nøytral styringsrente på *minus* 2%!

I USA forventer markedet positiv BNP-vekst og en langsiktig inflasjon rundt 2,5%. Like fullt er nøytral styringsrente av sentralbanken beregnet til *minus* 1,5-2%, mens Goldman Sachs opererer med *minus* 6% ved å bruke den samme teoretiske Taylor-modellen som sentralbanken. Det sier det meste om størrelsen på ubalansene, og renteberegningene burde selvsagt vært lagt til side i en slik situasjon. Men nei, det gjør man ikke, for da mister man gjemmestedet sitt hvis politikken skulle bære galt av gårde. Tryggere å gjemme seg bak noen modeller og hva noen mennesker har ment en gang i tiden enn å bruke common sense. Og så får man trykke penger, man får blåse opp balansen sin, og man får betydelig makt og innflytelse.

Goldman Sachs mener nøytral styringsrenter er *minus* 6%! Da har du ryggdekning for QE3, 4, 5 og 6 også Bernanke!

Men tilliten til Fed er dalende og markedet har presset Bernanke opp i et hjørne ved å sende obligasjonsrentene opp et helt prosentpoeng. Markedet trenger hjelp med å fortøye en god del løse ender.

Hva er planen, Fed?

Det var en gang sentralbanksjefene manet til edruelighet, også i USA

Don't criticise what you can't understand, synger Bob Dylan i The Times They are a-Changing. Kanskje er det slik (også) i dette tilfellet, at det er noe jeg ikke forstår. Sentralbanksjefer er tradisjonelt svært flinke mennesker hvis jobb det er å helle kaldt vann i hodet på oss andre, enten vi er politikere, næringsdrivende, eller husholdninger. Hermod Skånland var en klassisk sentralbanksjef, og USA har hatt mange sentralbanksjefer som har fått politikerne til å fortvile fordi de har holdt håndbrekket oppe og stemningen blant velgerne nede. Mange sentralbanksjefer har da også måttet gå på grunn av dette, mens noen har blitt tvunget til å legge om kursen av sterke politikere. Det motsatte, som er tilfelle med den tilsynelatende sprø professoren i Fed i forhold til den republikanske Kongressen i dag, er ganske enestående.

Nå er det markedet og politikerne som må mane Fed til edruelighet. For politikerne er det en nesten umulig oppgave

Det er derfor nødvendig å spørre seg om Bernanke virkelig kan være så sprø som det er lett å få inntrykk av? Visst har han tilført bankene enorme summer ved å kjøpe illikvide verdipapirer med boligeksponering for 1250 milliarder dollar til full pris – det vi nå kaller QE1, Quantitative Easing 1, eller pengetrykking, del 1. Og, som navnet på det pengepolitiske virkemiddelet antyder, så ble pengene som ble brukt til å kjøpe disse verdipapirene tryllet ut av løse lufta. Det store spørsmålet er dog om han ikke hele tiden har kontrollert den økte pengemengden fra A til Å; at de nytrykte pengene bevisst har blitt holdt utenfor sirkulasjon i økonomien – at pengetrykkingen har vært sterilisert. Det kan i hvert fall se slik ut ettersom bankenes reservekonti har blitt blåst opp om lag like mye som Feds investeringer i junk.

Hvis Fed skulle komme til å gjøre det samme med QE2 så er det imidlertid mye vanskeligere å få tak i hva som i så fall er meningen med politikken. \$600 milliarder, samt renter og avdrag fra QE1-porteføljen – til sammen svimlende \$110 milliarder – skal altså brukes *hver måned* frem til neste sommer på å holde statsobligasjonsrentene nede. Det som skurrer er at statsobligasjonsrentene allerede var svært lave før vi ble varslet om QE2s komme. Her må da poenget være å slippe pengene løs i de nasjonale og internasjonale finansmarkedene! Men hvorfor da ikke bare slippe løs likviditeten som tilsynelatende ble sterilisert under QE1?

Ønsker Fed å detaljstyre markedsutviklingen?

Det Fed ser ut til å ønske er å kontrollere markedsutviklingen så langt det er mulig. De ønsker å sikre finansieringen av et budsjettunderskudd i størrelsesorden \$1300 milliarder til ”ordnede” betingelser, og de ønsker å mane markedet til optimisme, de ønsker at markedet skal tro at Fed kan rigge finansmarkedene, og i neste omgang også økonomien, slik de vil. De har foreløpig feilet med statsobligasjonsrentene.

Sterilisering eller ikke sterilisering

Inntil noe få år siden var bankenes reservekonti hos Fed rentefrie innskudd. Derfor holdt bankene bare det de var pålagt å holde som innskudd på disse kontiene. Så fikk Fed den smarte ideen å be myndighetene om tillatelse til betale rente på disse innskuddene – noe de også fikk innvilget – og nå fungerer reservekontiene som en viktig del av

pengepolitikken; pengetrykningen kan nøytraliseres direkte ved å tilby bankene en gunstig rente på reservekontiene uten at Fed trenger å gå via pengemarkedet – repomarkedet – og presse opp rentene der. På denne måten holdes pengemarkedsrentene så lavt som mulig samtidig som pengetrykningen steriliseres. Smart.

Når Fed trykker penger og blåser opp sin balanse ved å kjøpe boliglånobligasjoner (CDOer) eller, som nå, statsobligasjoner, så er passivasiden på Feds balanse en gjeld til bankene i form av innskudd på bankenes plasseringskonto hos Fed; reservekontiene.

Fed har så langt ikke sagt noe om sterilisering av pengetrykningen, om de pengene som normalt ville havnet i fri flyt når Fed øker sin investeringsportefølje faktisk får anledning til å flyte fritt. De forbeholder seg tydeligvis retten til å sette pengene fri eller til å holde de tilbake, som en ytterligere fintuning av pengepolitikken. Når det gjelder QE2 så er det virkelig tale om fintuning, for hvis Fed kjøper statsobligasjoner for \$110 milliarder i måneden, og samtidig tvinger tilsvarende beløp ut av sirkulasjon gjennom en gunstig innskuddsrente på reservekonto, så kan man argumentere for at markedslikviditeten har blitt dårligere. For hva er mest likvid av en statsobligasjon og et høyrenteinnskudd til en uimotståelig rente? Det blir opp til Fed å avgjøre gjennom renten på innskuddet.

En sterilisert pengetrykking betyr at en stadig større del av bankenes balanser båndlegges. Bare renten på reservekontiene er høy nok har bankene det bra; de tjener gode penger med stadig mindre aktivitet mens økonomien hules ut: det blir en veldig synlig ”crowding out” effekt på privat næringsliv; staten forfordes, mens små og mellomstore selskaper havner bakerst i finansieringskøen.

0% rente på reservekonti ville ført til oversvømmelse av likviditet i markedene

Kritikken om at Fed gjennom sin pengetrykking blåser opp finansmarkedene verden rundt er bare delvis riktig. Hadde rentene på reservekontiene blitt satt til null, DA ville det bli liv i markedene.

Fed prøver seg frem

I likhet med ferden for eurosonepolitikkerne, så blir Feds ferd også til mens styremedlemmene går opp dette jomfruelige landskapet. Noen styremedlemmer i Fed sier at en pengetrykking på \$600 milliarder dollar er en god start, mens andre, etter å ha sett at politikken så langt ikke har avstedkommet positive resultater, sier at det ikke behøver å bli så mye. Siden de antagelig ikke vet, så ønsker de i sum å si minst mulig. Dette er ikke bra, for tillitsunderskuddet som Fed nå ”nyter” i markedet er en av årsakene til at statsobligasjonsrentene har steget 1% siden Fed begynte å kjøpe. Markedet stemmer med beina, ved å selge seg ut. Her må det demmes opp!

”Don’t fight the Fed!” er et gammelt jungelord som markedet nå har oppe til vurdering



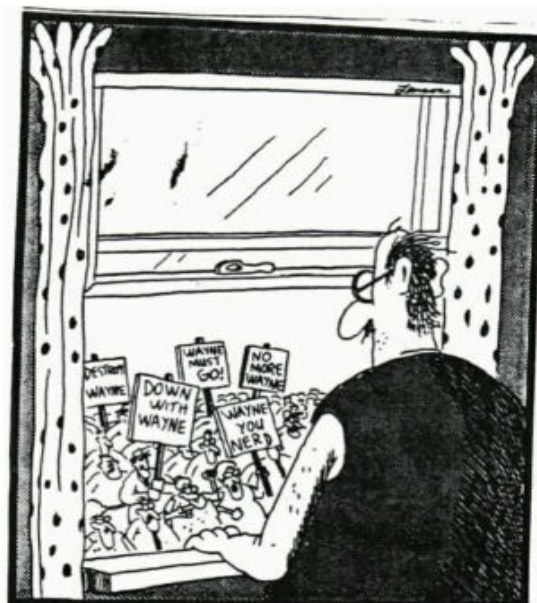
Pengetrykningen har så langt skapt raseri hos handelspartnerne og fallende aktivitet i lånemarkedet – ikke bra!

Og det er mye å ta tak i. Den tyske finansministeren er rasende på den amerikanske pengetrykningen og sier at USA er hjelpeløs, og at pengetrykningen vil få horribles konsekvenser. Tilsvarende følelsesstyrte uttalelser og holdninger finner vi overalt, også i den amerikanske sentralbanken. Bill Gross i Pimco sier at det kanskje er på tide å begrave hele den papirpengebaserte økonomien og begynne på nytt, fra et lavere nivå. Den amerikanske pengetrykningen har så langt null effekt på realøkonomien; kredittetterspørselen faller. Dette er ikke bra, Bernanke!

Om å innse fakta

USA er ikke konkurransedyktig i en global sammenheng

USA er ikke i stand til å konkurrere med Kina, Tyskland eller Japan og må over tid gjøre sine innbyggere fattigere gjennom en svakere dollarkurs, til tross for at den allerede er svak. USA løper foran på innovasjon, men bedriftene styres – via ledelse og styre – av et grådige management med et mer kortsiktig fokus enn det som er tilfelle for eksempel i Tyskland og Japan. At USAs finanssektor holder landet i tømmene er heller ikke produktivt, og dette vil USA slite med i årene fremover. Det er ikke Kina og Tyskland som har skylden for ublansene som har oppstått.



The world was going down the tubes. They needed a scapegoat. They found Wayne.

Sør-Europa er ikke konkurransedyktig i en regional sammenheng

Menneskelig stolthet har mange kostnader

I Europa er de sydlige landene og Irland ikke sterke nok til å spille i samme divisjon som de nordeuropeiske landene, og i særdeleshet ikke i samme divisjon som Tyskland. Det nytter ikke å konkurrere med et system som til grader er gjennomtrengt i sitt fokus på skole, jobbtrening og ingeniørstatus bare ved å si at man også har lyst til å bli rik. Sør-Europa ønsker først og fremst fordelene det gir å være i klubb med Tyskland, gjennom den lave finansieringsrenten det gir – billig dop.

Det er mye prestisje og stolthet som nå må vike plassen for sunn fornuft, og menneskelig stolthet er en vanskelig og treg materie å forholde seg til. Globaliseringen og ”europiseringen” er vanskelig fordi folket egentlig ikke ønsker å konvergere. Folk i Hellas og Portugal ønsker å være grekere og portugisere, de har ikke noe behov for å oppnå tysk produktivitetsvekst, for å ha tyske fagforeninger og systemisk tysk lønnsdannelse.



En greker eller portugiser får ikke realisert seg selv ved å gravitere til et tysk ”mindset”

Det gir ikke en greker selvfølelse å skulle konkurrere med en tysker; konvergeringsprosjektet som eurosamarbeidet hviler på tvinger søreuropeerne nedover i Mazlows behovspyramide heller enn oppover, og det tvinger Nord-Europa til evige redningsaksjoner til fordel for de sørlige landene fordi konvergeringen er kunstig. Ingen av delene er ønskelig.



Politikere i Europa har nå en tung jobb med å forsvare det europeiske integrasjonsprosjektet

EUs president, Herman van Rompuy – mener at EU ikke vil overleve uten eurosamarbeidet, og at eurosamarbeidet var ren gambling da det ble etablert i 1999 uten en union også på finanspolitikken. En ”gjeldsunion”, med en felles regjering for økonomisk politikk kunne bidratt til en konvergering mellom nord og sør, men dette var ikke ønskelig. Resultatet er en krise som mange varslet allerede for 11 år side.

Redningspakkene innebærer at de svakere nasjonene sier opp offentlige ansatte, kutter lønninger, hever skattene, kutter i pensjonsytelser og skinlegger offentlige prosjekter. Så får vi se om politikerne gjennom valg får med seg befolkningene på den nye kursen. Om de klarer å formulere en visjon som folk kan tro på og identifisere seg med.



Tyskland er systemeiere i eurosonen

Europa kommer til å slite med euroen også i fortsettelsen, selv om en ny plan presenteres som kan sikre de svakere nasjonene finansiering også etter 2013. Mulige løsninger er en europeisk finansunion, en delt eurosone med en Nord-euro og en Sør-Euro, eller noe helt nytt igjen. I anledning det siste har sjefen i verdensbanken hentet frem igjen Nixons vrakgods.

Et nytt operativsystem nå, "Sullik"?

USA er systemeiere i den globale økonomien,

Nå, når det "lysende" alternativet til gullstandarden har kjørt den europeiske og den amerikanske nasjonaløkonomien i grøfta uten en balanse i syne noe sted – nå kommer USAs marionett i Verdensbanken, Robert Zoellick, ilende med forslag om en gjeninnføring av gullstandarden. Tankene ble introdusert i et innlegg i Financial Times noen dager etter at Fed presenterte sin nye runde med pengetrykking 3. november. Verdensbanksjefen Zoellick er nær sagt selvfølgelig eks Goldman Sachs-direktør, han er også eks rådgiver for George W. Bush og sentralt medlem i de toneangivende amerikanske tenketankene.

USAs "double talk" signaliserer at USA ønsker å forbli i førerretet

Mens pengetrykkingen – som nå er den operative amerikanske pengepolitikken – oppfattes som et tillitsbrudd blant handelspartnerne, og dertil er en potensielt hyperinflatorkisk politikk, tales det altså samtidig om gjeninnføring av gullstandarden, om innføring av det som i dagens situasjon ville vært deflatoriske rammebetingelser. Dette er med andre ord "double talk" av godt, gammelt amerikansk merke, og meningen er vel først og fremst å skape en viss ro rundt den amerikanske pengepolitikken. Samtidig ser nok amerikanerne at dagens system med flytende valutakurser heller ikke har fungert godt nok og signaliserer med Zoellicks innlegg et ønske om å prege de forandringene som vil måtte komme ved å børste støv av det regimet de selv terminerte i 1971, ref temarapport nummer 3, 2010.

Det kommer nye rammebetingelser, men vi vet ikke når

Med en gullstandard vil det bli slutt på politisk smoke and mirrors; slutt på det meste av markedsmanipuleringen og på bankenes superlønnsomme carry trades i statsobligasjoner. Fokuset blir realøkonomisk og rammebetingelsene blir stabile, selv om gullstandarden aldri var ment som noen garantist for sømløs konjunktorell oppgang. Det siste har vi vel snart lært at vi ikke får uansett.

Kan hende er pengetrykkingen og Zoellicks prøveballong fase en av et amerikansk forsøk på å innføre mer bærekraftige globale økonomiske rammebetingelser. Pengetrykkingen er pisken, gullet er lokkemiddelet. Kanskje. Så langt har amerikanerne kjørt et løp der de foretrekker å lure seg selv – ved å sparke boksa lenger ned i veien – fremfor å ta tak i en ubehagelig sannhet. De har vært villig til å betale en høy pris for å kjøpe seg tid.

Har USA begynt arbeidet med å fordele regningen nå, eller er det bare mer "smoke and mirrors" a la Greenspan og Copperfield og Bernanke, mer selvbedrag. I Europa er man i hvert fall i gang med å fordele regningen, og vi får anta at det også legger et visst press på USA.

Neither a Borrower Nor a Lender Be

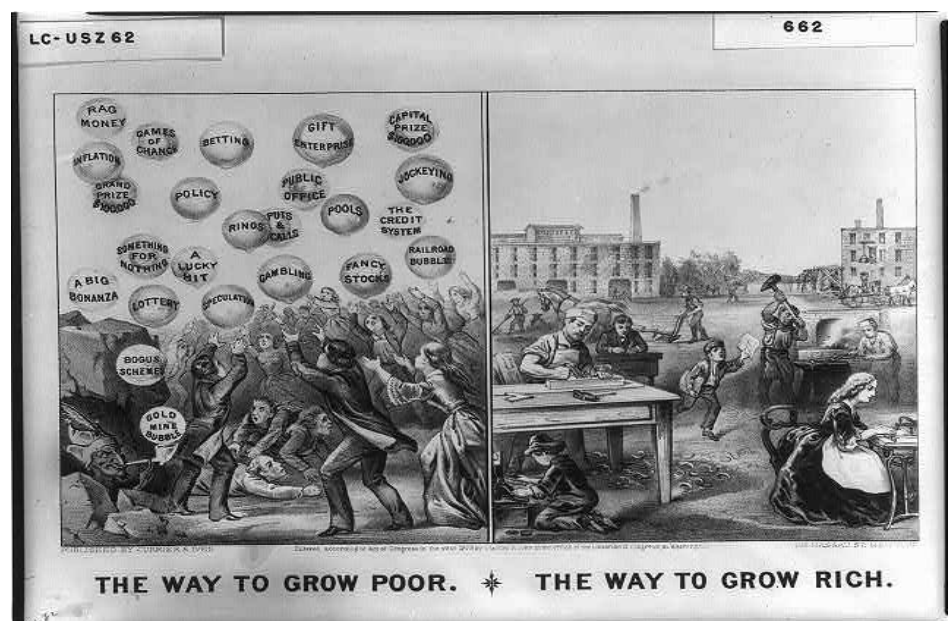
Statlige underskudd vil finansieres av de flestes kjøpekraft...

... ikke alles, bare de flestes

For loan oft loses both itself and friend. Ikke helt uaktuell, Shakespeare, selv i 2010. Nåtiden har visse likhetstrekk med tidene da Hamlet ble skrevet; det var låneboom. Spørsmålet er om rådet fra kongens rådgiver i Hamlet er et godt råd i dag, eller om man ved å følge det blir sittende med skjegget i postkassa, med formuen fortært av skatt og inflasjon.

Du og pensjonskassen din har tidligere kunnet leve bra på å finansiere stat, kommuner og bedrifters løpende kapitalbehov. Slik er det ikke lengre, rentene er for lave og inflasjon og skatt truer pengene dine. Dette er bevisst politikk fra USA, selv om undertegnede tviler på at de klarer å dra inflasjonen oppover på bred basis med det første; 1970-tallets inflasjon var mulig på grunn av tilsvarende lønnsvekst og sterk sysselsettingsvekst. Dette kan ikke sammenlignes med situasjonen i dag, hvor arbeidsledigheten er på det doble av det normale mens deprimerte boligpriser og høy gjeld gjør at husholdningene mangler evne til å dra lasset.

Obligasjonsmarkedet tester nå Bernankes pengetrykkingsregime. Både institusjonelle investorer og fondsinvestorer selger, og resultatet er at obligasjonsrentene stiger mer enn den amerikanske økonomien tåler. Bernanke vet dette; politikken har foreløpig slått feil og sentralbanksjefen vil være i en desperat situasjon dersom obligasjonsrentene ikke faller tilbake snart.



Overveiende gunstige rammebetingelser for aksjemarkedene inn i 2011

Den amerikanske politikken går ut på å lokke oss til å gjøre mer av det samme; spekulere og allokere ressurser suboptimalt nasjonalt og internasjonalt. Mens tyskerne tenker seg på høyre side i det gamle litografiet over og kineserne møysommelig forsøker å binde fast boblene i sitt hjemlige marked, maner amerikanske myndigheter oss til å vagle oss på venstre side også i fortsettelsen.

Vi vil omsider gravitere til høyre side av litografiet, spørsmålet er bare når og hvilke bobler man skal strekke seg etter i mellomtiden. Den politiske responsen på utfordringene vi står oppe i vil være avgjørende for løpet videre.

God lønnsomhet og kostnadsfokus i bedriftene, samt god likviditet og lave renter i markedet, er gunstige rammebetingelser aksjemarkedet, om ikke for mannen i gata.



Det hefter ekstraordinært stor usikkerhet når det skal prognostiseres resultater og børsavkastning fremover. Dette er også årsaken til at markedet er rimelig priset sett i forhold til analytikernes inntjeningsforventninger; markedsaktørene vet at analytikerne aldri har bommet mer enn de siste par årene i sine prognoser. Analytikerne tar nemlig ikke mye hensyn til event risk; verken de usikre og illikvide bankbalansene, gjeldskrisen i nasjonalstatene og i amerikanske delstater, eller uenigheten på den internasjonale politiske dagsorden veier tungt i analytikernes regneark. Det blir opp til investorene å ta høyde for dette gjennom høyere risikopremier.

Statsobligasjonsrentene bør nå falle og holde seg rundt 3% på 10 år i USA og eurosonen, helst lavere

Både råtne bankbalanser, nasjonale gjeldskriser, politisk turbulens og uviljen mot den amerikanske pengetrykningen kan avleses fortløpende i statsobligasjonsrentene. Selskapsresultater blir fort historie; i 2011 kan noe så unnselig som renteutviklingen på desimalen for statsobligasjoner være det viktigste barometeret for finansmarkedet som helhet.

Om rapporten

Den skal snu steiner

Formålet med rapporten er å komme mest mulig inn til beinet i forhold til temaer som kan bevege finansmarkedene. Vi ønsker i utgangspunktet å fokusere på ett tema i hver rapport, andre aktuelle forhold vil bli kommentert og eventuelt utdypet i senere rapporter.

Den skal være aktuell

Vi vil fokusere på investeringstemaer som er aktuelle når rapporten skrives. Det betyr at vi enten vil beskrive forhold som preger markedene, eller forhold som vi tror vil prege markedene i den nærmeste fremtid. Noen temaer vil ha lang gyldighet og derfor bli gjenstand for stadige besøk fra vår side.

Den skal være relativt kort

Rapporten skal være tilstrekkelig utdypende til å kunne belyse et tema tilfredsstillende. 15-20 sider vil være et vanlig format.

Den skal være lettfattelig

Vi ønsker å gjøre rapporten mest mulig lettlest og klar, uten bruk av for mye finansielt stammespråk, men også uten å omgå fakta som kan bidra til å skape øket forståelse.

Den skal skape engasjement

Denne rapporten skal være "food for thought"; den skal belyse og skape diskusjon rundt viktige markedstemaer. Vi håper å lykkes med å gjøre dette på en såpass fargerik måte at det skaper interesse og engasjement fra leseren omkring økonomiske, politiske eller finansielle forhold som er viktige. Den offentlige debatten kan aldri bli god nok.

Den representerer forfatterens subjektive betraktninger

Rapporten representerer ikke Terra Forvaltnings markedssyn, men er forfatterens refleksjoner over aktuelle markedstemaer.