



Økonomisk krise

- i en kompleks og global verden

Den teknologiske udvikling og nedbrydning af barrierer for handel- og kapitalstrømme har gjort verden mindre, men samtidig også mere kompleks, tættere integreret og forbundet på kryds og tværs af landegrænser.

■ Artikel af Klaus Petersen, CFA, Porteføljemanager, ValueInvest Asset Management S.A.

Påvirkninger - eller ændringer et sted i det globale system - kan få stor indflydelse og konsekvens i et andet hjørne af verden.

Det kan lede tanken hen på sommerfugleeffekten, hvor et slag med en sommerfuglevinge i Brasilien kan sætte en kædereaktion i gang og udløse en storm i Danmark. Globa-

liseringen har givet os billige forbrugsgoder, men kreditkrisen i 2007-08 lærte os også, hvordan en begivenhed i en del af verden i løbet af ganske kort tid kan ramme os alle. I »gamle«
dage var verden mere afskærmet, og misligholdelse af et huslån i USA fik allerhøjest konsekvenser for de lokale banker og investorer, mens vi i dag alle mærker, når de amerikanske husejere får ondt i økonomien

og ikke kan tilbagebetale deres lån. Kollapset af subprime mortgage i USA i 2007-08 førte med lynets hast til en verdensomspændende finansiell krise og en økonomisk tilbagegang, hvis omfang og dimensioner ikke er set siden den store depression i 1930'erne. Som følge af den finansielle krise kollapsede verdens handelen med 11% i 2009, og den globale økonomi skrumpede med 1% (kilde: IMF).

>>

» Verden er ikke længere den samme, og efterdønningerne skyller stadig ind. Kreditkrisen har nu spredt sig fra banker til gældstyngede nationer i den udviklede verden, som har gjort det vanskeligt for disse at finansiere de offentlige underskud. Senest har gældsplagede lande, som Grækenland og Irland, måttet gå tigger-gang til EU og IMF for hjælp, og om det stopper her, er vanskeligt at sige. Den skrøbelige vækst i de udviklede lande er i høj grad truet af en tyngende gældsbyrde og store offentlige budgetunderskud i kombination med en fortsat høj arbejdsløshed på omkring 8%-10%. Udviklingslandene derimod er kommet overraskende hurtigt tilbage på vækstsporet, hvilket har medført en massiv tilstrømning af kapital fra investorer drevet af forventning om, at disse økonomier fremover vil kunne dekobles og i højere grad kunne baseres på en øget indenlandsk efterspørgsel. Verden er blevet vendt på hovedet, og det er ikke længere de *rige* udviklede lande og de *fattige* udviklingslande!

KRISEN EFTERLADER OS MED SPØRGSMÅLET; ER GLOBALISERINGEN GÅET FOR VIDT OG HAR DE FRIE MARKEDSKRÆFTER SPILLET FALLET?

Globaliseringen har givet øget velstand

I den liberalistiske tankegang står globalisering for nedbrydelse af handelsbarrierer, hvorved såvel handel med varer og tjenester og kapital kan flyde frit uden friktion med mindst mulig regulering og indblanding fra det offentlige. Fri samhandel er den drivende kraft og grundforudsætning for økonomisk fremgang og øget velstand. I bund og grund går globaliseringen ud på økonomisk effektivisering, hvor den globale opgavefordeling drives af de enkelte landes komparative fordele - dvs. landene specialiserer sig i at producere de produkter og tjenester, hvor de har en konkurrencemæssig fordel og »bytter« sig til andre efterspurgte varer og tjenester, hvor man ikke selv har den billigste produk-

tion. I teorien en win-win situation. Globalisering og international samhandel har oplevet perioder, hvor verden har svinget mellem øget frihandel og handelsrestriktioner. Op til 1. Verdenskrig var globaliseringen drevet af den europæiske kolonialisering og bedre transportmuligheder. Tiden efter 1. Verdenskrig og den store depression var en periode karakteriseret af de-globalisering, hvor verden oplevede en øget tillukkethed, nationalisme og protektionisme med øgede handelshindringer. Den globale integration har været i en massiv fremgang siden afslutningen af 2. Verdenskrig, og her har blandt andet containeriseringen, der så dagens lys i 1956, spillet en stor rolle og for alvor sat fart på outsourcing af produktion til lavtlønslandene, så hele den vestlige verden kunne få billigt legetøj under juletræet.

Den seneste bevægelse i den globale integration har været domineret af de-regulering og globalisering af den finansielle sektor med henblik på at øge konkurrencen og understøtte en effektiv global allokering af kapitaloverskud, og sidst men ikke mindst har udviklingen i informationsteknologien spillet en afgørende rolle.

Internettets betydning for væksten i globaliseringen må ikke undervurderes. Internettet er en global platform, hvor mennesker og virksomheder fra alle verdenshjørner kan kommunikere og udveksle informationer. Internettet har gjort verden mindre og accelereret den globale integration. Internettet har også medført, at ikke kun produktion men nu også arbejdsopgaver inden for serviceerhvervene kan flyttes ud til lavtlønslandene. Den globale opgavefordeling har ført til en voldsom vækst i verdenshandlen, og i 2009 var »Volume of worlds merchandise exports« 29 gange større end i 1970 i henhold til data fra WTO.

Ekspansiv pengepolitik og manglende finansiel regulering har medvirket til at skabe de nuværende ubalancer i den globale økonomi. Globaliseringen har skabt øget velstand og har løftet mange mennesker ud af fattigdom



i udviklingslandene samt hævet levestandarden for atter millioner af klodens befolkning. For den vestlige verden har den globale opgavefordeling medført, at vi er blevet oversvømmet med billige produkter alt fra tøj, sko, legetøj til elektronik, og det har hjulpet med til at holde inflationen i ave mod, at produktion er blevet flyttet ud til lavtlønslande som f.eks. Kina. Faktum er, at vi i de udviklede lande har mistet konkurrenceevne inden for produktionserhvervene uden i tilstrækkelig grad at have været i stand til at skabe tilsvarende nye jobs. I dette skær kommer globaliseringen let til at fremstå som den helt store skurk og roden til de nuværende økonomiske problemer, som den udviklede verden (USA og Europa) kæmper med. Men det er ikke hele sandheden. I realiteten er ubalancen i den globale økonomi et produkt af en lempelig og ekspansiv pengepolitik i kombination med en mangelfuld regulering af den finansielle sek-



NO NATION WAS EVER RUINED BY TRADE

Benjamin Franklin 1706-1790

tor. Det forbrugsdrevene opsving, der udspil- lede sig i USA og en række andre vestlige lande muliggjorde blandt andet Kinas hastige eksportvækst.

Forbrugsfesten kørte for fuld skrue hjulpet af en ekstrem lempelig pengepolitik kombine- ret med kreative former for husfinansiering i USA, der ikke i tide blev bremsed af myndig- hederne. Det amerikanske forbrug var base- ret på lånoptagelse i overvurderede huse og ikke på stigende produktivitet og indkomster. Det private forbrug kom til at fylde mere og mere af den samlede amerikanske økonomi, som har affødt et dybt afhængighedsforhold, hvor Kina står for opsparing og produktion af billige produkter, og USA tager sig af forbru- get, der indtil videre velvilligt er blevet finan- sieret af kineserne. Kineserne har dermed finansieret deres største kunde! Udviklings- landene har store opsparingsoverskud og de

udviklede lande tilsvarende underskud. Den- ne ubalance er ikke holdbar på sigt. Amerika- nerne ser gerne, at kineserne opskriver deres valuta »Renminbi« for at rette op på den amerikanske handelsbalance og skabe jobs. Men det er ikke i kinesernes interesse med en hurtig styrkelse af valutaen, idet dette vil medføre en stribe af konkurser blandt de pro- duktionsvirksomheder, der sælger deres pro- dukter i USD i hård international konkurrence, og som i forvejen har en lav profit-margin. Resultatet vil være millioner af arbejdsløse og risiko for uroligheder.

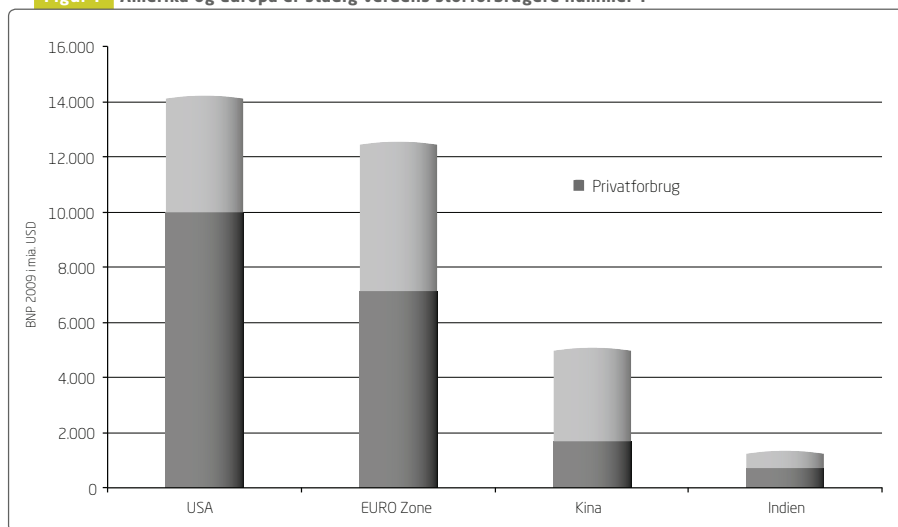
Seddelpressen i de udviklede lande arbejder stadig på højtryk i et forsøg på at inddæmme den finansielle krise og skabe grobund for vækst. De dystre erfaringer fra Japans mang- lende held med at kick-starte økonomien ved hjælp af pengepolitiske lempelser har ikke fået den amerikanske og europæiske central-

bank til at ryste på hånden. Tværtimod fort- sætter de ufortrødent med at pumpe penge ud i systemet, og renterne holdes kunstigt lave til skade for alle opsparerne. Chefen for den amerikanske centralbank, Ben Bernanke, søsatte en pengeindsprøjtning på USD 600 mia., og allerede i starten af december 2010 udtalte han i et interview på CBS, at det ikke er utænkeligt, at dette beløb bliver forhøjet! Det er en delikat balancegang, på den ene side at holde hånden under aktivpriserne for at støtte (beskytte) bankerne og dermed holde det finansielle system kørende og samti- dig undgå at skabe et inflationært chok.

Det er tvivlsomt, om den nuværende lempeli- ge pengepolitik overhovedet hjælper på væk- sten og jobskabelsen, men et er sikkert, og det er, at kunstigt høje aktivpriser ofte med- fører en fejllallokering af ressourcer og risiko for spekulative bobler.

>>

Figur 1 Amerika og Europa er stadig verdens storforbrugere nummer 1



Kilde: U.S. Bureau of Economic Analysis og World Bank. For EURO Zone er Privat Forbrug (Household Final Expenditures) i % af BNP baseret på et historisk gennemsnit.

>> Er udviklingslandene en sikker havn, og tør vi tro på en de-kobling?

Investorerne flokkes og står i kø for at investere i udviklingslandene, der i øjeblikket ser ud til at være den eneste redningsplanke og virkelige vækstmotor for verdensøkonomien. Det er ikke vanskeligt at komme med argumenter for, hvorfor man bør investere i disse regioner. På længere sigt er der ganske givet gemt et gigantisk vækstpotentiale drevet af den voksende middelklasse, især i Kina og Indien. Udviklingen går allerede stærkt, og eksempelvis har Kina nu overhalet USA som verdens største bilmarked. En økonomi, der i mindre grad er afhængig af eksport til USA og Europa og i større udstrækning baseret på øget indenlandsk forbrug i udviklingslandene, skal modvirke den manglende/lave vækst i den vestlige verden og medvirke til at skabe en bedre global balance. Transformationen fra investerings- og eksportdrevne økonomier mod mere forbrug er i fuld gang, men relativt høje opsparingskvoter i mange udviklingslande kan hæmme denne udvikling. Årsagen til de relativt høje opsparingskvoter skal findes i et mindre veludbygget socialt sikkerhedsnet, sundhedsvæsen og pensionsystem etc. Lederne i Kina er af gode grunde fast besluttet på at stimulere privatforbruget, og for første gang i 10 år er forbruget som andel af BNP steget, men ligger stadig under 40% og langt fra 60-70% for de udviklede lande. Faktum er, at udviklingslandene

fortsat er meget afhængige af den europæiske og amerikanske forbruger, og man skal ikke glemme, at amerikanerne fortsat er verdens største og mægtigste forbruger – se Figur 1.

NÅR DE AMERIKANSKE FORBRUGERE NYSER, BLIVER RESTEN AF VERDEN FORKØLET.

Når de amerikanske forbrugere nyser, bliver resten af verden forkølet. Det vil tage år, før udviklingslandene vil kunne udfylde gabet efter de amerikanske og europæiske forbrugere, som nu er gået ind i en længerevarende konsolideringsperiode med fokus på opsparing og nedbringelse af gæld. De-kobling og globalisering hænger ikke sammen, men en gradvis reduceret afhængighed af USA og Europa er kun naturlig og vil også give USA og Europa en tiltrængt mulighed for at øge eksporten.

Det er ikke kun amerikanere og europæere, der står overfor store udfordringer. Der er flere indikationer på overophedning og dannelse af spekulative bobler i udviklingsøkonomierne, der kan true væksten i disse lande. I kølvandet på den lempelige pengepolitik har

været en massiv tilstrømning af investeringer til udviklingslandene. I oktober måned 2010 advarede Verdensbanken om, at den massive kapitaltilstrømning til Østasien var i fare for at blæse en aktiv boble op, og at myndighederne skulle træffe forholdsregler for, at den finansielle krise i Asien (1997-98) ikke gentog sig.

Under den seneste finansielle krise iværksatte Kina en massiv stimulering af økonomien, hvor blandt andet bankerne fik besked på at øge udlån. Stimuli-pakken medførte et massivt investeringsboom for 2009 og anslås at have udgjort 90% af den samlede BNP vækst. Med svækkede forbrugere på de vestlige markeder er der en risiko for, at der er skabt en vis overkapacitet inden for mange industrier, der skal opsuges af en øget eksport, der måske kommer til at skuffe. Samtidig er inflationen i Kina stigende, og det har medført krav om højere lønninger, der vil kunne ødelægge konkurrenceevnen. Ejendomsmarkedet er også rødglødende i Kina, og denne boble kan meget vel bryde til skade for væksten, om end der er iværksat foranstaltninger med henblik på at bremse de spekulative investeringer i ejendomsmarkedet.

Udsigt til aftagende global vækst

Den tyngende gældsbyrde i de udviklede lande er af historiske dimensioner, og ifølge IMF (Fiscal Monitor, November 2010) forventes eksempelvis Japan, Italien og USA at ende med en gæld i forhold til BNP på henholdsvis 226%, 118% og 93%. Det forventes, at G20 landenes (modne økonomier) samlede gæld kommer til at udgøre mere end 100% af disse landes samlede BNP i 2010. For at sætte dette i perspektiv, så er gældsbyrden stort set på niveau med gælden efter afslutningen på 2. Verdenskrig!

Væksten i de udviklede økonomier vil i de kommende år blive negativt påvirket af betydelige offentlige besparelser i bestræbelserne på at bringe de offentlige underskud ned og bremse den stigende gældssætning. For at bringe gælden tilbage til før-krise niveauet - dvs. 60% af BNP - i 2030, har IMF beregnet

at G20 (modne økonomier) skal gå fra et forventet cyklisk justeret budgetunderskud på 4,9% af BNP i 2010 til et overskud på 4,0% i 2020, og dernæst fastholde dette overskud i de kommende 10 år. I de fleste prognoser for udviklingen af den globale økonomi forventes der en aftagende vækst for 2011, og det afspejler, at væksten i den udviklede verden fortsat kører i krybespor, og at forbrugerne er gået i flyverskjul. Ifølge IMF forventes den globale vækst at gå fra 4,8% i 2010 til 4,2% i 2011. I de udviklede lande forventes væksten at ville falde til 2,2%. Også udviklingslandene forventes at tabe vækstmomentum og gå fra en vækst på 7,1% til 6,4%.

Ingen rabat i Emerging Markets

Af Figur 2 ses tydeligt, at Emerging Markets (udviklingslandene) i øjeblikket handles til en betydelig præmie i forhold til »Developed World« (udviklede lande) med udgangspunkt i den forventede indtjening for 2010. Det er umiddelbart ingen overraskelse, men det bør give anledning til nogen forsigtighed, ikke mindst fordi prisfastsættelsen indikerer, at markedet har endog meget optimistiske indtjeningsforventninger til virksomhederne i de såkaldte vækst-økonomier. Vi ved af erfaring, at aktiemarkedet har en kedelig tendens til i perioder at overdrive og puste bobler op, og skulle væksten skuffe kan det i værste fald udløse store kursfald i disse markeder. Der kan ikke herske tvivl om, at der i øjeblikket

Globaliseringen står overfor sin hidtidige største test siden 2. Verdenskrig! Ingen tvivl om at udviklingslandene står overfor en positiv langsigtet vækst-trend drevet af øget velstand og en større middelklasse, men det betyder ikke nødvendigvis, at man kun kan få gavn af dette ved investere direkte i »Emerging Markets« aktier



er mange usikkerhedsmomenter og udfordringer for den globale økonomi. Men udviklingslandene vil ikke være totalt afskærmet herfor! Meget står på spil, men i ValueInvest Asset Management S.A tror vi, at denne erkendelse vil være medvirkende til at få løst de globale ubalancer i fællesskab for at sikre en finansiell stabilitet. Men globaliseringen står overfor sin hidtidige største test siden 2. Verdenskrig!

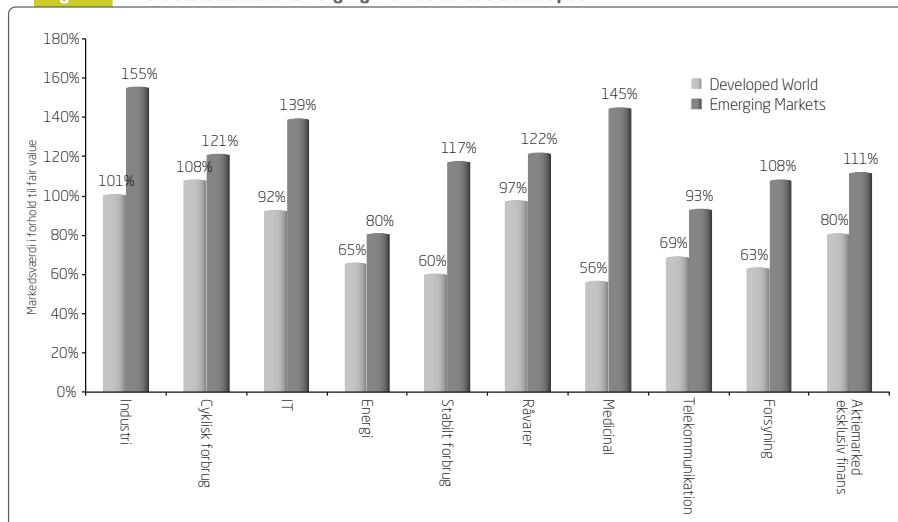
Ingen tvivl om at udviklingslandene står overfor en positiv langsigtet væksttrend drevet af øget velstand og en større middelklasse, men det betyder ikke nødvendigvis, at man kun kan få gavn af dette ved investere direkte i Emerging Markets aktier. Faktisk er det i øjeblikket muligt at købe en lang række billige globale kvalitetsselskaber, der

tilfældigvis er børsnoteret i f.eks. Europa eller USA med en stor rabat i forhold til Fair Value, hvor en stor del af omsætning og indtjening kommer fra vækstmarkederne. I en globaliseret verden betyder en visionær og dygtig ledelse, konkurrencedygtige produkter og en stærk branding mere end hvor virksomheden har hjemsted.

Det er sjældent nogen god ide at lade sig drive af momentum og den seneste mode på aktiemarkedet, men derimod altid basere sine investeringsbeslutninger på en fundamental og konservativ prisfastsættelse plus en substantiel sikkerhedsmargin for at tage højde for overraskelser. Dette er grundforudsætningen for succes ved investering i aktier, og det er kernen i ValueInvest Asset Management's investeringsproces. Med den nuværende usikkerhed i den globale økonomi in mente er det specielt vigtigt at stresste alle investment cases på indtjeningen og samtidig inddrage rentefølsomheden i vurderingen.

Man skal ikke lade sig »narre« af det nuværende og urealistisk lave renteniveau, der får risikofyldte investeringer til at se attraktive ud. Det nuværende lave renteniveau vurderes på sigt ikke at være holdbart. De globale og den japanske aktieporteføljer er godt rustet til at klare udfordringerne i den globale økonomi. Porteføljeselskaberne har en høj indtjeningsstabilitet, stærke balancer og handles væsentlig under den reelle værdi. Se desuden afsnit for de enkelte afdelinger. ■

Figur 2 Prisfastsættelse af Emerging Market versus Developed



Kilde: VIAM beregninger pr. ultimo december baseret på Bloomberg regnskabstal og konsensusforventninger for 2010.