



Investeringsindsigter fra emerging markets

Af porteføljeforvalter Aman Kalsi

Sådan manøvrerer man i et heterogent landemiks VM i fodbold er en spændende og særlig begivenhed. Men ville det være en lige så spændende og særlig begivenhed, hvis deltagerholdene blev udvalgt udelukkende på baggrund af deres teoretiske potentiale og ikke på baggrund af de resultater, de havde opnået i kvalifikationsrunden? Hvis det var tilfældet, ville vi ikke have oplevet David mod Goliat-kampe som f.eks. kampene, hvor Costa Rica og Uruguay slog England og Italien ud af gruppespillet i 2014, og vi ville ikke have oplevet cremen af de bedste fra hver region. Set fra vores synspunkt ville det ikke give ret meget mening at afholde et VM, hvor deltagerholdene udvælges på baggrund af deres teoretiske potentiale.

” Emerging markets er ikke skabt ens, og de har ikke samme udviklingspotentiale. Derfor er det afgørende at differentiere mellem landene i dette ekstremt heterogene univers.

Dette er imidlertid tilfældet med emerging markets. Det eneste fællestræk blandt landene i denne heterogene gruppe er deres potentiale, hvad enten det er stort, lille eller tæt på ikke-eksisterende, til at udvikle sig og med tiden blive optaget i kategorien udviklede markeder. Emerging markets-landene er ikke skabt ens, og de har ikke samme udviklingspotentiale. Derfor er det afgørende at dif-

ferentiere mellem landene i dette ekstremt heterogene univers. Det er derfor overraskende i hvor høj grad mange eksperter og investorer skærer alle emerging markets-lande over én kam. Det er lige så forkert, som da George W. Bush betegnede Afrika som én nation.

Vi mener, at der helt overordnet er to faktorer, der afgør, om et land rent faktisk kommer til at udvikle sig: stærke politiske og økonomiske institutioner og virksomhedernes langsigtede evne til at bevæge sig opad i værdikæden. Da mange emerging markets-lande ikke besidder disse karakteristika eller måske endda bevæger sig i den forkerte retning, mener vi, at betegnelsen ”emerging markets” er stærkt misvisende. Vi vil gerne benytte lejligheden til at foreslå en ny betegnelse, som vi finder mere passende for den underkategori af lande, der er på vej i den rigtige retning. Vi vil også opridse

” Der er helt overordnet to faktorer, der afgør, om et land rent faktisk kommer til at udvikle sig: stærke politiske og økonomiske institutioner og virksomhedernes langsigtede evne til at bevæge sig opad i værdikæden.

to vigtige forhold, man skal holde sig for øje, når man manøvrerer i dette spændende, men turbulente investeringsunivers.

Når ebber kommer, ser man, hvem der svømmer uden tøj

En af de vigtigste årsager til, at betegnelsen emerging markets er så utrolig populær, er dens positive værdiladning. Betegnelsen er dog forbundet med stor risiko for at investorer, økonomer og lokale politikere tror, at disse lande i sidste ende vil transformere sig og få status som udviklede økonomier ("emerge"). Altså at det blot er et spørgsmål om tid, og at det i mindre grad afhænger af de initiativer, der rent faktisk gennemføres. I fodboldens verden vil de hold, der udelukkende baserer sig på deres potentiale på banen og deres tidligere resultater og derfor ikke arbejder hårdt nok, ikke foretager hensigtsmæssige langsigtede investeringer eller ikke anvender den rigtige taktik, misse kvalifikationen til f.eks. VM. På samme måde vil de udviklingslande, der ikke har det nødvendige fundament, stagnere, gå tilbage eller gå helt ned.

” Men desværre var det kun få udviklingslande, der, trods periodens økonomiske momentum, rent faktisk udnyttede muligheden til at implementere de strukturreformer, der kræves for at skabe bæredygtig langsigtet vækst.

Gennem tiden har vi set dette ske mange gange, og det er lande som Brasilien, Tyrkiet og Malaysia gode eksempler på lige nu.

En sådan situation var utænkelig i forrige årti, hvor snart sagt alle virksomheder i udviklingslandene oplevede stærk vækst understøttet af positiv udvikling i USA og Kina, stigende råvarepriser, øget global samhandel og kreditdrevet lokal efterspørgsel.

Men desværre var det kun få udviklingslande, der, trods periodens økonomiske momentum, rent faktisk udnyttede muligheden til at implementere de strukturreformer, der kræves for at skabe bæredygtig langsigtet vækst. Som det blev fremhævet i Financial Times den 3. august 2015, har konjunkturerne i udviklingslandene typisk været drevet af to hovedkræfter: USAs likviditetsstrømme og Kinas råvarestrømme. I de senere år har der været mindre støtte at hente fra disse faktorer, hvilket skal ses i lyset af den begyndende potentielle normalisering af den amerikanske rente, aftagende vækst i Kina, kraftigt faldende råvarepriser og senest usikkerheden i forbindelse med devalueringen af den kinesiske renminbi. Dette

” Som det blev fremhævet i Financial Times den 3. august 2015, har konjunkturerne i udviklingslandene typisk været drevet af to hovedkræfter: USAs likviditetsstrømme og Kinas råvarestrømme.

potente sammenfald af begivenheder har rystet udviklingslandenes valutaer og aktiemarkeder – nogle mere end andre – og udstillet mange udviklingslandes skrøbelighed. Som Warren Buffett har udtalt i et berømt citat: "Når ebber kommer, afsløres det, hvem der svømmer uden tøj". I løbet af de sidste par år er det blevet stadig mere tydeligt, at mange udviklingslande har undladt at investere i badetøj, for nu at blive i terminologien.

Emerging markets er en saga blot – længe leve emerging markets

Den seneste tids megen uro inden for aktivklassen emerging markets afskrækker og skræmmer mange investorer, især fordi strateger, investorer og medierne skærer alle de forskellige lande over én kam og erklærer emerging markets for uddøende.

” Siden 2010 har de råvareproducerende lande haltet 45 pct. efter de ikke-råvareproducerende lande, hvilket tydeligt understreger en af de væsentligste forskelle blandt denne gruppe lande.

Selvom udviklingslandenes udfordringer ikke er ubetydelige, har de ikke desto mindre haft større negativ indvirkning på nogle lande end på andre. Som vist i figur 1 har de råvareproducerende lande siden 2010 haltet 45 pct. efter de ikke-råvareproducerende lande, hvilket tydeligt understreger en af de væsentligste forskelle blandt denne gruppe lande. GEM råvareeksportører inkluderer Brasilien, Chile, Malaysia, Rusland og Sydafrika.

Figur 1

Råvareeksporterende lande har haft det svært

Kilde: MSCI, Credit Suisse

Det langsigtede potentiale som visse lande – og i særdeleshed visse virksomheder – har, er fortsat intakt. Som vi tidligere har nævnt, er det imidlertid væsentligt at være selektiv. Spørgsmålet er: Hvilke parametre, skal man fokusere på for at identificere de lande, der er på rette vej?

Institutionerne spiller en vigtig rolle

I bogen ”Why Nations Fail” understreger Daron Acemoglu og James Robinson vigtigheden af at have stærke politiske og økonomiske institutioner, hvis et land skal kunne opnå langsigtet, bæredygtig økonomisk vækst. Det er afgørende, at der er tillid til in-

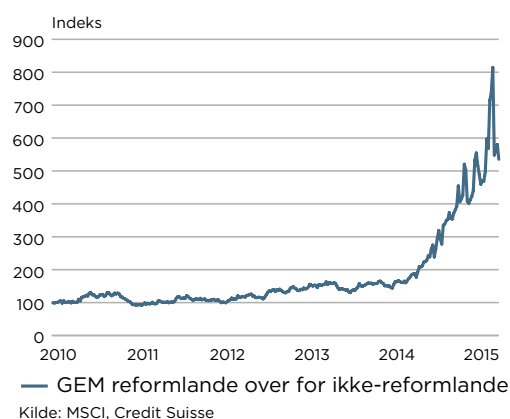
” I dag har kun få udviklingslande de stærke institutioner og den politiske struktur, der skal til for at implementere strukturreformer. I nogle tilfælde oplever vi faktisk tilbagegang i forhold til institutionernes udvikling.

stitutionerne, da det fremmer enkeltpersoners og virksomheders vilje og incitament til at investere og skabe innovation, fordi de har troen på, at institutionerne vil implementere lovregler, udstikke sunde økonomiske politikker og give iværksætterne mulighed for at tjene penge.

I dag har kun få udviklingslande de stærke institutioner og den politiske struktur, der skal til for at implementere strukturreformer. I nogle tilfælde oplever vi faktisk tilbagegang i forhold til institutionernes udvikling. I Tyrkiet er præsident Erdogans indblanding i centralbankens opgaver et eksempel på, at staten sætter samfundets indbyggede kontrolsystem ud af kraft.

Andre lande har udtrykt intentioner om at implementere reformer, men mangler den politiske opbakning eller evne til at modstå den eventuelle kortsigtede svære periode, det kan medføre. Nøgleordet er handling! Faktisk er de lande, der har implementeret strukturreformer (eller som sandsynligvis vil gøre det), blevet belønnet af investorerne og har klaret sig rigtig godt i forhold til andre udviklingslande. De, der skaber reformer, skaber resultater. Reformlande omfatter Chile, Kina, Indien, Indonesien, Mexico og Polen.

Figur 2

Reformlande bliver belønnet på aktiemarkedet

Kilde: MSCI, Credit Suisse

Fra landbrug og råvarer til forbrug og service

Ud over stærke politiske og økonomiske institutioner og implementering af strukturreformer afhænger et lands evne til at udvikle sig af dets langsigtede evne til at gå fra at være en økonomi, der hovedsageligt baserer sig på den primære sektor (landbrug og råvarer), til at basere sig på den sekundære sektor (fremstilling) og

” Det kan tage lang tid at få gennemført et sådant skifte i en økonomi, og det vil ikke nødvendigvis ske i en snorlige proces, men det at bevæge økonomien fremad gennem de forskellige stadier skaber økonomisk udvikling, højere indkomstniveauer og en voksende forbrugerklasse.

endelig til at basere sig på den tertiære sektor (tjenesteydelser og teknologisk innovation). Med andre ord er det væsentligt at få flyttet fokus fra råvarer, som er mere konjunkturfølsomme, til tjenesteydelser og teknologisk innovation, som er mere stabile.

Det kan tage lang tid at få gennemført et sådant skifte i en økonomi, og det vil ikke nødvendigvis ske i en snorlige proces, men det at bevæge økonomien fremad gennem de forskellige stadier skaber økonomisk udvikling, højere indkomstniveauer og en voksende forbrugerklasse. Der er stadig et stykke vej, førend Kina primært kan basere sig på tjenesteydelser og har udviklet sig til et højinnovativt samfund, men landet er et godt eksempel på, at det kan lade sig gøre at skabe hastig økonomisk fremdrift.

” Der stadig er et stykke vej, førend Kina primært kan basere sig på tjenesteydelser og har udviklet sig til et højinnovativt samfund.

Advancing Reformers

Efter vores overbevisning vil de lande, der 1) har evnen til at skabe økonomisk vækst ved at fokusere på mere værdiskabende områder og 2) har stærke politiske og økonomiske institutioner, som sikrer vedtagelse og implementering af reformer, være dem, der

undgår at sidde fast i mellemindkomstdyndet og faktisk kommer til at udvikle sig og skabe et rigere samfund. Vi kalder disse lande for Advancing Reformers (fremrykkende reformlande).

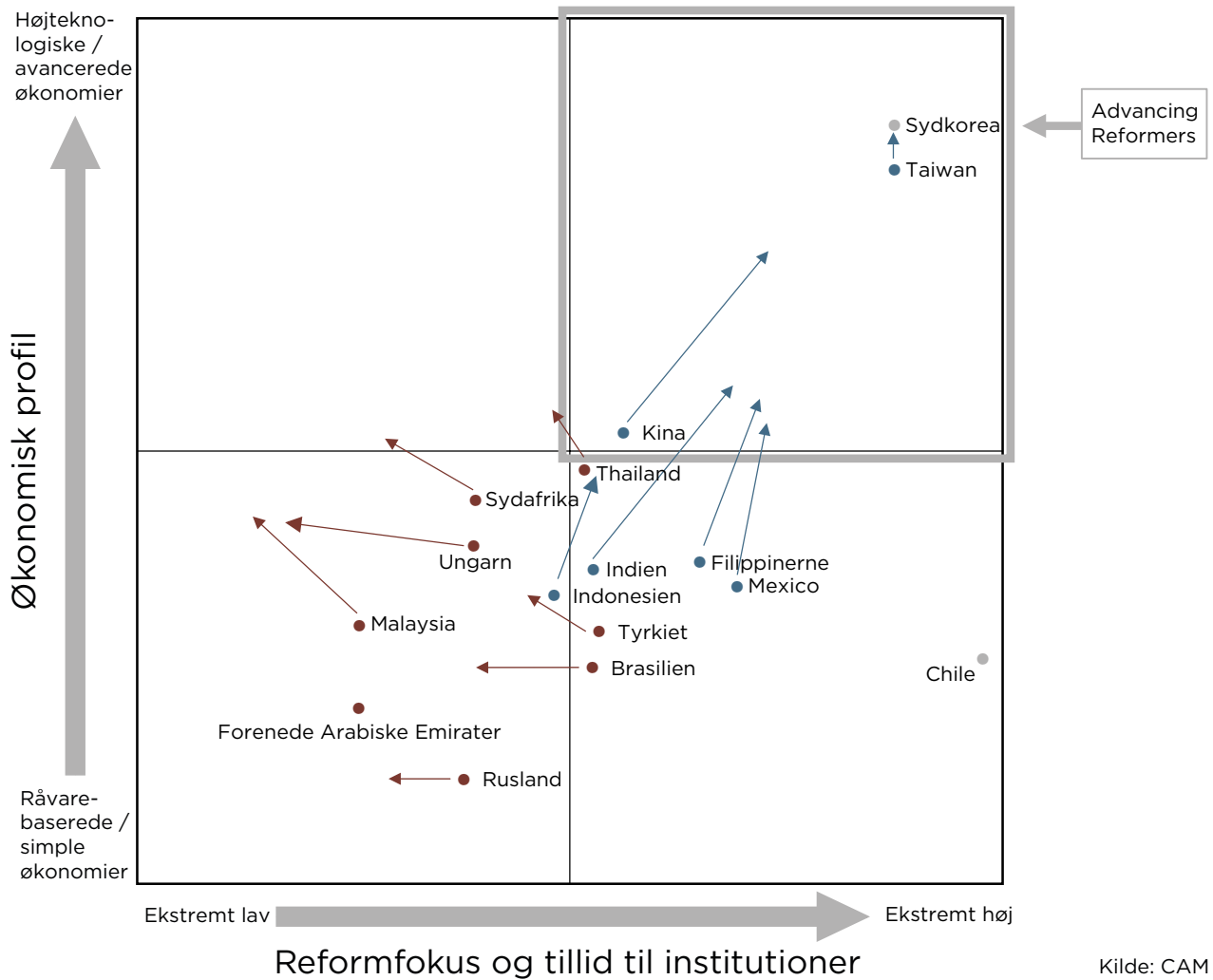
Betegnelsen emerging markets tilfører ikke værdi for investorer. Den er i virkeligheden på mange måder misvisende. Vi mener, at udviklingslande er en mere dækkende betegnelse for hele gruppen, da den understreger, at disse lande skal igennem en proces med at udvikle de nødvendige institutioner og flytte fokus mod mere værdiskabende områder for økonomien, førend de kan opnå betegnelsen Advancing Reformers. Efter vores mening er Advancing Reformers en meget mere dækkende betegnelse for de lande, vi anser for at have størst sandsynlighed for at udvikle sig og skabe værdi og derfor er mest attraktive.

” Betegnelsen emerging markets tilfører ikke værdi for investorer. Den er i virkeligheden på mange måder misvisende.

Det bør tilføjes, at det er kombinationen af reformer og et større fokus på at rykke opad i værdikæden, der afgør, om et land kan udvikle sig positivt. Det er Chile et godt eksempel på. Siden 1970'erne har landet gennemført et imponerende reformprogram, som sammen med landets overflod af naturressourcer har bidraget til at trække landet op på mellemindkomstniveauet. Det har dog vist sig at være mere vanskeligt for Chile at løsrive sig fra den konjunkturfølsomhed, der naturligt følger en råvarebaseret økonomi. F.eks. udgjorde investeringer i forskning og udvikling kun 0,4 pct. af Chiles BNP i 2012, sammenlignet med gennemsnitligt 2,3 pct. for andre OECD-lande. Chiles manglende held til at udvikle sig yderligere skyldes landets manglende evne til at drive økonomien fremad.

Figur 3

Økonomisk fremdrift over for implementering af strukturreformer



Kilde: CAM

De fleste hold har stærke spillere

Mexico, Indien, Filippinerne og Kina (og til en vis grad Indonesien) er eksempler på lande, der er i gang med at gennemføre strukturreformer. Der er større sandsynlighed for, at regeringerne i disse lande vil kunne skabe et gunstigere økonomisk klima og mulighed for, at den private sektor kan tage del i vækstpotentialet.

I fodboldens verden er det disse hold, der med størst sandsynlighed vil vinde VM. De har en solid infrastruktur, en inspirerende træner, en stærk taktik og stærke spillere. Men hold, der ikke reg-

nes som favoritter, har også stærke spillere. Når man skal sammensætte et drømmehold, skal man også tage disse spillere med.

Inden for investeringsverdenen er der nogle virksomheder, der ikke har den fordel, der naturligt følger af at være beliggende i et land, som beteges som Advancing Reformers. De er imidlertid for stærke til, at man blot kan ignorere dem. De har konkurrencemæssige fordele og et godt vækstpotentiale, og de er i mange tilfælde mindre afhængige af udviklingen i den indenlandske økonomi.

” Trods sin beliggenhed i Sydafrika, ejer Naspers Sydafrikas betalings-tv-netværk, som blandt meget andet har rettighederne til at sende engelske Premier League-kampe i en række afrikanske lande.

Det er det sydafrikanske selskab Naspers et godt eksempel på. Sydafrika kan på grund af landets politiske ustabilitet ikke betegnes som en Advancing Reformer, men på trods af sin beliggenhed er Naspers en verdensomspændende mastodont. Selskabet ejer Sydafrikas betalings-tv-netværk, som blandt meget andet har rettighederne til at sende engelske Premier League-kampe i en række afrikanske lande. Naspers har for nylig lanceret et produkt i stil med Netflix, som skal give seerne et alternativ til traditionelle tv-udbydere. Derudover har selskabet interesser i en række e-handelsvirksomheder rundt om i verden, som har dominerende positioner på deres respektive markeder og sandsynligvis vil opleve betydelige vækstrater.

Vores erfaringer med afdeling Emerging Market

Efter vi nu har været i luften med afdeling Emerging Markets i ét år er vi fortsat overbeviste om, at kombinationen af temaer inden for strukturel vækst gerne understøttet af strukturreformer og grundig aktieudvælgelse vil skabe gode investeringsresultater på langt sigt. I løbet af det første år har vi og investorerne mærket den turbulens, der kan karakterisere investeringsmarkederne i udviklingslande. Vi har i den forbindelse i særdeleshed gjort to erfaringer.

” I nogle lande kan modvind hurtigt udvikle sig til orkan, hvor valuta og aktier rammes hårdt, især hvis landet ikke har implementeret strukturreformer, eller har en god handelsbalance og styr på statsbudgettet.

1. Man skal være selektiv

I udviklingslande er det vigtigt at være uhyre selektiv. I nogle lande kan modvind hurtigt udvikle sig til orkan, hvor valuta og aktier rammes hårdt, især hvis landene ikke har implementeret strukturreformer, eller har en god betalingsbalance og styr på statsbudgettet. På den anden side kan man, hvis man er selektiv og primært fokuserer på Advancing Reformers og attraktivt prissatte virksomheder, der har god konkurrenceevne og et pænt vækstpotentiale, skabe gode langsigtede investeringsafkast. Selvom turbulens og usikkerhed kan give sved på panden, er det især i perioder med væsentlig usikkerhed og skepsis, at de gode investeringsmuligheder viser sig. Som Warren Buffett engang har sagt, så skal man være grådig, når andre er frygtsomme, og frygtsom, når andre er grådige.

2. Man skal holde fokus på målet

Det er helt centralt, at man kan se igennem turbulens og usikkerhed og fastholde et langsigtet fokus, når man investerer i udviklingslande, herunder Advancing Reformers. Deres virksomheds- og landespecifikke risici er typisk større end på mere udviklede markeder. Men belønningen for at være selektiv og muligvis finde fremtidens dominerende globale virksomheder inden for forskellige brancher opvejer så absolut de nævnte risici. Alfa og omega er, at man hele tiden fastholder fokus på det langsigtede mål.

” Belønningen for at være selektiv og muligvis finde fremtidens dominerende globale virksomheder inden for forskellige brancher opvejer så absolut de nævnte risici.
