

Pengepolitisk vanvid

Af temaspecialist Morten Springborg

På det seneste er verdens centralbanker begyndt at få kritik for deres ageren. Siden finanskrisen i 2007-08 er renteniveauet faldet til historisk lave niveauer, og nogle centralbanker har endda introduceret negative renter, hvilket strider imod al økonomisk logik.

Vi skrev senest om dette for et år siden i perspektivet ”[Valutakrig](#)”, hvor vi forudså, at fokus på et tidspunkt ville blive rettet mod de utilsigtede sideeffekter ved en sådan pengepolitik. Disse er nu meget tydelige, hvorfor kritikken af centralbankerne tager til i styrke. Den nuværende konventionelle økonomiske politik tilsiger, at man ved at trykke penge kan skabe økonomisk vækst. Men i en verden med en aldrende befolkning er det oplagt, at en større del af befolkningen skal leve af deres opsparing. Når renterne falder og falder, bliver afkastet af opsparingen mindre og mindre, og man skal derfor spare mere op og forbruge mindre. Dette synes at være præcis det modsatte af hvad centralbankernes intentioner med de lave renter har været.

” I en verden med en aldrende befolkning er det oplagt, at en større del af befolkningen skal leve af deres opsparing.

Pengeudpumpning og nulrenter

At dette ikke blot er af betydning for økonomer og investorer men også for den almene befolkning er tydeligt, når man hører den tyske finansminister Wolfgang Schäuble kritisere Den Europæiske

Centralbank (ECB) for at være medansvarlig for fremkomsten af det euro- og indvandrerkritiske højreparti, Alternative für Deutschland (AfD), og dermed truslen om radikal forandring af den tyske politiske scene. Schäuble har endvidere udtalt, at ECB’s nulrente-politik vil være katastrofal på langt sigt.

Yderligere ses der en voksende forståelse for, at pengeprintning og nulrenter har faldende effekt efter en række år med denne politik. Tankerne ledes let hen til Albert Einsteins definition på sindssyge, nemlig at blive ved med at gøre det samme igen og igen, men forvente et andet udfald. Dette synes at være logikken bag den nuværende vestlige pengepolitik.

Den teknologiske udvikling skaber faldende priser

Den vigtigste trend, vi ser i verdensøkonomien i dag, er den acclererende teknologiske udvikling, der fører til mere og mere ”disruption” af eksisterende forretningsmodeller og fremkomsten af nye – og typisk mere omkostningseffektive – måder at gøre tingene på. Dette er en deflationær trend, men på den gode måde, da de faldende priser i sidste ende kommer forbrugeren til gode. Ligeledes ser vi en deflationær trend i Kina, hvor landet p.t. bevæger sig over mod en serviceøkonomi og væk fra industrisamfundet. Dette er deflationært for råvaresektoren og industriselskaberne.

Jo mere man tænker over det, jo tydeligere bliver det, at der i disse år er et fundamentalt økonomisk skifte undervejs – et skifte, som i øvrigt er sammenfaldende med aldringen af den globale befolkning. Den samlede effekt af dette er, at vi er vidne til en økonomi,

hvor de fleste priser vil tendere at falde eller som minimum ikke at stige, som vi tidligere har været vant til. Virksomhedernes mulighed for at gennemføre prisstigninger over for forbrugerne, såkaldt "Pricing Power", er blevet en sjælden kvalitet. Den globale forbruger drager stor nytte af den faldende "Pricing Power" gennem en stigende købekraft, hvorfor vi i dette tilfælde mener, at faldende eller stagnerende priser er en god, strukturel form for deflation.

Men ikke desto mindre mener de nuværende centralbank-ledere, at man bør stræbe efter en inflationsrate på 2 pct. I en verden, der er karakteriseret ved strukturel deflation, bør det være en umulighed at skabe inflation, medmindre man ødelægger økonomien ved et pengepolitisk uheld eller som følge af inkompetence, som set i Weimarrepublikken, Venezuela, Argentina og Zimbabwe.

Vi har i perspektivet "[Samfundet overser gevinster ved digitalisering](#)" beskrevet udfordringerne med at måle væksten korrekt i et miljø, hvor digitalisering og "disruption" er accelererende. Vi mener på den baggrund, at væksten er bedre, end som det umiddelbart fremgår af statistikkerne.

” Jo mere man tænker over det, jo tydeligere bliver det, at der i disse år er et fundamentalt økonomisk skifte undervejs.

Ikke desto mindre har centralbankernes pengeudpumpning understøttet aktivpriser, men ikke været i stand til at løfte den registrerede vækst, primært fordi virksomhederne ikke investerer så meget, som de "burde", og produktiviteten derfor er skuffende lav.

Virksomhedernes investeringer er lave

Spørgsmålet er derfor, hvorfor virksomhederne ikke udnytter de ultra lave renter og investerer mere, så vi kan få en mere produktivt-dreven vækst. Verdens børsnoterede selskaber har genfundet en meget høj profitabilitet efter finanskrisen samtidig med, at de kan finansiere investeringer til meget lave renter. Problemet er, at den aggressive pengepolitik har haft utilsigtede konsekvenser. Lave renter burde føre til højere investeringer, men det modsatte er sket. Ifølge Citi investerede verdens børsnoterede selskaber 2 pct. mindre i 2015 end i 2014, og investeringsbanken CLSA forventer, at virksomhedernes investeringer vil falde 10 pct. i 2016.

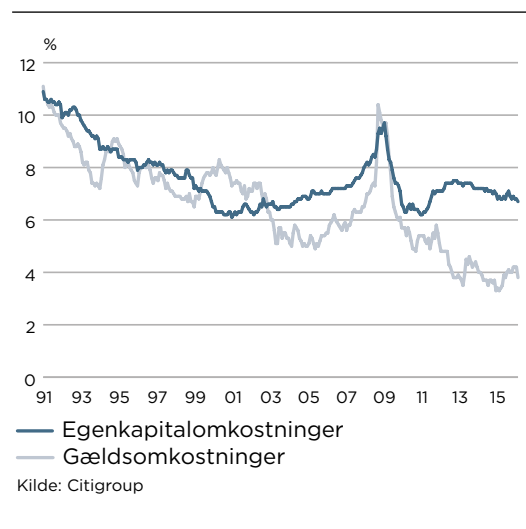
Vi tror, at svaret på den manglende investeringslyst skal findes i aktiemarkedet. Aktiemarkedet ønsker nemlig ikke, at selskaberne investerer. Signalet er faktisk tydeligt – investorerne ønsker i højere grad, at selskaberne udbetaler udbytte, tilbagekøber egne aktier og opkøber konkurrenter. I dagens marked bliver selskaber med et højt investeringsniveau "straffet" med en lav aktiekurs, mens selskaber, der betaler meget tilbage til aktionærerne, belønnes med en højere aktiekurs (Citigroup).

Dette reflekterer en utilsigtet konsekvens af centralbankernes manipulation af renteniveauet. I takt med at renterne er faldet, er investorer med behov for løbende afkast gradvist blevet presset ud af renteinvesteringer og over i mere risikable aktieinvesteringer med udbyttebetalinger. Disse investorer – vi kan kalde dem renteturister – ønsker først og fremmest stabilt afkast og ikke større og dermed mere risikabelt afkast på sigt. Selskaber, der ønsker at tiltrække denne type investorer, må tilpasse sig de nye investorers præferencer og derfor udbetale mere og investere mindre.

Cost of Equity – Egenkapitalomkostningen er stadig høj

I modsætning til prisen på gæld er prisen på aktiekapital, også kaldet "Cost of Equity", ikke faldet, hvilket ses af nedenstående graf:

Figur 1 Egenkapital er dyrere end fremmedkapital



Den store forskel mellem prisen på fremmedkapital og egenkapital på aktier forklarer i vid udstrækning, hvorfor virksomhederne ikke investerer tilstrækkeligt i dag. Niveaue for gældsfinansierede opkøb af selskaber i aktiemarkedet har aldrig været højere, end det er i dag, og er en arbitrage mellem omkostningen ved at låne og prisen på aktier. Når prisen på børsnoterede selskaber er lav ("Cost of Equity" er høj), samtidig med at man kan låne penge til meget lave renter, vælger de fleste virksomhedsledere at opkøbe eksisterende aktiver frem for at investere i mere risikabel ny kapacitet, der måske først giver afkast om nogle år, når investeringen er fuldført. Hvorfor løbe risikoen ved at bygge en ny fabrik, når man kan købe en, der allerede eksisterer?

” Den manglende investeringslyst skal findes i aktiemarkedet. Aktiemarkedet ønsker nemlig ikke, at selskaberne investerer.

Tilbagekøb af egne aktier er også en arbitrage som nævnt ovenfor. Hvorfor investere i fremtidig vækst, hvis man kan låne billigt og købe egne aktier tilbage, og dermed øge indtjeningen per aktie? Dette er som bekendt et fænomen, der har været stærkt medvirkende til indtjeningsvæksten i USA de senere år. Selskaber, som har benyttet sig af denne mulighed, er blevet belønnet med bedre kursudvikling end selskaber, der ikke har tilbagekøbt egne aktier. Fra en kortsigtet aktionærs synsvinkel giver det god mening, men på lidt længere sigt betyder det potentielt, at selskaberne investerer for lidt og derved reducerer deres langsigtede indtjeningsvækst og dermed også økonomiens vækstrate.

Vi burde omfavne den kreative destruktion

Nationaløkonomen Joseph Schumpeter beskrev med begrebet "kreativ destruktion", hvordan økonomien konstant udvikler sig ved en industriel mutation, der ustoppeligt forandrer den økonomiske struktur indefra ved kontinuerligt at destruere det bestående til fordel for udviklingen af det nye. Det er den rå kapitalisme – en form for kapitalisme, som centralbankerne tilsyneladende ønsker at bekæmpe med pengeregighed og deraf lave renter, og en politik, der holder liv i virksomheder og alt for gældssatte stater, der burde være gået konkurs. Den accelererende teknologiske udvikling vil påvirke flere og flere industrier og økonomier i de kommende år, og centralbankerne vil blive nødt til at øge pengetrykke-

riet mere og mere, hvis de holder fast i deres forældede tankegang om inflationsmålsætninger.

” Den accelererende teknologiske udvikling vil påvirke flere og flere industrier og økonomier i de kommende år.

Adskillige toneangivne økonomer mener, at den nuværende lavvækst bunder i for lav efterspørgsel. Centralbankerne er nået til vejs ende og har muligvis kun et sidste skud i bøssen, nemlig de såkaldte "helikopterpenge", hvor centralbankerne trykker penge, som fordeles til alle borgere. Herefter er det op til statslige investeringer – finansieret til 0 pct. i obligationsmarkedet – at skabe vækst.

Vi mener, at løsningen er en anden. Verden har brug for at omfavne den kreative destruktion, dels fordi det giver forbrugerne købekraft, og dels fordi det er den bedste ressourceallokering at lade levedygtige virksomheder få rimelige markedsvilkår ved at lade konkurrenter dø, der ellers kun overlever pga. den pengeregighed, som centralbankerne har skabt.

Hvis man er villig til at acceptere, at økonomien er cyklisk, og at zombie-virksomheder skal have lov til at gå konkurs, selvom det kan være smertefuldt på kort sigt, ville vi opnå en langt bedre allokering af ressourcer, ligesom deflationen ville aftage. Højere renter vil også sikre, at private opsparende kan opnå et afkast på deres opsparing og derfor kan begynde at bruge flere penge, i stedet for at skulle spare op som følge af stadigt lavere afkast.

Det nuværende scenarie med pengeregighed har ført til tilstrækkelig misallokering af kapital måske bedst eksemplificeret ved, at enormt gældssatte stater kan finansiere sig til negative renter. Vanviddet må stoppe en dag.

Sammenfatning

Men den dag vil formentlig lade vente på sig, eftersom konsekvenserne af højere renter for en gældssat verden er særdeles uoverskuelige. Det må formodes, at den nuværende monetære politik vil fortsætte i en årrække endnu, og at den økonomiske vækst derfor

fortsat vil være lav. I dette miljø vil renterne forblive lave, og man får intet afkast på rentemarkederne.

Omvendt er det vores vurdering, at aktiemarkedet de kommende år tilbyder et rimeligt afkastpotentiale, men at det samtidigt er nødvendigt at være ekstrem selektiv i aktieudvælgelsen. For det første er der en betydelig andel af selskaberne på børsen, der ikke genererer frit cash flow. Det frie cash flow er dét, som aktionærerne råder over, og hvis et selskab ikke – nu eller i fremtiden – genererer frit cash flow, er dets værdi principielt 0 kr. Andre virksomheder har historisk genereret godt frit cash flow, men vil i de kommende år blive udsat for massiv forandring. Den teknologiske acceleration drevet af Moore's Lov (læs mere i perspektivet "Den anden halvdel af skakbrættet. Moores lov og teknologiinvesteringer") betyder accelererende "disruption" for tidligere beskyttede industrier. At investere er lige så meget et fravalg, som det er et tilvalg – og fravalg bliver vigtigere de kommende år.

” At investere er lige så meget et fravalg, som det er et tilvalg – og fravalg bliver vigtigere de kommende år.

Så er der de forretningsmodeller, der i dag og i morgen vil være upåvirkede af den teknologiske acceleration, og som genererer godt cash flow. Selskaber som Nestlé, Unilever, Novo Nordisk, Visa samt tobaksselskaber som BAT og Reynolds American, der har en meget stærk "Pricing Power", vil i de kommende år i vid udstrækning kunne fortsætte deres vækst, da deres produkter oplever voksende markeder og ikke er udsatte for den teknologiske forandring, der ellers er så dominerende i disse år.

Endelig er der de virksomheder, der kan betegnes som de langsigtede vindere af den teknologiske acceleration og "disruption". Vores valg inden for denne kategori består bl.a. af selskaber som Alphabet (tidl. Google) og Facebook, som vi tror, vil dominere markedet for online-markedsføring de kommende mange år. Disse selskaber kan gøre en betydelig forskel afkastmæssigt, og er nødvendige i porteføljen, såfremt man har ambitioner om et afkast, som er højere end 5-6 pct. de kommende år.

De sidste syv år – siden 2009 – har man årligt i gennemsnit kunne opnå ca. 5 pct. afkast på obligationsmarkedet og 17 pct. på aktiemarkedet (J. Wilmot, Credit Suisse). Vi tror, de næste syv år bliver meget anderledes, og at afkastet fra obligationsinvesteringer sandsynligvis bliver negativt, samtidigt med at afkastet på aktiemarkedet bliver reduceret til ca. 5 pct. Dette er en ganske ubehagelig cocktail taget i betragtning, at verdens befolkning aldres og har brug for afkast til alderdommen. I dette miljø vil det være risikabelt at investere opsparingen i passive produkter, der blot køber indekset, ligesom værdien af aktiv forvaltning vil stige. Evnen til at skabe 3-5 pct. merafkast i forhold til markedet vil være dét, der gør forskellen mellem smalkost og en rimelig alderdom.