

## 7 fordele for USA

*Af adm. direktør og porteføljeforvalter Bo Knudsen*

**Der findes 7 væsentlige langsigtede positive faktorer, som understøtter vækst i USA de kommende tre til fem år. Disse faktorer gennemgås i det følgende.**

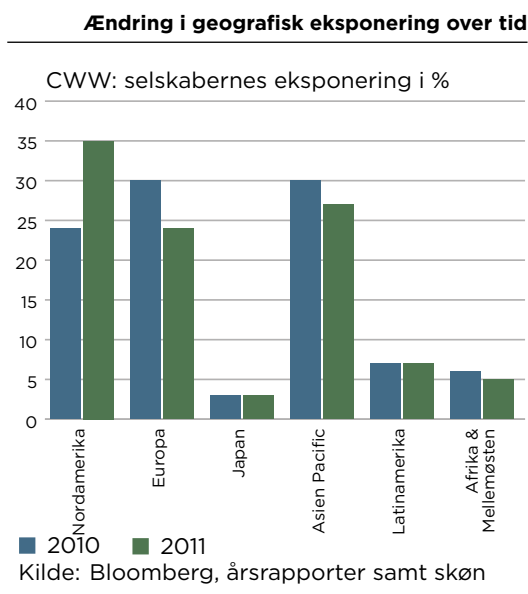
Når vi foretager ændringer i vores porteføljer, er det typisk efter både makroøkonomiske og selskabsspecifikke overvejelser. Vores mere positive syn på USA i forhold til resten af verden har været med til at initiere køb af amerikanske selskaber, som længe har været under observation, og som har særligt interessante forhold, vi lægger vægt på. Fokus i denne temaartikel er kun i mindre grad at berøre de aktiespecifikke forhold og mere at fokusere på makrofaktorerne. Den samlede omsætning i USA, som selskaberne i

afdeling Globale Aktier har, er således justeret op fra 24% til 35% over de seneste 12 måneder beregnet som summen af de enkelte selskabers eksponering i de forskellige geografier, som vist i figur 1.

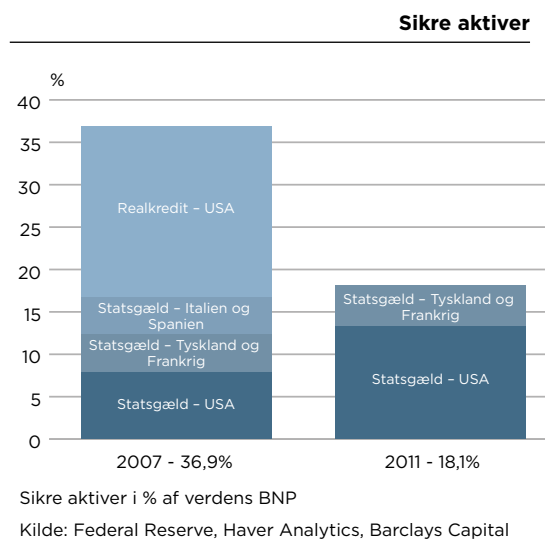
### 1. Reservevaluta

Det er en stor fordel at være verdens ubetingede reservevaluta og det "sikre" aktiv, når man har brug for at føre en aggressiv pengepolitik og trykke penge. Der findes i dag ikke noget alternativ til USD, og det er lige nu svært at se et farbart alternativ med den konstitutionelle usikkerhed omkring EUR og meget lange udsigter omkring konvertibilitet og frit flow af den kinesiske RMB. Sam-

Figur 1:



Figur 2:



tidig er verden i underskud af såkaldte sikre aktiver. Som figur 2 viser, udgjorde sikre aktiver 37% af verdens BNP før finanskrisen, mens sikre aktiver i dag udgør 18%. Samtidig har finanskrisen øget efterspørgslen efter såkaldte sikre aktiver. Det garanterer en stærk efterspørgsel efter dollaraktiver med en mulighed for at låne kapital til en negativ realrente for den amerikanske stat.

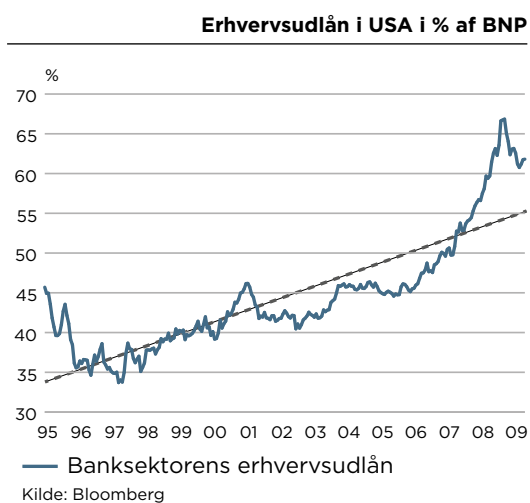
## 2. Sund gældsnedbringelse (deleveraging)

Vi har gennem længere tid stillet os selv spørgsmålet: hvor lang tid skal det tage, før den samlede offentlige og private gæld i USA når et tilstrækkeligt lavt niveau, således at det ikke udgør en negativ faktor for vækst og indtjening? Gælden befinder sig på et særdeles højt niveau, og det vil tage en årrække at nedbringe gælden i forhold til BNP til et historisk gennemsnit. Et mere konstruktivt spørgsmål at stille os selv er: bevæger den samlede gæld i forhold til økonomiens størrelse sig i den rigtige eller i den forkerte retning? Svaret på dette spørgsmål er med stor sandsynlighed, at det bevæger sig i den rigtige retning i de kommende år. Vi ser, at den nominelle vækst i det amerikanske samfund kan vokse med 4-5%, hvor realvæksten, drevet af vækst i befolkning og produktivitet stiger med ca. 2%, og inflationen stiger med 2-3%. Dette vækstscenarie kræver naturligvis en sikker og ekspansiv pengepolitisk hånd, og indtil videre har den ekspansive pengepolitik været håndteret ganske elegant af Bernanke trods mange kritiske røster. Den amerikanske stat låner i dag penge over 10 år til 1,6%, og større dele af den private sektor kan låne til renter, der ligger

under den nominelle vækst, særligt som følge af amerikanske aktivers status som ”sikre”, som beskrevet under punkt 1. Dermed sker der en nedbringelse af gæld i forhold til økonomiens størrelse over tid, idet den nominelle vækstrate er højere end refinansieringsrenten. Nedbringelse af gæld gennem konkurser og afskriv-

” Den amerikanske stat låner i dag penge over 10 år til 1,6%, og større dele af den private sektor kan låne til renter, der ligger under den nominelle vækst. Dermed sker der en nedbringelse af gæld i forhold til økonomiens størrelse over tid.

Figur 3:



ninger samt gældsseftergivelse har mange negative følgevirkninger og fører typisk til en dårligt håndteret og usund gældsnedbringelse. Et mere kompliceret gældsnedbringelsesforløb skal pågå i Europa over de kommende år. Komplexiteten består i sidste ende i, at en løsning formentlig kræver afgivelse af suverænitet og accept af gældsforpligtigelser på tværs af landegrænser – en tung proces. Den amerikanske banksektor har været igennem en omfattende rekapitalisering og er kommet længere i denne proces i forhold til det europæiske banksystem. Figur 3 viser udviklingen i udlån til virksomhedssektoren i forhold til økonomiens størrelse.

Gælden voksede for kraftigt og er nu på vej ned til et mere holdbart niveau. Med en vækst i nominel BNP på 4,5% og en stigning i udlån på 2% rammes trend niveau i 2015, mens yderligere 4 år med en sådan vækstrate vil lede til gæld i forhold til BNP på niveau med 2002.

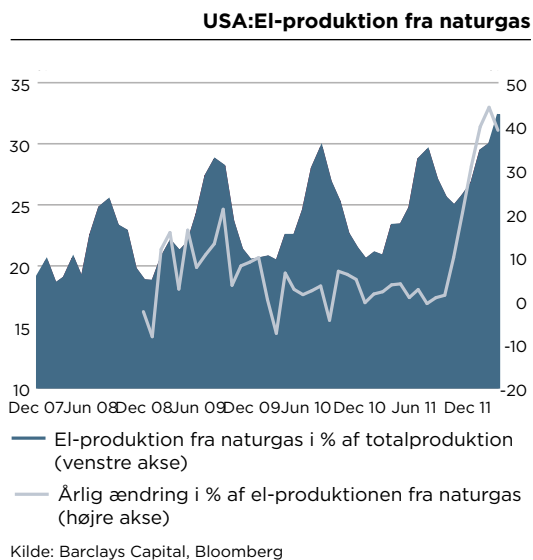
Gældsnedbringelsen bevæger sig med stor sandsynlighed i den rigtige retning for USA.

## 3. Skifergas (shale gas)

Den nye ”fracking” teknologi i olie- og gassektoren har ændret energisituationen i USA totalt. Vi forventer ikke nødvendigvis, at USA bliver selvforsynende på energiområdet, men USA bevæger sig med stor sikkerhed i en positiv retning med særligt enorme tilgængelige gasreserver for generationer af amerikanere. Vi ser en større grad af selvforsyning af energi med langsigtet positiv effekt på betalingsbalance og USD og med langsigtet positiv effekt på samlet aktivitet, investeringer og beskæftigelse. USA kunne etab-

lere en langsigtet national plan med en højere grad af udnyttelse af gasreserverne – hvor gas i højere grad bruges i både el-produktion og i transportsektoren i en mere miljøvenlig fremtidsvision. Selv uden en sådan plan vil USA i højere grad udnytte den bedre adgang til egne, ikke tidligere tilgængelige energireserver. Der er åbenbare direkte fordele for selskaber inden for produktionsindustrien, som bruger naturgas som væsentlig inputfaktor, som eksempelvis dele af kemisektoren. El-selskaberne har foretaget et historisk skifte i retning af naturgas, som det fremgår af figur 4 med en stigning på 40% i el-produktionen fra naturgas i forhold til for et år siden.

Figur 4:



Billigere energi vil alt andet lige lede til en stærkere indenlandsk produktionsindustri. Samtidig har de stigende lønninger i Asien mindsket forskellen til lønninger i produktionsindustrien i det amerikanske samfund. Billigere adgang til energi understøtter etablering af produktion i USA, og en fornyet vækst og investeringer i særligt den indenlandske produktionsindustri er et sandsynligt scenarie.

#### 4. Innovationslederskab inden for teknologi

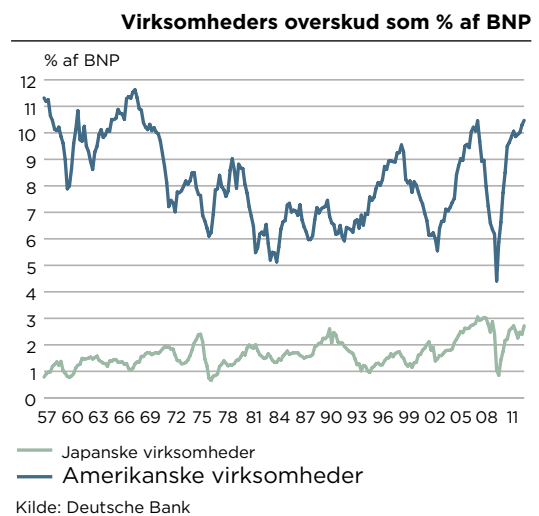
Den virtuelle verden vokser i betydning i forhold til den verden, vi umiddelbart kan se og røre. Der findes en række selskaber, som har gjort det lettere at få adgang til denne fascinerende verden. Amerikanske selskaber som Apple, Google og Facebook spiller en afgørende rolle og fremstår som rollemodeller for nye opstarts-

**” Billigere adgang til energi understøtter etablering af produktion i USA, og en fornyet vækst og investeringer i særligt den indenlandske produktionsindustri er et sandsynligt scenarie.**

virksomheder. Disse succeshistorier giver inspiration og kapital til næste generation af internetvirksomheder.

USA har en stærk venture- og private equity kultur, hvor opstarts-virksomheder kan få adgang til risikovillig kapital, og derfor har landet alle muligheder for at bygge videre på det innovationslederskab, som USA har i dag inden for et af de stærkeste vækstområder på kloden. Samtidig er der fortsat en kultur i USA, hvor entreprenører fejres som helte, og hvor de ledende entreprenører blandt teknologiselskaberne de senere år nyder en enorm og alt-overvejende positiv mediebevågenhed. Den amerikanske drøm er fortsat i høj grad i live. Nye jobs skabes i mindre grad gennem vækst i eksisterende selskaber, og i højere grad gennem opstart af nye selskaber. Succes avler succes og netværkseffekten skaber jobs og vækst i særligt USA, hvor det store hjemmemarked giver mulighed for at skabe en kritisk masse og eksportere succeser til resten af verden.

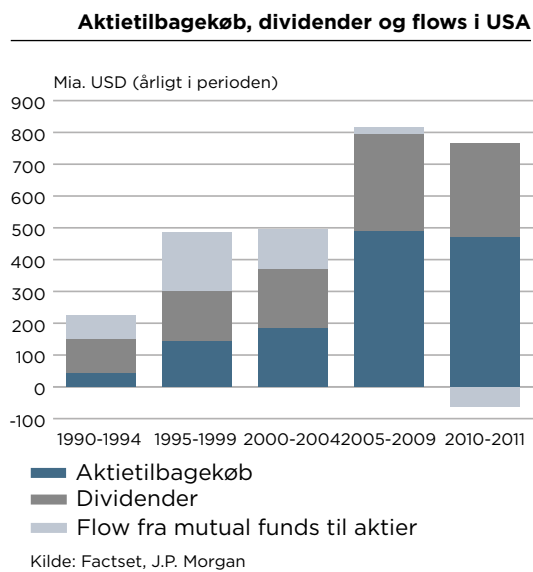
Figur 5:



## 5. Profitabilitet og shareholder value

Figur 5 viser, at amerikanske selskaber har en høj grad af profitabilitet særligt i sammenligning med japanske selskaber – en af de væsentligste fordele for USA i forhold til Japan. Amerikanske og til dels europæiske selskaber har justeret deres forretningsmodel-

Figur 6:



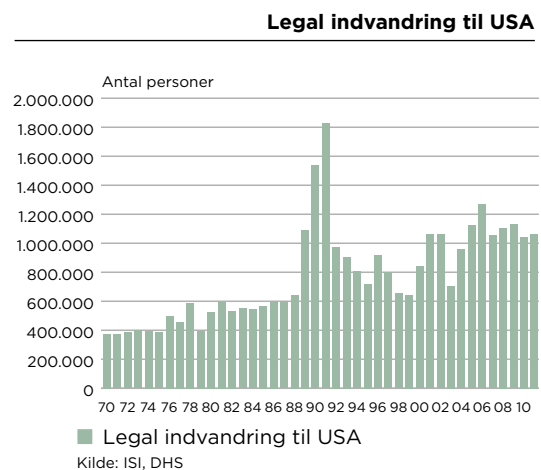
ler og søgt marginmaksimering frem for salgsmaksimering. Outsourcing til Asien har muliggjort denne udvikling, hvor asiatiske selskaber i højere grad har søgt volumenfremskud. De forbedrede marginer og det stærke frie cash flow skaber mulighed for geninvestering i vækst. Alternativt kan virksomheder beslutte sig for at betale dividende eller købe aktier tilbage og derved typisk sikre en mere disciplineret brug af cash flow. Figur 6 viser, at den virkelige efterspørgselsfaktor efter aktier de seneste par år i USA er selskabernes selv.

USA er her i særklasse i forhold til at behandle aktionærer med respekt, selvom de ledende selskaber i særligt Europa har forbedret sig markant i denne retning.

## 6. Demografi

Den amerikanske immigrationspolitik trænger til en revision. Juni-artiklen i Time Magazine "We are Americans" bevidner de udestående problemer, hvor 11,5 mio. illegale indvandrere (59% fra Mexico) står i en meget uklar situation. Men faktum er fortsat,

Figur 7:



at har du midler, særlige kvalifikationer og en arbejdsgiver, der vil ansætte dig, er der ingen problemer med at få et "green card" og på sigt et statsborgerskab. USA vil fortsat tiltrække risikotagere, som forfølger den amerikanske drøm. Der er masser af vækst og muligheder i Kina og andre dele af emerging markets, men desværre også fortsat et usikkert retssystem og manglende beskyttelse af personlige rettigheder. Det amerikanske visaprogram EB-5 modtog et rekordhøjt antal kinesiske ansøgninger (1.675) i det første kvartal af 2012. Programmet giver et "green card" til udlændinge,

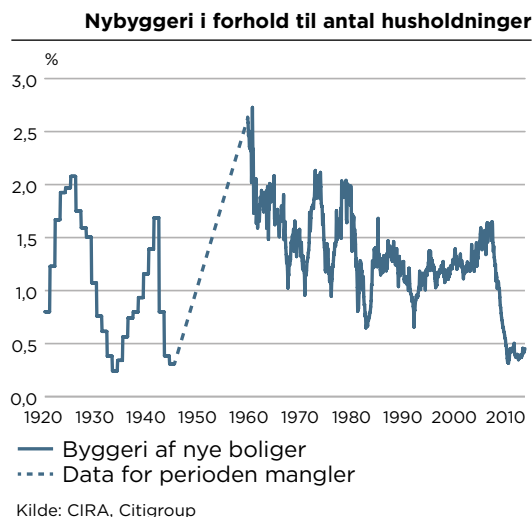
**USA har haft en fertilitetsrate på 2,1 over de sidste 20 år og ligger fortsat på eller over dette niveau som det eneste større udviklede land. Det betyder, at den amerikanske befolkning i modsætning til disse lande har en befolkning, der genskaber sig selv.**

som investerer mindst 500.000 USD, og derved skaber 10 jobs eller mere. Trods den svage immigrationspolitik viser figur 7, at der fortsat er et solidt flow af legal indvandring til USA.

Med positive demografiske trends er det et spørgsmål om tid, før aktiviteten igen stiger på boligmarkedet. Det bliver ikke en udvikling i en ret og forudseelig linje, men en mere ujævn proces.

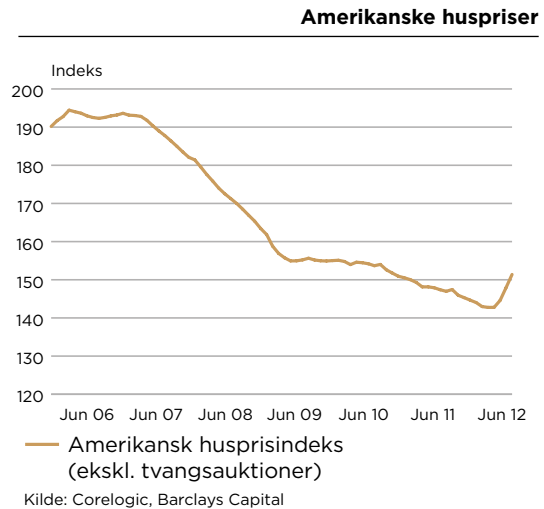
Den anden vigtige faktor er fertilitetsraten, hvor det magiske tal er 2,1, der angiver, at der fødes 2,1 børn per kvinde. 46% af verdens befolkning lever i dag i lande med en fertilitetsrate under 2,1, hvor USA har haft en fertilitetsrate på 2,1 over de sidste 20 år og fortsat ligger på eller over dette niveau som det eneste større udviklede land ifølge analysehuset ISI. Det betyder, at den amerikanske befolkning i modsætning til disse lande har en befolkning, der genskaber sig selv.

Figur 8:



Det ser ud til, at den nuværende og kommende generation igen begynder at få børn tidligere i deres liv. Samtidig er det blevet billigere at etablere sig i eget hus efter finanskrisen. Hvide amerikanere repræsenterer en faldende del af befolkningen. Majoriteten af børn, der fødes i USA, fødes af forældre af anden etnisk herkomst. Den sikre måde at skaffe sit barn et amerikansk stats-

Figur 9:



borgerskab er ved, at barnet er født i USA. Sammenlignes fertilitetsraten med andre lande, er det interessant at observere, at Kina aldrer i et ganske stærkt tempo drevet af voldsomme stigninger i den forventede levealder: fra 47 år i 1960 til 73 år i dag, kombineret med en fertilitetsrate i 60'erne på 6 til nu under 2.

Fremskrives disse trends vil begge lande opleve en stigende og i gennemsnit ældre befolkning de kommende 10 år, hvor arbejdsstyrken i USA formentligt vil vokse hurtigere end arbejdsstyrken i Kina ifølge analyser fra ISI. Urbaniserings- og forbrugspotentialet er dog fortsat en stærk drivkraft for vækst i Kina og andre emerging markets. En række europæiske lande med Tyskland, Italien og Spanien i spidsen har betydelige demografiske udfordringer, mens Frankrig og UK står i en lidt bedre position. Samlet står USA langsigtet stærk relativt set i et demografisk perspektiv i forhold til de fleste lande.

## 7. Vending af boligmarkedet

Deutsche Banks transportanalytiker Justin Yagerman påpeger, at det nuværende opsving mangler en vigtig komponent i forhold til et normalt opsving i USA, når transportvolumener analyseres, og det er det betydelige bidrag fra boligmarkedet. Samtidig konstaterer det amerikanske finanshus Citigroup, at aktivitetsniveauet inden for nybyggeriet i forhold til antallet af husholdninger er lige så lavt som under depressionen i 1930'erne, som det fremgår af figur 8.

Med positive demografiske trends er det et spørgsmål om tid, før aktiviteten igen stiger på boligmarkedet. Det bliver ikke en udvikling i en ret og forudseelig linje, men en mere ujævn proces. Med en tre til fem års horisont er vi villige til at tro på, at der er sket en normalisering af aktivitet, som understøtter beskæftigelse og aktivitet i den amerikanske økonomi over denne periode. Seks års krise og spirende tegn på stigende priser i den del af markedet, som handles normalt (se figur 9 på næste side), kombineret med attraktive boligpriser i forhold til husholdningernes købekraft gør, at vi ser boligmarkedet som en understøttende, mere end en underminerende faktor for den amerikanske økonomi. Vi har valgt at købe tre selskaber og etablere "Boligmarkedet i USA" som et særligt 3 til 5-årigt tema, som vil understøtte indtjeningsudviklingen for en særlig gruppe af selskaber. Vi har valgt at købe den ledende bank Wells Fargo, byggemarkedskæden Home Depot, samt den ledende producent og sælger af maling til det professionelle segment i USA, Sherwin Williams, med dette tema for øje.

Det er enkelt at se på verden gennem et negativt filter lige nu, den store usikkerhed omkring særligt det fremtidige Europa taget i betragtning. USA kan med stor sandsynlighed bevæge sig i en positiv retning med rygvind fra de ovennævnte 7 faktorer. Det er der grund til at være opmærksom på som langsigtet investor.