



# De “tektoniske valutaplader” er sat i bevægelse

Af porteføljeforvalter Morten Springborg

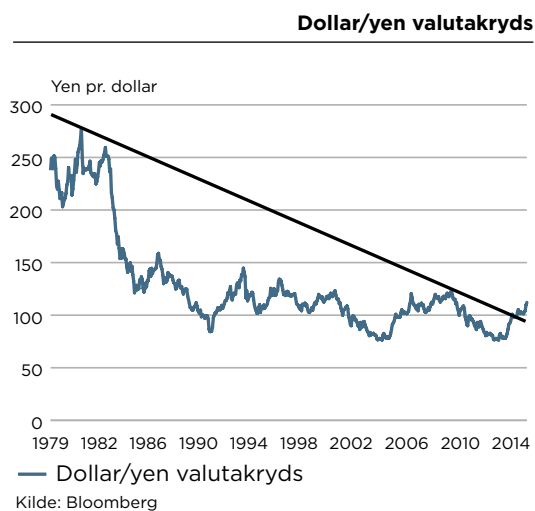
”Skomager, bliv ved din læst” er et godt råd og en læresætning, som vi i C WorldWide kontinuerligt har forsøgt at efterleve i vores arbejde, hvorfor vores fokus er på aktieinvesteringer. Gennem årene er vi mange gange blevet spurgt til vores holdning til valutakurs- og renteutvikling, og selvom det selvfølgelig er parametre, vi normalt har en holdning til, er det omvendt ikke parametre, vi normalt bruger meget tid på. Men en sjælden gang imellem – måske en gang hver femte til tiende år – er det værd at stoppe op og overveje, om det man nu observerer, er en skelsættende begivenhed, der vil få langsigtet og betydelig indflydelse på de aktier, man investerer i. Vi tror, at vi nu har nået sådan et tidspunkt. De ”tektoniske valutaplader” i form af USD, JPY og EUR er i mærkbar bevægelse.

” En sjælden gang imellem – måske en gang hver femte til tiende år – er det værd at stoppe op og overveje, om det man nu observerer, er en skelsættende begivenhed, der vil få langsigtet og betydelig indflydelse på de aktier, man investerer i.

## Står Japan ved en skillevej?

Verdens vigtigste økonomiske variabel i dag er kursen på valutaparret JPY/USD. JPY har siden 2. verdenskrig gennemgået en generel positiv udvikling over for USD. Således var kursen f.eks. 350 over for USD tilbage i begyndelsen af 1970'erne, mens kur-

Figur 1:



sen toppede i ca. 75 over for USD i 2011. Siden da er JPY faldet betydeligt, og den har nu brudt den langsigtede støttelinje tilbage fra 1980'erne. Vi anvender ikke teknisk analyse i vores arbejde, men lige præcis i valutamarkedet er denne analyseform formentlig værd at lægge mærke til, da investorerne følger de tendenser, som graferne viser. Men hvad der er mere vigtigt for os er, at de fundamentale faktorer også indikerer en yderligere svækkelse af JPY samt en styrkelse af USD.

## Ny aggressiv japansk pengepolitik

Den japanske økonomi har været udfordret af et aldrende samfund og deflation gennem årtier. Samtidig er valutaen styrket, hvilket har bidraget yderligere til deflationsrisikoen. Deflationen og den manglende økonomiske vækst har betydet, at Japan i dag har verdens højeste offentlige gæld i forhold til BNP på over 220 pct. Samtidig er statens budgetunderskud på ca. 8 pct. Efter gentagne mislykkedes forsøg på at vriste økonomien ud af deflationen har centralbanken, under ledelse af direktør Haruhiko Kuroda og med fuld støtte fra premierminister Shinzo Abe, iværksat en ny omgang pengepolitisk lempelse (også kaldet kvantitative lempelser) af hidtidig uset omfang. Således vil centralbanken printe nye penge og opkøbe værdipapirer for USD 720 mia. svarende til 16 pct. af BNP hvert år, indtil inflationen når 2 pct. Til sammenligning købte den amerikanske centralbank, hvad der svarer til 5 pct. af det amerikanske BNP, da den købte mest. Opkøbsprogrammet i Japan er dobbelt så stort som det løbende budgetunderskud, og centralbanken vil altså løbende reducere mængden af udestående statsobligationer.

Samtidig med det nye pengepolitiske initiativ blev det annonceret, at verdens største pensionskasse, japanske Government Pension Investment Fund (GPIF) vil ændre sin aktivallokering radikalt og sælge japanske obligationer (reelt til centralbanken) og samtidig købe aktier, både japanske og udenlandske. Samlet forventes GPIF at investere USD 200 mia. i internationale aktier, og det må forventes, at andre japanske pensionskasser følger efter. Strategien er således klar; staten får finansieret sit budgetunderskud ved at udvide pengemængden, og samtidig sælger banker, forsikringselskaber og pensionselskaber dele af deres statsobligationer og investerer i stedet i indenlandske realaktiver, som aktier samt udenlandske værdipapirer.

**” Man kan argumentere for, at en svagere valuta er en nødvendighed i kraft af, at Japan er på vej mod et strukturelt betalingsbalanceunderskud som følge af ulykken på Fukushima atomkraftværket.**

## Yennen styrtdykker

JPY er allerede faldet 35 pct. over for USD, EUR og CNY (den kinesiske renminbi) de seneste par år, og det er vores forventning, at de accelererende pengepolitiske lempelser i Japan fortsat vil drive

denne tendens. Det er klart, at der er tale om en risikabel strategi for den japanske centralbank, dels da det må forventes, at andre lande på et tidspunkt vil reagere over for en så aggressiv valutapolitik, der i praksis eksporterer Japans deflation til resten af verden, og dels fordi faldet i valutaen kan komme ud af kontrol. Men centralbankens holdning er, at en svag valuta er gunstig for Japan, da det vil understøtte japansk eksport og øge selskabernes indtjening. Dette har været tydeligt de sidste par år, hvor indtjeningsvæksten i de japanske selskaber har været højere end i USA og Europa.

Man kan argumentere for, at en svagere valuta er en nødvendighed i kraft af, at Japan er på vej mod et strukturelt betalingsbalanceunderskud som følge af ulykken på Fukushima atomkraftværket. Denne ulykke bevirkede, at Japan lukkede alle sine atomkraftværker og siden har måtte importere sin energi. Dette forhold vil med al sandsynlighed ikke ændre sig de næste mange år.

**” Som udgangspunkt mener vi, at mange års overvurderet valutakurs har tvunget det japanske erhvervsliv til at effektivisere, og at den kraftige svækkelse af JPY vil understøtte de japanske selskabers konkurrenceevne yderligere.**

Vi er generelt skeptiske over for, når centralbanker kontinuerligt lader seddelpresserne køre, idet effekten reelt set er at fremskynde et fremtidigt forbrug. En anden konsekvens i form af svækkelsen af valutaen betyder dog, at eksportsektoren bliver mere konkurrencedygtig, hvorfor vi er positive over for det japanske aktiemarked.

Som udgangspunkt mener vi, at mange års overvurderet valutakurs har tvunget det japanske erhvervsliv til at effektivisere, og at den kraftige svækkelse af JPY vil understøtte de japanske selskabers konkurrenceevne yderligere. Desuden vil japanske såvel som udenlandske investorer allokere betydelig kapital til japanske aktier de kommende år. C WorldWide Globale Aktier er i dag derfor investeret i Fanuc, Keyence og Komatsu, hvilket er selskaber, der har en betydelig eksport.

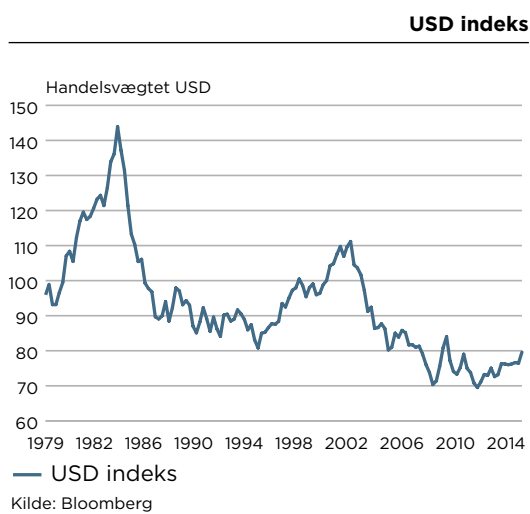
## Dollar i stigende trend

Mens JPY tegner sig som en af verdens svageste valutaer de kommende år, ser det anderledes ud for USD, der i vores optik står

over for en længerevarende periode med stigninger. For godt to år siden beskrev vi i perspektivet ”SYV FORDELE FOR USA” syv strukturelle forhold, som vi forventede ville understøtte den amerikanske økonomi de kommende år. Hertil kan i dag tilføjes, at den amerikanske valuta understøttes af betydeligt højere renter – 2,4 pct. i forhold til de 10-årige tyske statsrenter på 0,8 pct. og de 10-årige japanske statsrenter på 0,5 pct. Samtidig har den amerikanske centralbank afsluttet sine kvantitative lempelser netop på et tidspunkt, hvor den japanske centralbank tager kvantitative lempelser til nye højder, og hvor der ligeledes er forventninger om, at ECB vil blive presset ud i tilsvarende tiltag i 2015 i takt med, at den europæiske eksportsektor mister markedsandele til japanske selskaber. Således faldt den tyske eksport 6 pct. i august i forhold til året før, og opsvinget i Europa lader fortsat vente på sig.

Nedenfor ses den handelsvægtede valutakursudvikling for USD siden 1980’erne. Til trods for at USD er steget 25 pct. siden 2008, ses det nærmest ikke af grafen, som viser udviklingen over en længere årrække. Over lange perioder har USD været stabil, men i de perioder hvor den flytter sig, er der en tendens til at udsvinget er meget stort. I perioden 1980-85 steg den handelsvægtede USD ca. 50 pct. og faldt tilsvarende i perioden 1985-87. Tilsvarende stigninger og fald så vi igen i årene omkring 2000. Det vil sige, at når der endelig er udsving i den amerikanske dollar, er der tale om betydelige udsving.

Figur 2:



således, at USD med al sandsynlighed vil stige betydeligt de kommende år. Dette kan være en stigning på ca. 15 pct. op til måske til 100-110 pct. i det handelsvægtede indeks.

I C WorldWide Globale Aktier har vi i dag ca. 60 pct. af formuen investeret i amerikanske aktier, der typisk er eksponeret til indenlandsk efterspørgsel som f.eks. Home Depot, finansvirksomheder som Wells Fargo, AIG og Citigroup samt TD Ameritrade. Denne type af investeringer vil nyde godt af en fortsat stigende amerikansk dollar.

Det er vanskeligt at spå om fremtiden og særligt om valutakurser, da der er adskillige faktorer, som påvirker valutakursudviklingen. Desuden betragter vi egentlige valutainvesteringer som et nulsumsspil, da der i realiteten blot er tale om, at værdier flyttes fra den ene valuta til den anden. For os synes det dog klart, at USA er ved at videregive den lempelige pengepolitiske stafet til Japan og Europa som et resultat af, at den amerikanske økonomi i dag er stærkere end både den japanske og europæiske økonomi. Dette er en vigtig grund til at forvente en stigende dollarkurs i de kommende år.

**” Vi betragter egentlige valutainvesteringer som et nulsumsspil, da der i realiteten blot er tale om, at værdier flyttes fra den ene valuta til den anden.**

På baggrund af den historiske erfaring, de makroøkonomiske forhold og de ændrede pengepolitiske tiltag er vores vurdering