

Kan man overhovedet investere i fremtiden?

af Peter Wendt



Peter Wendt
pew@ifr.dk

De seneste år har været vanskelige for livsforsikringselskaber og pensionskasser. Vi har stået over for en uventet voldsom udvikling på kapitalmarkedet. Aktiemarkedet afslørede sig som et morads af kursmæssig kviksand. Forestillingen om, at fremtidens pensioner bedst var tjent med investering i fremtidens produktionskapacitet, har ikke været så oplagt endda. Hvad skete der egentlig. Og hvorfor ?

Aktieboom

Først så det meget lovende ud: et boom i aktiekurserne, der resulterede i fremragende fondsresultater for de investorer, der havde tradition for at holde en stor aktieandel, og som fristede mere forsigtige til at følge trop.

Fra slutningen af 1994 frem til medio 2000 – dvs. på 66 måneder – steg de globale aktiemarkeder i gennemsnit med 150 pct., målt i USD. Tilbageslagene i perioden var få og for det meste kortvarige. Det var en aktiehausse af usædvanlig varighed og styrke.

USA's økonomiske model

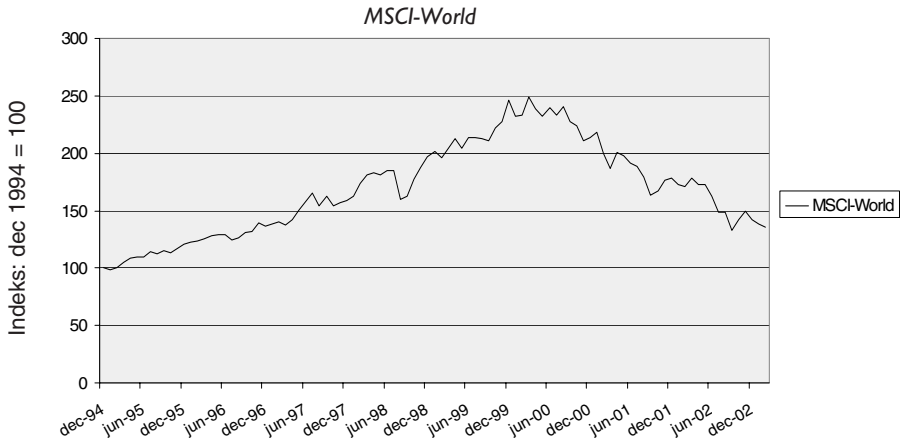
Baggrunden for udviklingen var en ubrudt realøkonomisk fremgang, især centreret om den amerikanske økonomi. Her var stagnationen i begyndelsen af 1990'erne afløst af en

bemærkelsesværdig økonomisk vækst, trukket frem af en investeringsbølge og efterhånden også et voksende privatforbrug, der mandede dommedagsprofetierne om de „gamle“ industrialiserede lande i jorden.

Tværtimod var den eneste større økonomiske krise i anden halvdel af 1990'erne den Sydøstasiatiske – et sammenbrud for de tidligere så tiljublede Tigerøkonomier. Japan var i hele perioden fanget i en depressiv fælde.

Den amerikanske supervækst blev tilskrevet „New Economics“, et begreb, der dækker et kompleks af positivt samvirkende makro- og mikroøkonomiske kræfter. „New Economics“ drivkraft var den omfattende spredning af ny teknologi – først og fremmest inden for IT-området – som påvirkede praktisk taget

Peter Wendt er sekretariatschef i Investeringsforeningsrådet.



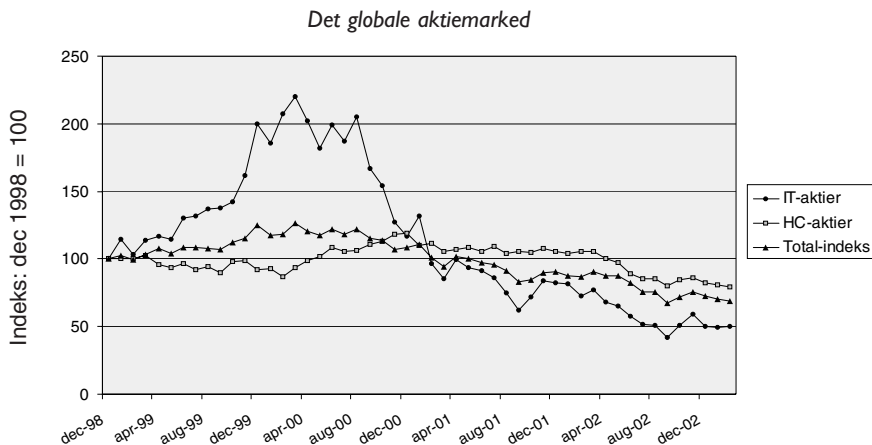
alle sektorer i økonomien, øgede produktiviteten og resulterede i indtjeningsprofiler i virksomhederne, der var usædvanligt positive. Værdien af det amerikanske bruttonationalprodukt steg med knap 40 pct. i løbet af 6 års-perioden. Selv når den – i øvrigt moderate – inflation trækkes ud af tallene, var den amerikanske økonomi 25 pct. større ved periodens slutning end ved dens begyndelse.

Der hersker fortsat ingen tvivl om, at 1990-erne har været en enestående succes for USA's økonomiske model. Vendepunktet medio 2000 for aktiemarkedet fjerner ikke den reale velstandsstigning. Der, hvor problemet opstår,

har været i fortolkningen af markedsudviklingen.

I den afsluttende del af vækstperioden var IT-aktier drivkraften bag en væsentlig del af markeds-væksten. I løbet af 16 måneder fra januar 1999 mere end fordobledes kursværdien af verdens IT-porteføljer, ledet af de amerikanske selskaber. I samme periode var der tale om en svag nedgang for en anden høj-teknologi sektor, nemlig health care. IT-aktiemarkedet sugede midler til sig i et sjældent før set omfang.

Hvorfor nu det ?



Demografi og IT-udvikling

Den demografiske udvikling siden 2. Verdenskrig har som bekendt medført en markant forskydning i arbejdsstyrkens alderssammensætning. Den store efterkrigsgeneration nærmer sig ubønhørligt pensionsalderen. Samtidig har denne generation, der begyndte sit arbejdsliv i begyndelsen af 1960'erne, oplevet vel nok den kraftigste indkomststigning – i mange år i et inflationært miljø – som har ændret deres livsforventninger radikalt. I denne sammenhæng bør vi hæfte os ved to faktorer: Forbrugsniveauet, der anses som normalt, er vokset betragteligt. Levestandardsforbedringen har generelt medført, at den forventede restlevetid er steget betragteligt. Tilsammen medfører disse faktorer, at den historisk betingede pensionsopsparing – både i privat og i offentligt regi – ikke vil kunne dække en rimelig levestod for denne generation af pensionister.

Tendensen har været særligt udpræget i USA, hvor baby-boomer generationen har opretholdt et højt og i lange perioder kreditfinansieret privatforbrug. I takt med, at de grå hår blev talrigere, blev et bredt segment af de nu 50+-årige klar over deres uholdbare pensionsituation.

I løbet af 1990'erne strømmede nye pensionsopsparingsmidler ind på det marked, der på længere sigt ville give det højeste afkast, nemlig aktiemarkedet. En væsentlig del af disse midler gik uden om de traditionelle livsforsikringselskaber og pensionskasser og ind i investeringsfonde (mutual trusts) eller direkte aktiekøb. Ikke mindst aktier i den fremstormende IT-industri, der havde vist imponerende stigninger i 1980'erne, hvor aktiemarkedet i øvrigt havde bevæget sig tungt i lange perioder, blev efterspurgt. Langt flere midler, end det, det relativt begrænsede udbud af børsnoterede IT-aktier kunne bære. Efterspørgslen var i sidste halvdel af 1990'erne så stor, at enhver ny børsintroduktion – IPO – der i sit prospekt nævnte IT-relaterede aktiviteter –

blev overtegnet mange gange, selv i de tilfælde, hvor det nyoprettede selskab kun indeholdt en god idé og en optimistisk forretningsplan.

Med så let adgang til kapital udvidedes produktionskapaciteten i store dele af den IT-relaterede branche sig på få år hurtigere end efterspørgslen efter sektorens produkter kunne bære. Med det resultat, at den imponerende indtjening fra pionerårene blev afløst af en langsommere vækst. Store dele af IT-industrien var modnet på rekordtid. Men virksomhedernes aktiekurser var presset så højt op, at selv pæne stigninger i indtjeningen fra det ene kvartal til det andet, slet ikke kunne forsvare de price-earning relationer, som var nødvendig for at opretholde kursniveauet. I en sådan situation begynder professionelle investorer at afvikle deres IT-porteføljer, og den selvforstærkende „køb før det er for sent“ mentalitet blandt amatørinvestorerne blev afløst af forsøg på profittagning. Men når et boble-marked først begynder at falde, er der få, underliggende kræfter, der samler de udbudte materiale op.

NASDAQ-indekset

Fra 1996 til 2000 voksede den amerikanske økonomi med 25 pct. i løbende priser. Det amerikanske NASDAQ 100-indeks, der fortrinsvis indeholder større teknologiaktier, næsten 8-dobledes i den samme periode frem til marts 2000. Dette burde indikere, at man forventede en 32-dobling af overskuddene i selskaberne på lidt længere sigt – hvor højkonjunkturen allerede havde været i det meste af 10-året. Der er ikke noget at sige til, at professionelle investorer rystede på hovedet. Det var ikke IT-branchen, der var noget galt med, men aktieinvestorerne øjensynligt grænseløse mangel på forståelse for, hvad en akties værdi egentlig er på længere sigt.

Faldet var da også markant, da tvivlen først meldte sig. 5 børsdage senere var NASDAQ-indekset faldet fra sit maksimum på 786 til 681 og i de følgende måneder faldt det ned mod 400. De øvrige aktiemarkeder var kun

berørt i begrænset omfang. Realiserede gevinster blev tværtimod reinvesteret i andre sektorer – typisk styrkedes efterspørgslen efter en anden teknologisektor – nemlig health care. Men udviklingen slørede ikke, at store papirformuler var forduftet under IT-boblen. Den amerikanske pensionsopsparerer måtte se i øjnene, at det ikke var markedskurserne, men kun yderligere opsparing, der kunne sikre den nødvendige opbygning af hans pensionsformue.

Højkonjunkturens nedtur

Under disse omstændigheder er det forståeligt, at det store investeringsboom, der havde drevet den amerikanske vækst hurtigt frem, måtte falde sammen. Hvis væksten i privatforbruget gik ned i lavere takt, ville produktionskapaciteten vise sig at være for stor. Den økonomiske vækst, der endnu i 2000 havde været næsten 4 pct. i realværdi, gik næsten i stå i 2001. Og dermed rammes indtjeningen i mange andre-sektorer og også det brede aktiemarked – hvor vurderingen havde været baseret på New Economy-tankens om ubrudt højvækst – der fik et alvorligt knæk. Højkonjunktoren fik alligevel en ende. Hen imod årets slutning oplevede man yderligere chocket fra terroranslaget mod World Trade Center, der yderligere understregede, at tiderne var ændret radikalt.

De europæiske aktiemarkeder afspejlede den amerikanske udvikling i en afdæmpet version. Også her så man eksesser inden for prissætningen af højteknologiaktier, men den måske mest karakteristiske tendens var, at europæisk langfristet opsparing i voksende mængde blev investeret på det amerikanske børsmarked. Det havde en umiddelbar positiv effekt på europæisk økonomi, fordi de massive kapitalbevægelser faktisk tvang eurokursen ned og gjorde europæiske varer mere konkurrencedygtige internationalt. I øvrigt havde den almindelige europæiske pensionsopsparerer hverken den manko i forhold til sit pensionsmål eller en tilsvarende forhøjet levestandard at forsvare. Europas problem – med de

store arbejdsmarkedspensionsordninger og en endnu mindre fordelagtig alderssammensætning – er forblevet et statsfinansielt, snarere end et privatøkonomisk problem i Europa.

Til gengæld har opremsningen af konjunkturen i USA, faldet på aktiemarkedene, der også forplantede sig til Europa og det efterfølgende dollarfald på grund af indtørringen af kapitalstrømmene til USA, nok skadet Europa mere end USA.

På trods af den konservative Bush-regerings traditionelle anti-keynesianske retorik, reagerede USAs centralbank og snart efter regeringen med massive lettelser af pengepolitikken og finanspolitikken, i et omfang, der har reduceret finansieringsomkostningerne til et niveau, der knap er på højde med inflationen og generelt pumpet offentlig købekraft ud til erhvervslivet. Den amerikanske økonomis opbremsning var af kort varighed, og selv om vi nu (begyndelsen af 2003) ikke ser tegn på genoplivningen af højkonjunktoren, er det usandsynligt, at USA går ind i en egentlig stagnationsfase.

Derimod er stagnationsfasen allerede en kendsgerning i Europa, ikke mindst på grund af kombinationen af uafklarede strukturproblemer og opslidningen af det begrænsede finanspolitiske råderum, som Tyskland er havnet i. En stagnerende tysk økonomi trækker resten af Europa med sig, og man må derfor se med nogen bekymring på udviklingen i de næste par år.

Hvad så? – konklusion

Kan man overhovedet investere i fremtiden under disse omstændigheder? Svaret er, at fremtidsinvesteringer skal foretages, når det ikke ser for lyst ud. Men det skal gøres med omhu, og man skal huske den – øjensynlig stadig gældende – sætning fra perioden omkring børskrakket i 1929: Når taxachaufføren fortæller dig, at det er nu, man skal købe aktier i selskabet X – ja, så er det på høje tid at sælge den.