

Usikkerhed på kort sigt – men lys for enden af tunnelen

Første kvartal 2020 kommer til at gå over i historien. Det begyndte med sporadiske nyheder om en meget smitsom ny virus i Kina og endte med nogle ubeskrivelige uger. Meget af verden er nu lukket helt ned, og vi følger alle de triste statistikker over smittede, indlagte og døde. Set i et økonomisk perspektiv er det ikke længere kun bekymringer for Kina men nu også en frygt for en global recession eller endda depression.

Som alle andre har vi tilpasset os til en ny virkelighed. Vi føler med alle dem, der lider under disse hårde omstændigheder, både dem tæt på os og rundt omkring i verden.

I det daglige fokuserer vi selvfølgelig på vores porteføljer, og som mange andre er vi ved at vænne os til at arbejde hjemmefra. Vi er heldige, at vi har robuste it-løsninger, så det har været en nem tilpasning. Selvfølgelig savner vi at se hinanden på kontoret, men vi fortsætter med at arbejde, som vi altid har gjort. I stedet for at sidde ved hinandens skrivebord for at kigge på regneark deler vi vores skærme virtuelt. Snakken ved kaffemaskinen finder nu sted over telefonen, og i stedet for mødelokaler, mødes vi nu via video – men de intense diskussioner om investeringer og de dårlige vittigheder fortsætter ufortrødent.

Vi har naturligvis stirret på masser af grafer og tabeller over forskellige data relateret til virussen og arbejdet på at forstå de forskellige scenarier. Vi vil dog ikke fylde dette skriv med grafer over indlagte eller forsøge at bevise vores evner som amatør-virologer. Som vi vil komme ind på senere i dette skriv, er der i øjeblikket en meget høj grad af usikkerhed, og det er svært at spå om udviklingen, men efterhånden, som tiden går, får vi mere afklaring, og så bør den usikkerhed falde – og det er i sig selv positivt.

Nedenfor vil vi forsøge at give et kort resumé af, hvad der i store træk er sket på aktiemarkederne, og hvordan det ser ud i et historisk perspektiv. Vi vil fortælle om, hvad der har været i fokus for os – at forstå, hvordan det påvirker vores investeringer og potentielle nye investeringer. Vi forsøger også at

vurdere indvirkningen på virksomhedernes indtjening, selvom det stadig er meget tidligt at spå om. Endelig drøfter vi, hvordan aktiemarkedet ser ud nu, og hvad det eventuelt kan betyde for fremtidige afkast. Vores konklusioner er generelt bebyggende.

Markedsudviklingen

I januar faldt kinesiske aktier efter nyheder om en smitsom virus, og det påvirkede ret hurtigt også Sydkorea og Japan. I begyndelsen af februar steg aktierne igen grundet stigende optimisme, i forhold til at Kina med succes kunne inddæmme virussen. I slutningen af februar begyndte andre lande imidlertid at melde om stigninger i antallet af smittede – først Sydkorea og Japan og derefter Italien og Iran. Efterhånden som det blev stadig mere tydeligt, at dette ikke kun var et regionalt, men også et globalt problem, med potentielt alvorlig påvirkning af både udbud og efterspørgsel, begyndte aktiemarkederne verden over at ramle, inklusive det amerikanske marked, der ellers havde været relativt robust indtil da.

Midt i marts kom så den totale overgivelse. Da spredningen af COVID-19 accelererede i Europa, begyndte myndighederne at indføre tiltag for at skabe social afstand og opfordre til – eller kræve – at folk blev hjemme og lukkede skoler. 6. marts brød forhandlinger mellem OPEC og Rusland sammen, da man ikke kunne nå til enighed om nedskæring af produktionen som reaktion på en svagere efterspørgsel forårsaget af virussen. Det stod hurtigt klart, at Saudi-Arabien ville åbne for oliehanerne for at presse priserne ned. Mandag 9. marts faldt

oliepriserne omkring 25% til lige over 30 dollar pr. tønde. Aktiemarkedene kollapsede, og det amerikanske S&P 500-indeks smed over 7%. De følgende dage følte som ren overgivelse. Alle aktivklasser bød på store kursfald, hvad enten det var aktier eller obligationer, guld eller bitcoins. Kreditspændet, som er den merpræmie, man får for at investere i mere risikable papirer, steg kraftigt. Selv om den overordnede retning var nedad i de følgende dage, så var der ekstreme udsving i zigzag-mønster: Frygten steg kraftigt, når der var nyheder om spredning af virussen, og myndighedernes tiltag for at stoppe den, for senere at falde igen, når nyheder om yderligere støtte til økonomien blev offentliggjort.

Aktierne er siden faldet lidt til ro. Vi har bevæget os videre fra chok og overgivelse til et aktiemarked, der er lidt mere roligt og kritisk i forhold til nyheder, selv om det stadig er mere hysterisk end normalt. Der ser ud til at være en generel anerkendelse af, at den finansielle sektor og det finansielle system er meget bedre rustet til en recession i dag i forhold til i finanskrisen. Sammenlignet med da det var værst i midten af marts, så har centralbankerne reageret hurtigt og skabt mere ro hos investorerne, og i modsætning til finanskrisen kan banker fortsat låne penge til hinanden, ligesom virksomheder fortsat har adgang til kapital. 23. marts markerede bunden i kvartalet. På kun en måned faldt verdensindekset MSCI World 33%, mens MSCI Emerging Markets faldt 29%. Ved månedens udgang havde aktierne genvundet noget af det tabte, så globale aktier havde tabt 19% i kvartalet, europæiske 23% og Emerging Markets 22%. Disse stigninger er fortsat ind i begyndelsen af april.

Den typiske opførsel, når aktier falder...

Mange af de dynamikker, vi så i marts, er typiske ved store kursfald. Her fokuserer vi på perioden fra 20. februar til slutningen af marts. På sektorniveau var det de klassiske defensive sektorer som Sundhedspleje, Konsumentvarer og Forsyning, der faldt mindst. I Emerging Markets var billedet det samme, dog klarede kommunikations-sektoren sig relativt godt takket være giganten Tencent, der kun faldt 8%. Sektorerne, der blev hårdest ramt, var Energi af indlysende grunde og andre mere konjunkturfølsomme sektorer som Industri og Materialer. Blandt forbrugsgoderne ville tabene have været større, hvis ikke det havde været for meget beskedne tab i online-giganterne Amazon og Alibaba, der faldt hhv. 11 og 12%.

Det var en forventet reaktion, da investorer i faldende markedet ofte foretrækker de aktier, hvor, de mener, risikoen er lavest. Det samme gør sig gældende, når vi kigger på forskellige investeringstilgange. Generelt har mønsteret vist, at investorerne har prissat aktier, som var vi i en recession, hvorved konjunkturfølsomme aktier (Value-aktier og Small Cap aktier)

blev ramt hårdest, mens defensive (momentum- og kvalitetsaktier samt aktier med lav volatilitet) har tabt mindst. Det brede verdensindeks, MSCI World, faldt med 19%, mens Value-indekset, MSCI World Value, faldt 26%, og MSCI World Small Cap faldt 29%. Den samme tendens sås i Europa samt i Emerging Markets. Ser vi på vores fonde, har de tabt lidt mere end sammenligningsindekset, men det er primært drevet af deres investeringstilgang til Value samt eksponering til små og mellemstore virksomheder. Vi vender tilbage til dette senere.

Ser man på landeniveau, har virussen også haft indflydelse på aktierne. Nogle lande blev relativt tidligt ramt af COVID-19 og syntes at have haft succes med at bremse dens spredning, hvilket gjorde det muligt for dem så småt at genoptage en vis grad af økonomisk aktivitet. Således endte lande som Kina, Japan, Sydkorea og Taiwan kvartalet med mere begrænsede tab end mange andre. Det er imidlertid vigtigt at holde øje med, hvad der sker, efterhånden som et land åbner op efter at have været lukket, og antallet af smittede evt. kan stige igen.

Omvendt inkluderer rækken af lande med de dårligste aktieafkast mange, der blev ramt senere af virussen, og hvor der stadig er lukket ned, eller hvor myndighederne måske reagerede for sent eller for vagt. Storbritannien, Frankrig og Tyskland var blandt de hårdest ramte, ligesom Brasilien, hvor præsident Bolsonaro protesterede kraftigt mod social afstand.

Virussen var imidlertid ikke den eneste faktor, der havde betydning for kvartalets aktieafkast. I Emerging Markets betød udviklingen i oliepriserne sandsynligvis mindst ligeså meget som virussen i forhold til enkelte landes afkast. For eksempel er Kina ikke bare verdens største importør af energi, men energi-aktier udgør også en relativ lav vægt i det kinesiske indeks, så faldende oliepris har været relativt positiv både for den kinesiske økonomi og for det kinesiske aktiemarked. Det står i skarp kontrast til olieeksporterende lande som Brasilien, Rusland, Mexico og Colombia, hvor både valutaer og aktier blev hårdt ramt. Colombianske aktier faldt således 49% fra 20. februar til slutningen af marts.

... men alligevel ikke et helt typisk kursfald

Tolstoj skrev, at "Alle lykkelige familier ligner hinanden, men den ulykkelige familie er altid ulykkelig på sin egen måde". Ethvert faldende aktiemarked er nok også ulykkeligt på sin egen måde. Så hvordan kan dette sammenlignes med andre? Det er først og fremmest et stort fald og har den tvivlsomme ære at komme ind på en 6. plads på listen over de største kursfald i de amerikanske S&P 500-indeks i de sidste 100 år. Det er gået voldsomt stærkt, og på kun 23 dage faldt S&P med 34% fra 20. februar. Normalt er så voldsomt et faldende

marked, et såkaldt 'bear market', mere end 18 måneder om at udspille sig.

Det, der udløste kursfaldene, var et eksternt chok til økonomien, forårsaget af både de direkte virkninger af COVID-19-virusen og af alle tiltagene for at inddæmme den. På tragisk vis er kuren (social afstand og nedlukning) mod den ene krise (sundhedskrisen/virusen) netop det, der udløser en anden krise (økonomisk recession som følge af nedlukning). Det har været en hurtig katalysator: Nedlukningerne har en øjeblikkelig indvirkning på økonomien, og normalt er aktieinvestorer gode til at 'fordøje' recessioner og sælger inden de rent faktisk manifesterer sig – markedet sælger på forventninger om en recession og køber på faktum. Denne gang blev den proces enormt komprimeret, fordi kursfaldene og recessionen startede samtidig. Det forklarer måske, hvorfor aktiemarkedene var så brutale i marts sammenlignet med andre perioder med kursfald – investorerne havde simpelthen travlt med at fordøje en recession, der allerede er over os. Det kan betyde, at vi allerede har lagt det værste bag os, selvom større kursudsving end normalt formentlig må forventes at fortsætte lidt endnu. Desværre fortæller det os ikke, hvornår det næste opsving kommer.

Ingen sigtbarhed på kort sigt

Der er helt sikkert 'priset' meget dårligt ind, men spørgsmålet er, om det er nok, eller om aktierne skal længere ned. Givet de nuværende udsigter for både virus og økonomi føler vi os rimeligt overbeviste om, at aktier efter så stort et kursfald og med den nuværende værdiansættelse ser interessante ud i et langsigtet perspektiv. Det er vigtigt.

Det er imidlertid vanskeligere at bedømme, hvad der sker på kort sigt. Vi er på samme tid midt i en sundhedskrise, en økonomisk krise og en oliepriskrig - med den udfordring, at tiltag mod sundhedskrisen forværrer den økonomiske krise. Det er en underdrivelse at sige, at det gør det svært at forudsige, hvad der kommer til at ske på kort sigt, når kriserne er indbyrdes forbundet gennem tiltagene.

Man kan evaluere en krise ved at spørge sig selv, om vi kender de nødvendige værktøjer, der skal til, for at løse dem, og om vi kan anvende dem i tilstrækkelig udstrækning og på et passende tidspunkt? For COVID-19 ser de rigtige værktøjer ud til at være social afstand, test, behandling og vacciner. Der er imidlertid store problemer med at levere på alle områder samtidig. Vacciner ser ud til at ligge ude i fremtiden, og selvom kapaciteten for respiratorer stiger, mangler vi stadig decideret medicin. Testkapaciteten er stadig begrænset i mange lande. Det eneste, vi kan arbejde med her og nu, er social afstand. Det er meget skalerbart, og i mange lande blev

det indført på et passende tidligt tidspunkt, men det har meget høje økonomiske og sociale omkostninger, der gør det uholdbart at opretholde i længden i sin nuværende form.

Der er således stor usikkerhed, og lige netop usikkerhed er et af de mest giftige elementer i en krise - både for enkeltpersoner og for samfundet som helhed. Det kan give tryghed at tænke over, at vi for hver dag, der går, får mere information om virusen, hvilket kan fjerne noget af usikkerheden og give lidt mere sigtbarhed. Når der for eksempel kan testes i stor stil for både virus og antistoffer, kan det give mulighed for at lempe på tiltagene i forhold til social afstand under kontrollerede forhold. Nogle lande, primært i Asien, har allerede lettet på nogle af restriktionerne, og effekterne på økonomien ser ud til at være betydelige. Vi håber på det bedste.

I øjeblikket er der dog stadig stor usikkerhed. Indtil vi ved, hvilken virkning myndighedernes foranstaltninger har på virusens udvikling, er det vanskeligt at bedømme omfanget af det økonomiske problem - og derfor vanskeligt at bedømme, hvor meget der skal til for at holde hånden under økonomien. Derfor er det så vigtigt, at verdens ledere og beslutningstagere sender signaler om, at man er klar til at gøre, 'hvad end, der skal til'. Regeringer og centralbanker har heldigvis handlet både hurtigt og markant med massive finans- og pengepolitiske indgreb. Det inkluderer alt fra støtte til lønninger, skattefritagelser og -udsættelser, låneprogrammer, øgede udgifter til sundhedspleje og infrastruktur og endda kontantuddelinger. Disse indgreb er gennemført langt hurtigere, end vi så under finanskrisen og i et enormt omfang.

Virksomhedernes indtjening

Som mange andre analyserer vi forskellige scenarier og kigger på, hvad de kan betyde for et fremtidigt opsving i økonomien og på aktiemarkedet - to elementer, der ikke nødvendigvis følges ad. Som allerede nævnt er sigtbarheden ringe på kort sigt, og som i de fleste andre kriser er det svært at vurdere den nøjagtige varighed af krisen. Vi vil bestemt heller ikke forsøge at forudsige, hvornår COVID-19 topper, hverken i forhold til antal smittede eller i forhold til de økonomiske effekter - men det ser ud til at være et tidsbegrænset eksternt chok, som på et tidspunkt har en udløbsdato. Visse brancher er hårdt ramt, så omfanget og udformningen af politikernes og centralbankernes støtte er vigtige for, om de kan overleve og tage del i det næste opsving. Men selv for virksomheder, der er heldige at blive ramt af en relativt begrænset og kortvarig V-formet recession, har en midlertidig nedgang i indtjeningen en effekt som følge af lavere overført overskud. Recessioner skal tages alvorligt, og der vil være betydelige økonomiske effekter, men langt de fleste virksomheders underliggende indtjeningsevne må antages ikke at blive beskadiget i samme omfang som efter finanskrisen, der blev ved med at rumle i årevis.

Ser man på virksomhedernes indtjening, er det, der begyndte som forventninger om en kortvarig nedgang i første halvår, nu generelt udvidet til at omfatte hele året. Det ser ud til, at 2020-indtjeningen måske vil falde med 30% eller mere i forhold til sidste år. Mens analytikere verden rundt allerede er begyndt at nedjustere, vil mange virksomheder ikke gøre det, før de aflægger regnskaber i de kommende uger. Vi forventer, at den proces, hvor virksomheder enten nedjusterer eller har svært ved at komme med forventninger, kan udløse volatilitet i aktiemarkedet. Der er imidlertid stadig et betydeligt potentielt for, at indtjeningen i 2021 kan komme stærkt igen, og hvad enten det er en V-formet eller U-formet recession, forventes aktiemarkedet at være hurtig til at begynde at indregne det næste opsving. Sådant en vending i stemningen til stigende markeder kan være endnu mere markant end hurtige kursfald.

Hvad har vi fokuseret på?

Som langsigtede Value-investorer prøver vi at undgå at lave hurtige tilpasninger i forhold til generelle markedsudsving, og det er også tilfældet denne gang. Vi har først og fremmest fokuseret på de virksomheder, der ligger i porteføljerne, og arbejdet hårdt på at forstå, hvordan de påvirkes af pandemien, og tiltagene imod den, samt de faldende oliepriser. Som man kunne forvente, har vores aktier inden for Sundhedspleje og Konsumentvarer generelt klaret sig godt, og faktisk har nogle af dem nydt godt af den seneste udvikling. Over en bred kam har vi vurderet påvirkningen af indtjening og pengestrømme både på kort og på længere sigt og set, om det har ændret på vores forudsætninger for værdiansættelse af virksomhederne. Vores konservative investeringsproces hælder mod virksomheder med relativt stærke balancer, men grundet situationen tjekker vi vores antagelser om gæld og likviditet for at sikre styrken af vores virksomheder. Denne proces kan hjælpe os med at identificere muligheder for at øge vores position i virksomheder, hvis aktier er faldet for meget i værdi. Det er vigtigt at huske, at uanset hvor ustabil aktiekursen kan være på kort sigt, så er en virksomheds underliggende forretningsmæssige værdi mere stabil. En nyttig bekræftelse af dette så vi for nylig i et kinesisk ejendomsselskab, Soho China, der ligger i vores Emerging Markets-porteføljer. I begyndelsen af marts steg aktiekursen 38% oven på nyheder om et potentielt købstilbud til en endnu højere pris af 'private equity'-giganten Blackstone. Det fik den betydelige værdi af deres ejendomsportefølje frem i lyset. Selvom intet er bekræftet, og aktiekursen har været ustabil siden, er budskabet vigtigt: Vi investerer i virksomheder på grund af den langsigtede værdi af indtjeningen, aktiverne kan genere, og den værdi afspejles for mange aktiers vedkommende ikke i markedsbevægelserne i de seneste uger.

Vi følger også udviklingen i likviditeten på aktiemarkedet i denne tid, som generelt har været rimelig, hvor obligationsmarkederne til sammenligning har oplevet visse udfordringer. Likviditeten på aktiemarkedet er generelt steget, dog med en vis udvidelse i handelsspændet. Vi har derfor ikke oplevet nogen problemer i forhold til at kunne handle i både eksisterende investeringer og nye investeringer.

Ud over denne vedligeholdelse af de eksisterende investeringer overvejer vi ligeledes potentielle nye investeringer. Vi har ikke foretaget nogen dramatiske ændringer i fondene i kvartalet på lande- eller sektorniveau. Vi finder tryghed i det betydelige potentielt, vi ser i vores eksisterende investeringer. Den nuværende markedsuro skaber betydelige muligheder for at finde lavt prisfastsatte aktier til nye investeringer i vores fonde. På et tidspunkt som dette føles det mærkeligt at tale om 'muligheder', men det er vores mission at jage gode langsigtede afkast.

Energi-aktier

En sektor, der naturligvis har krævet en stor del af vores opmærksomhed på det seneste, er energisektoren. Saudi-Arabien har måske de laveste omkostninger ved udvinding af olie i verden - put et rør i jorden, og olien vil flyde - men de kan ikke tåle denne lave pris alt for længe. Rusland bliver måske ramt hårdere af den lave pris, men Saudi-Arabien finansier er også stærkt afhængig af en oliepris, der er betydeligt højere end det nuværende niveau, og der er ikke meget spillerum til at reducere i olie-indtægterne, uden at det kan få betydelige indenlandske konsekvenser. Markedet har været i såkaldt 'Contango' siden dag ét, hvilket vil sige, at de langsigtede oliepriser er betydeligt højere end spotpriserne. Vores vurdering igennem de seneste uger har været, at priskrigen ikke vil blive langvarig, og at der vil blive indgået en aftale om at tilpasse produktionen til et mere passende niveau. Faktisk er der efter kvartalets afslutning annonceret en ny aftale om at skære produktionen med 10%. Det er endnu uvist, om det er tilstrækkeligt til at stabilisere olieprisen.

Med eller uden en aftale mellem de olieproducerende lande, har indgrebene mod COVID-19 i væsentlig grad påvirket efterspørgslen efter olie. Spørgsmålene her er stort set de samme som for økonomien generelt - hvor længe går der, før vi vil se en normalisering? Uden en eller anden form for normaliseret efterspørgsel vil hverken mængder eller priser kunne lette presset på producenterne længere oppe af omkostningskurven, som for eksempel de amerikanske skiferolie-producenter. Det er også værd at overveje, at jo længere COVID-19-tiltagene vil blive opretholdt, des større er chancen for, at de fører til længerevarende adfærdsendringer i samfundet, såsom færre forretningsrejser, flere videomøder og mere hjemmearbejde med strukturelle konsekvenser for energiefterspørgslen. Hvad betyder det for overgangen til

grønnere energi, som har oplevet en stigende opbakning i de senere år? På den ene side hævdes det, at lavere oliepriser kan opretholde olieefterspørgslen og forsinke den grønne omstilling. På den anden side var efterspørgslen på olie måske ved at toppe som følge af tilsagn om lavere CO₂-udledning, og måske kan krisen betyde, at efterspørgslen allerede har toppet. Lavere efterspørgsel og lavere priser kan øge antallet af strandede aktiver ('stranded assets') og presse nogle af producenterne med de højeste omkostninger og de mest CO₂-intensive olieproducenter ud af markedet, hvilket fremskynder overgangen til renere energi, idet den nuværende COVID-19-krise viser samfundet, at hurtige forandringer faktisk er mulige. Det er fortsat tidligt at vurdere, hvad det ender med, og på kort sigt vil der naturligvis fortsat være fokus på konflikten mellem Saudi-Arabien og Rusland. I vores fonde arbejder vi således på at prøve at forstå konsekvenserne af en fortsat energiomstilling, fordi den helt klart kan have betydelige konsekvenser for de langsigtede afkast i denne sektor.

Som i alle andre sektorer, vi kigger på, gælder det om at forstå, hvorledes vores selskaber påvirkes både på kortere og længere sigt. På kort sigt er de centrale spørgsmål styrken af balancen og pengestrømme samt fleksibiliteten i forhold til kapitalomkostninger (investering og vedligeholdelse af anlægsaktiver), og her er vi generelt blevet beroliget. Vi overvejer også potentielle nye investeringer, selv om vi ikke forventer store ændringer i eksponeringen til sektoren.

Investeringsstil

Som vi skrev tidligere, har sektor- og stilbevægelserne i de seneste uger været temmelig typiske for et risikoovers marked, der prøver at 'prise' en recession ind i aktierne. Det er ikke svært at forstå, hvorfor aktiemarkedet opfører sig defensivt på kort sigt midt i en ekstremt usikker periode. De penge- og finanspolitiske tiltag spiller en vigtig rolle, og vi har allerede set stærke pengepolitiske tiltag, som har givet ro til aktiemarkedet, men ikke har løftet de langsigtede inflationsforventninger eller den lange ende af rentekurven. Vi har flere gange diskuteret rentens indflydelse på afkast på forskellige investeringstilgange. På kort sigt understøtter den lave og flade rentekurve de høje værdiansættelser af de såkaldte 'sikre' dele af aktiemarkedet, mens Value-investering har det svært.

Det er dog værd at bemærke, at aktiemarkedet på mange måder allerede havde positioneret sig i forhold til en recession siden slutningen af 2017. Selv om afkastene på aktiemarkedet har været fornuftige, skiftede investorerne yderligere ind i de formodede sikre områder af aktiemarkedet. Vi kigger ofte på 'stil-indeks', som viser, hvordan forskellige investeringstilgange eller -stilarter klarer sig i forhold til hinanden. Når aktiemarkedet går igennem en dramatisk begivenhed som et fald på 30% på et par uger, vil man forvente at se stil-

indeks, der går amok og viser en klar afvigelse fra markedsdynamikken i de foregående måneder. Overraskende er det, når man ser på stil-indeks for marts 2020 – for her vil man næsten ikke kunne se ændringer. Stil-indeksene fortsatte simpelthen de tendenser, de havde vist før, men dog i et hurtigere tempo. Value-aktier og Small Cap-aktier gav fortsat et lavere afkast, mens stilarter som kvalitet, momentum og lav volatilitet gav et højere afkast i perioden. Hvis investorerne før 'gik' i retning mod såkaldte sikre investeringer, så er de nu den seneste tid begyndt at 'løbe'.

Vi finder dette temmelig betryggende for value-investorer. Selv om det stærkt faldende aktiemarked og recessionen startede samtidig i marts 2020, har der allerede været gang i denne markedsrotation de sidste par år, hvor investorer positionerer sig mod en forestående recession. Det har allerede betydet et løft af den relative værdiansættelse af Value versus vækst, eller Value versus kvalitet, til nye ekstreme niveauer. Vi hører nogle gange, at indtil en recession faktisk har materialiseret sig, er det vanskeligt at forestille sig en 'katalysator' for, at Value skal begynde at gøre det bedre end resten af aktiemarkedet. I en vis forstand går det tilbage til det grundlæggende punkt om, at markedet ofte sælger på forventninger om en recession og køber på faktum. Faktum er, at vi nu er i en recession.

Så mens Value-aktier er blevet straffet yderligere på kort sigt, er potentialet nu endnu mere betydeligt. Det er en aktivklasse, der er blevet betydeligt billigere og vil opleve en betydelig medvind fra en stejlere rentekurve, når den dag oprinder. Man bør huske på, at selv om de kortsigtede pengepolitiske tiltag vil understøtte de fortsat høje værdiansættelser af vækst- og kvalitetsaktier, så kan markante finanspolitiske tiltag måske støtte mere bredt i økonomien, herunder mere konjunkturfølsomme områder, der typisk er mere forbundet med Value-aktier. Som vi beskrev oven for, kan en vending i stemningen være endnu mere markant end hurtige kursfald - og givet den risiko, vil en eksponering til Value-aktier være et afgørende element i en veldiversificeret aktieeksponering.

Hvis man har læst vores tidligere skriv, ved man, at vi aldrig forsøger at forudsige markedsudviklingen, og det er fortsat tilfældet i disse usikre tider. Vi vil fortsat fokusere på vores investeringer og på muligheder for at finde nye attraktive investeringer til porteføljen og dermed underbygge potentialet for gode langsigtede afkast. Den forretningsmæssige værdi af vores selskaber er robust, og vi ser frem til, at det afspejles i aktiemarkedet.

Publiceret i april 2020

Spainvest har tilsluttet sig UN PRI og er medlem af Eurosif og Dansif.

UN PRI er et internationalt netværk i FN-regi for professionelle investorer, der bygger på seks principper for ansvarlig investering. Målet er at hjælpe investorerne med aktivt at vurdere miljø, sociale forhold og ledelse i deres investeringer.

Signatory of:



Dette materiale udgør ikke individuel investeringsrådgivning og kan ikke danne grundlag for en beslutning om køb eller salg (eller undladelse heraf) af investeringsbeviser. Materialet er alene udarbejdet som orientering, og investorer opfordres til at søge fornøden professionel rådgivning inden køb eller salg af investeringsbeviser. Opmærksomheden henledes på, at historiske afkast og kursudvikling ikke kan betragtes som en garanti for fremtidig afkast og kursudvikling, ligesom investering altid er forbundet med risiko for tab. Spainvest påtager sig intet ansvar for den rådgivning, der ydes og dispositioner, der foretages eller undlades i forlængelse af dette materiale. Der tages forbehold for trykfejl, beregningsfejl og eventuelle øvrige fejl i materialet.