

Det amerikanske valg og indvirkningen på aktier

Når man ser tilbage på de sidste to kvartalsrapporter, fremgår det tydeligt, hvor hurtigt pandemien og følgevirkningerne heraf har udviklet sig. Årets første kvartalsrapport fokuserede på den første bølge af pandemien: De menneskelige og sociale omkostninger, de mange forskellige og inkonsistente tiltag, som de enkelte regeringer implementerede verden rundt, samt hvordan aktiemarkedet kapitulerede i marts måned.

Den anden kvartalsrapport var mere håbefuldt i forhold til et økonomisk opsving, med ophævelse af nedlukninger af samfundet, på trods af at pandemien fortsat kraftigt påvirkede særligt de lande, der var sene til at implementere forholdsregler. Dog var forskellige økonomiske hjælpepakker begyndt at vise sine positive effekter, både ved at afbøde effekten af den økonomiske situation for befolkningen, men også ved at holde hånden under aktiekurserne, hvilket betød, at de forskellige aktiemarkeder genvandt meget af det tabte i første kvartal.

Her ved slutningen af tredje kvartal er pandemien i sandhed blevet grundvilkår i dagligdagen. I Europa har et stigende antal smittede samt genindførsel af dele af nedlukningen fra første kvartal vist, at der var god grund til at frygte en anden bølge i pandemien.

De enkelte regeringer forsøger at graduere, hvor meget de enkelte lande lukkes ned ved at implementere forskellige regler for forskellige regioner eller segmenter af samfundet, men vi står uden tvivl over for en ny virkelighed, hvor vi er nødt til at imødesee en eller anden form for nedlukning i de kommende måneder. Lægevidenskaben har gjort betydelige fremskridt i kampen imod COVID-19, og samtidig har medicinalindustrien gjort store fremskridt i udviklingen af vacciner. Men selv i en situation, hvor der kommer en virksom vaccine, så vil selve distributionen på verdensplan ikke være mulig lige med det samme – og med sikkerhed ikke før begyndelsen af 2021. De langsigtede samfundsmæssige effekter af pandemien samt af regeringernes tiltag, hvad enten det er i form af fysiske, følelsesmæssige, psykiske eller økonomiske

påvirkninger vil først forstås fuldt ud på et senere stadie. Dog står det klart, at man er nødt til at tilpasse sine langsigtede forventninger, både som individer og som samfund.

Derfor vedbliver COVID-19 med at være en af de vigtigste faktorer for både individer, samfund og markeder. Der har dog været en udvikling, idet markederne i første halvår næsten kun var drevet af nyheder om pandemiens udvikling, mens andre emner begyndte at komme i fokus i tredje kvartal. I denne kvartalsrapport vil vi, ud over et overblik over markedernes udvikling i kvartalet, adressere præsidentvalget i USA som et af de vigtigste aktuelle emner sammenholdt med et syn på de potentielle langsigtede konsekvenser for beholdningerne i vores porteføljer. Endelig vil vi slutte af med at give et overblik over de vigtigste udviklinger i vores beholdninger i tredje kvartal.

Markedsudviklingen i tredje kvartal

Når man ser på markedsudviklingen, har afkast kun været beskedne i tredje kvartal. MSCI World havde et afkast på 3,24% målt i danske kroner. Dog er det tydeligt, at imens indeksets samlede afkast viser et billede af stabilitet, så har markederne været meget påvirkede af både pandemi-relaterede samt andre nyheder. Når vi tager et grundigere kig på kvartalet, ser vi et andet billede.

Først og fremmest fremstår USA som det land, der klarede sig bedst i de udviklede lande, når man ser på de forskellige geografiske regioner, mens Europa derimod kæmpede med pandemiens anden bølge. Dog havde Emerging Markets et

bedre afkast end de udviklede lande i kvartalet, idet MSCI Emerging Markets havde et imponerende afkast på 4,80% i kvartalet. Afkast i Emerging Markets var drevet af stærke afkast i store markeder såsom Kina, Sydkorea og Indien.

En måned for måned-gennemgang af afkast viser også væsentlige forskelle. Markederne var flade i juli måned, da nyheder omkring genåbningen i enkelte geografiske områder, især i Europa, blev opvejet af forværrede situationer andre steder i verden, herunder USA. Dog havde markederne gode afkast i august måned, idet opsvinget fik overtaget på trods af øget frygt i forbindelse med, at regeringernes stimuluspakker ville ende. I september var der en mindre nedgang i markederne, idet pandemiens anden bølge viste sig i Europa, og det langsomt begyndte at blive tydeligt, at vi fortsat er mange måneder fra en tilbagevenden til en form for normal hverdag.

I vores seneste kvartalsrapport beskrev vi dybdegående, hvordan en håndfuld aktier havde en uforholdsmæssigt stor påvirkning af aktieindeksets samlede afkast. På kvartalsbasis har denne håndfuld amerikanske teknologiaktiers fremgang fortsat med uformindsket styrke. Dog faldt Microsoft 1% i kvartalet, hvorimod Amazon var oppe med 5%, og Apple steg 22%. Men på samme måde som markedernes kvartalsafkast ikke afdækker forskellene i de enkelte måneders afkast, så gælder det også for disse teknologiaktier. Juli og august fortsatte tendensen fra første halvdel af året, hvor Amazon steg 20%, og Apple var oppe med forbløffende 42% i disse to måneder alene. Dog var der en tilbagegang i september, hvor Amazon faldt med 10% og Apple med 13%. I Emerging Markets fortsatte online-handels-giganten Alibaba sin fremgang og steg med 31% henover kvartalet, hvorimod Tencent havde et midelmådt afkast, efter at investorer nedbragte deres positioner. Tencent sluttede derfor kvartalet med et mindre negativt afkast.

Selvfølgelig gør én svale ingen sommer, og tiden vil vise om nedgangen i september for disse teknologi-giganter var begyndelsen på en længerevarende tilbagegang. Imidlertid er vi fortsat opmærksomme på, at når vi taler om afkast for indeks, så må vi være bevidste omkring de forvrængninger som store udsving i disse få aktier afstedkommer.

Nedgangen i september for disse teknologiaktier blev reflekteret i bevægelserne i verdens aktieindeks. I de udviklede markeder havde det brede Value-univers et bedre afkast end det overordnede marked. Dette var dog beskedent, idet MSCI World Value havde et merafkast på 0,2% ift. MSCI World, men det var dog i sig selv signifikant, da september var den første måned i 2020, hvor Value-indekset havde et bedre afkast end det overordnede indeks. I Emerging Markets havde MSCI EM Value-indekset igen et mindre afkast end det bredere

markedsindeks i kvartalet, men dog i en betydeligt mindre grad i september måned.

Det forestående valg

Det amerikanske valg kommer tættere og tættere på, og den 3. november vil vælgerene i USA sætte deres kryds. Valghandlinger er selvsagt vigtigt for indbyggerne for det enkelte land, men valget i USA har samtidig en meget stor global betydning. I dette meget uforudsigelige år vil det være en tåbes ærinde at lave nøjagtige forudsigelser for valgets resultat. Denne uforudsigelighed bliver forstærket, når man ser på senatsvalgene længere nede på valgsedlen, og betydningen af præsidentvalget vil netop blive enten forstærket eller begrænset af resultatet af disse senatsvalg.

Dog er vi som langsigtede investorer, på trods af denne indbyggede usikkerhed, nødsagede til at evaluere konsekvenserne af de mulige udfald samt drage konklusioner ift., hvordan vores porteføljer kan blive påvirkede af disse. I denne kvartalsrapport vil vi fokusere på tre måder, hvorpå vores porteføljer kan blive påvirket af det amerikanske valg.

Først og fremmest er klimaforandringer et meget væsentligt emne, og det amerikanske valg vil potentielt kunne ændre kursen for verdens største økonomi mht. CO₂ og andre drivhusgasser. Klimaforandringer er en enorm risiko for både det globale samfund samt for de enkelte virksomheder – men der er også muligheder for virksomheder, der effektivt kan tilpasse sig. En ændring i USA's tilslutning til at reducere CO₂-udledning kan skabe en dynamisk situation, der kan åbne op for betydelige muligheder for både samfund og virksomheder.

Dernæst refererede vi kort i sidste kvartalsrapport til et emne, som vi kaldte 'den teknologiske, kolde krig'. Dette emne har indtaget en endnu mere prominent rolle de sidste tre måneder, og det amerikanske valg kan meget vel accelerere denne udvikling. Vi vil belyse både de begivenheder, der har bragt os til den nuværende situation, samt nogle af de vigtigste implikationer, den seneste eskalering har for investeringer i sektoren.

Til slut vil vi belyse en række langvarige økonomiske forandringer samt potentialet for både Value-investering som stil samt for vores beholdninger i porteføljerne.

Bæredygtighed

Vi har længe arbejdet med ESG-analyser som en integreret del af vores investeringsproces for at evaluere både, hvordan virksomheder imødegår risici og negative påvirkninger, men også for at evaluere, hvordan de tilpasser sig og derved udnytter muligheder med potentialet for at generere værdi for den enkelte virksomhed men også for samfundet. En af de

vigtigste udfordringer, vi står over for ift. bæredygtighed, er reduktion af CO₂-udledninger. Investorer spiller en væsentlig rolle ved at skulle facilitere et skifte til en fremtid med lave niveauer af CO₂-udledninger – og vi mener, at vi, i særdeleshed som Value-investorer, kan spille en central rolle ved at medvirke til en sådan forandring.

Vi har det synspunkt, at bæredygtige investeringer må og skal være mere end blot at købe aktier i 'feel good- virksomheder'. For os handler det mere om at drive en reel forandring. Som Value-investorer vil vi i stedet for at investere i tilsyneladende perfekte virksomheder, der er dyrt prissatte, derimod søge efter en bred række af undervurderede investeringsmuligheder, hvilket inkluderer virksomheder, der kan drive stærke afkast gennem fundamentale forbedringer på medium til lang sigt. Vi ser dialogen med virksomhederne i vores porteføljer som en essentiel del af en proces, hvor vi tilskynder disse virksomheder til at implementere forbedringer.

Dette er især relevant, når det kommer til CO₂, idet der er en række virksomheder, der opererer i industrier med relativ høj CO₂-intensitet, men som samtidig også er vigtige for samfundet. Hvis en virksomhed i en sådan industri med succes kan håndtere transitionen til en mærkbar lavere CO₂-intensitet, har det betydelige fordele for samfundet men også for værdien af virksomheden.

Vi var fornyligt værter for et seminar med stålproducenten ArcelorMittal, som også er at finde i vores portefølje (for yderligere detaljer, se venligst [Link](#)). Stål er en essentiel råvare, men det er samtidigt også ansvarlig for en betydelig andel af den globale CO₂-udledning. Vi har en løbende dialog med ArcelorMittal med et specifikt fokus på CO₂. I det afholdte seminar understregede virksomheden ikke blot udfordringerne i at skifte til stål med lav CO₂-intensitet, men også de teknologiske løsninger, som selskabet investerer i. ArcelorMittal annoncerede tidligere en plan, hvoraf det fremgår, at selskabet skal opnå CO₂-neutralitet på deres europæiske produktionsanlæg i 2050, og efter vores seminar udgav de deres anden "Global Climate Action"-rapport. Det fremgår af denne rapport, at deres 2050-mål for CO₂-neutralitet ikke længere kun gælder for deres europæiske operationer, men nu også deres produktionsanlæg på globalt plan. Dette giver måske et håb om, at det lederskab som enkelte regioner eller virksomheder viser, kan resultere i fremskridt på globalt plan. En udfordring i overgangen til en fremtid med lave niveauer af CO₂-udledning er, at verden ikke udvikler sig i en jævn hastighed, samt at nogle lande vil føre an, og nogle vil halte bagefter.

USA har i de senere år været anset for at være det mest iøjnefaldende eksempel på et land, der sækker agterud, efter at de trak sig ud af Paris-aftalen fra 2015, der omhandler

imødegåelse af klimaforandringerne. Dog er den føderale regering ikke den eneste lovgivende forsamling i USA, og mange enkeltstater har således selv vedtaget strammere miljømæssige og CO₂-relaterede restriktioner i de seneste år. Californien har fx den største individuelle statsøkonomi i USA og har samtidig indført både CO₂-begrænsninger, en CO₂-handels-mekanisme samt et mål for CO₂-neutralitet på statsplan i 2045.

Dog har den føderale regering uden tvivl en væsentlig rolle at spille i udviklingen og håndhævelsen af regler samt i faciliteringen af et bedre samarbejde staterne imellem, og det er netop et område, som vi monitorerer, efterhånden som vi kommer tættere på valget. Demokraternes kandidat, Joe Biden, har annonceret grønne investeringer, især i CO₂-reduktioner i el-nettet. Såfremt han skulle vinde valget, vil dette være en fordel for energiproducenter med lave niveauer af CO₂-udledninger, mens det derimod vil være negativt for de energiselskaber, der baserer sig på fossilt brændstof.

Handel og den teknologiske 'kolde krig'

Det politiske område, hvor præsident Donald Trump har haft den mest signifikante indflydelse de seneste fire år, har været handelspolitikken. Under hans valgkamp i 2016 var han især meget kritisk over for Kina fx, og efter han blev valgt til præsident, har USA's handelspolitik og forholdet til Kina således været meget anderledes end tidligere.

I årtier har Vesten haft en handelspolitik over for Kina, der tilskyndede investeringer i håbet om, at man fik en rimelig andel af fortjenesten. Under præsident Trump har den amerikanske handelspolitik udviklet sig til at være meget mere transaktions-baseret i sin natur med en "jeg vinder, og dermed taber du"-mentalitet. Handelskrigen var primært motiveret af det store handelsunderskud, som USA havde ift. Kina og involverede indførelsen af tariffer og andre handelsbarrierer. Målet med denne handelspolitik var netop at øge USA's eksport til Kina, herunder af især landbrugsvarer.

Samtidig fandtes også en anden problemstilling omkring samhandel med Kina, hvilket omhandlede tvungen teknologioverførsel. For at få lov til at sælge sine produkter til kinesiske virksomheder og forbrugere har vestlige selskaber i mange år været nødsaget til at slå sig sammen med en lokal partner og derved dele sin fortrolige teknologi.

De amerikanske myndigheders bekymring var således, at denne teknologi ville blive eksproprieret af de lokale partnere og dermed blive anvendt uden reference til den originale vestlige virksomhed, der har udviklet teknologien.

Betydningen af denne politik blev forstærket af den vigtige rolle, som Kina har i de globale forsyningskæder med varer,

der producers i Kina for til sidst at ende op hos de vestlige forbrugere. Kina køber fx halvledere (semiconductors) for 300 mia. USD om året, hvilket er over 50% af den globale efterspørgsel, og disse semikonduktorer bliver efterfølgende inkorporeret i produkter, der sælges til vestlige virksomheder og forbrugere. Disse forsyningskæder er i sandhed globalt integrerede og derved også meget svære at separere.

Kina har, som en del af sin plan, "Made in China 2025", store ambitioner omkring de dele af forsyningskæden, de ikke selv kontrollerer, herunder semikonduktorer, og disse ambitioner bidrager til USA's bekymringer omkring teknologioverførsler samt Kinas fremskridt som konkurrent.

I maj 2019 blev en af de første salver affyret i den teknologi-fokuserede konfrontation, da USA placerede de kinesiske selskaber Huawei og ZTE på en liste over selskaber, der ikke måtte importere en række produkter baseret på amerikansk teknologi. Denne liste indeholder nu over 300 kinesiske virksomheder. Således betyder koncentrationen af amerikansk ekspertise i markeder såsom netop semikonduktorer, at man, hvis man som kinesisk selskab bliver placeret på denne liste, rent praktisk er blokeret fra at tilgå global teknologi. Denne liste af selskaber udvides løbende, og det kinesiske selskab SMIC blev tilføjet så sent som i september i år.

Disse forsyningskæder er blevet opbygget gennem mange år og bidrager med betydelige fordele til de vestlige virksomheder, der benytter dem, i form af både lave omkostninger og fleksibilitet. En erstatning af sådanne komplekse forsyningskæder vil være forbundet med ekstremt høje omkostninger og tage lang tid. Ikke desto mindre kan slutresultatet af denne del af handelskrigen i sidste ende være, at virksomhederne bliver nødt til at duplikere forsyningskæderne – én for det kinesiske marked og én for resten af verden. Udover at dette vil medføre forøgede omkostninger og ineffektivitet, så vil en sådan duplikering af forsyningskæder også medføre, at mange virksomheder vil være tvunget til at 'vælge side'.

Den seneste udvikling har været, at fokus er blevet flyttet fra hardware-delen af teknologi - såsom halvledere - til internet-delen. Vestlige internetselskaber, som eksempelvis Facebook, er afskåret fra at operere i Kina, men indtil fornyligt har kinesiske internet-selskaber kunnet operere frit i USA. På det seneste har Trump-administrationen dog identificeret det kinesiske video-app-selskab TikTok med deres 100 mio. brugere i USA som en datasikkerheds-risiko. Det er således forventet, at der vil komme yderligere indgreb imod denne og andre kinesiske internetvirksomheder i fremtiden.

Som investorer skal vi være opmærksomme ikke kun på den højere risiko, der er forbundet med at investere i disse forsyningskæder, men også på en potentielt lavere indtjening som

resultat af en duplikering af forsyningskæden. Kandidaterne har haft meget lidt fokus på handelspolitikken i den amerikanske valgkamp. En mulig årsag til dette manglende fokus er, at der i de to kandidaters valgkampagner har været en række mere presserende emner såsom COVID og genopretningen af økonomien. En anden årsag kunne være, at på trods af forskellene i kandidaternes betoning, så er de substantielle forskelle mellem dem ikke særligt store. Uanset, hvilke andre resultater Trump vil tage æren for, så har han uden tvivl flyttet debatten vedrørende Kina. Hans syn på den amerikanske handelspolitik ift. Kina er nu udgangspunktet for fremtidige amerikanske administrationer, uanset deres politiske observans. Den nye aggressive handelspolitik er derfor med stor sandsynlighed kommet for at blive.

Behovet for investeringer i infrastruktur

Den modvind, som Value-investorer har oplevet i de seneste år, er vel beskrevet i de seneste kvartalsrapporter. Vores overbevisning i forhold til Value er uformindsket. På trods af denne aktivklasses relativt lavere afkast de seneste år, er vi overbeviste om, at spændet på lang sigt - mellem den ekstremt lave værdisætning af Value-aktier samt de meget høje værdisætninger af vækst-aktier - er uholdbart. Mange vækst-aktier vil have svært ved at leve op til de høje forventninger, der er indregnet i deres værdisætninger. Det er dog kun rimeligt at stille spørgsmål til, hvilke begivenheder, der kan få markederne til igen at fokusere på de for tiden upopulære hjørner af markedet, som netop Value-investorer fokuserer på.

I skrivende stund er forhandlinger i gang vedrørende størrelsen samt formen af en yderligere stimulus pakke i USA for at imødegå de økonomiske konsekvenser, som COVID-19-pandemien afstedkommer. Selvom den eksakte struktur af denne stimuluspakke endnu ikke er fastlagt, så lader det til, at fokus primært er på en kortsigtet økonomisk genopretning, kontantoverførsler samt support til virksomheder i økonomiske vanskeligheder. Der er dog ingen tvivl om, at der ligeledes er et langsigtet økonomisk behov for investeringer. Der er her blevet fokuseret på to områder i den amerikanske valgkamp. Det første område er den generelle amerikanske infrastruktur, og det andet område er behovet for at fokusere på en fremtid baseret på mindre udledning af CO₂.

Den amerikanske infrastruktur er aldrende, og landet har ikke løbende foretaget de fornødne investeringer i vedligeholdelse for at opretholde denne infrastruktur, ej heller har man foretaget de nødvendige investeringer for at understøtte fremtidig vækst. USA er ikke er alene om at underinvestere i infrastruktur i den udviklede verden, men landets størrelse gør omfanget af denne udfordring enorm.

Veje, jernbaner, broer, lufthavne, vandveje og skoler er alle områder, hvor der er behov for investeringer. Som et resultat

af den distribuerede lovgivningsmæssige struktur er ansvaret fordelt mellem den føderale regering samt de enkelte stater, amter og kommuner. En konsekvens af denne ansvarsdeling er, at det er ønsketænkning at tro, at en enkelt føderalt baseret løsning kan løse alle problemerne. Der er således et behov for koordinering mellem alle de lovgivningsmæssige niveauer. Der er dog ingen tvivl om, at et betydeligt pres fra den føderale regering kan hjælpe. Enhver, der har kørt på de amerikanske hovedveje, der forbinder de enkelte stater, kan se, hvad den føderale regering kan opnå, når den er motiveret. Et eksempel i nyere tid er "The American Recovery and Reinvestment Act of 2009" (ARRA), der var en hjælpepakke på 800 mia. USD, herunder 100 mia. USD til infrastruktur-investeringer igangsat af præsident Obama med det formål at hjælpe den amerikanske økonomi efter den finansielle krise.

De 100 mia. USD, der blev allokeret til infrastruktur af ARRA, tydeliggjorde omfanget af udfordringen. Selv en, efter enhver målestok, meget stor investering, dækker kun en meget lille del af behovet. Organisationen for 'Amerikanske civil-ingenører' estimerer, at der i 2025 vil mangle infrastruktur-investeringer for mere end 2 trillioner USD. Som præsident Trump har måtte sande, så er hjælpepakker et resultat af forhandlinger mellem det Hvide Hus og Kongressen, og det betyder, at en hjælpepakke efter valget ikke kun afhænger af, hvem der vælges til præsident men også sammensætningen af Repræsentanternes Hus samt Senatet. Dog anerkendes behovet for investeringer af næsten alle, og derfor er der nu et reel mulighed for, at dette kan bidrage til den økonomiske genopretning.

Infrastrukturinvesteringer har potentiale til at nå dele af økonomien, som længe har været forsømte. Traditionelle cykliske og industrielle virksomheder står til at drage uforholdsmæssigt stor fordel af sådanne investeringer. Maskineri, andet udstyr samt materialer, er alle områder, der er essentielle for denne typer virksomheder, og netop pga. den langvarige 'tørke' i form af mangel på investeringer er disse områder attraktive 'jagtmarker' for Value-investorer.

En mulig sekundær effekt af hjælpepakker er drevet af størrelsen af pakkerne og hastigheden, hvormed de implementeres. Udnyttelsesgraden af økonomien er på nuværende tidspunkt lav, på baggrund af den økonomiske tilbagegang relateret til COVID-19. Arbejdsløsheden er således høj, produktionsapparatet har masser af overskydende kapacitet, og renterne er lave. Hjælpepakker vil dog få folk i arbejde og sætte virksomheder i gang med at producere. Med erfaringerne fra de seneste 10 år taget i betragtning skal man være en meget modig økonom for at forudsige høje inflationsrater i de kommende år. Det er dog muligvis tilstrækkeligt at notere sig, at der er en bredt funderet konsensus om, at inflationsraterne samt obligationsrenterne vil være lave i de næste

mange år fremover. Det kræver dog ikke en dramatisk stigning i inflationen, men kun en stigning, der er højere end forventet for, at man vil se en stigning i renterne, der klart vil tilgodese Value-aktier.

Et andet muligt område med potentielt store investeringer er i den grønne omstilling for at mindske CO₂-udledninger i fremtiden. Som beskrevet ovenfor er dette et emne, hvor der er store uenigheder imellem de to præsidentkandidater, og denne type investering vil derfor være mere afhængig af valgets udfald end de generelle infrastruktur-investeringer.

Dog betyder den distribuerede lovgivningsmæssige struktur igen, uden at negligere betydningen af præsidentvalget, at selvom vinderen ikke direkte støtter disse mål, så kan de enkelte stater fortsætte deres egen vej imod CO₂-neutralitet, og derfor vil nogle af investeringerne sandsynligvis komme uanset valgets udfald.

CO₂-neutralitet fremkalder selvfølgelig visioner om elbiler, vindmøllefarme samt rækker af solpaneler. Det er sandt, at dette er nogle af de mest synlige og håndgribelige elementer i et skifte imod CO₂-neutralitet. Som Value-investorer, søger vi også efter selskaber, der mindre åbenlyst kan drage fordel af et sådant skifte, og som er overset af markedet og derfor har en mere fornuftig værdisætning.

Et eksempel er selskaber, der understøtter el-nettet i USA. Dette er ikke umiddelbart ligeså spændende som elbiler, men tilsvarende essentielt. Vedvarende energiproduktion lægger et nyt og anderledes pres på el-nettet, og uden de fornødne investeringer vil el-nettet ikke være i stand til at håndtere de nye behov - og elbilerne kører ingen steder, hvis el-nettet ikke kan levere strøm til at oplade batterierne. Quanta Services, som er at finde i porteføljen, hjælper forsyningselskaber med at opgradere deres el-net i forsøget på at håndtere den nye efterspørgsel. Selvom Quanta Services ikke er en velkendt virksomhed, er dets rolle og dets muligheder ikke på nogen måde mindre end andre mere velkendte selskaber.

Det amerikanske valg er selvsagt uforudsigeligt, og begyndelsen af oktober måned har været begivenhedsrig, men der er stadig nok tid til mindst én 'oktober-overraskelse' mere. Dog er vores opgave som investorer at identificere de langsigtede risici og muligheder samt inkorporere denne tankegang i porteføljen. De omtalte tre politiske områder - bæredygtighed, handel og infrastruktur - er kun tre af de mange mulige områder, der kan påvirkes af valget, men vi er overbeviste om, at det er tre af de mest relevante.

Vores beholdninger

Som man måske kunne forvente, afspejler vores afkast i de udviklede markeder til en vis grad afkastet i Value-aktier som

aktivklasse, og netop denne havde en række udfordringer i de første to måneder i kvartalet efterfulgt af et stærkt merafkast i september måned. I Emerging Markets har vores fond, på trods af den modvind Value-aktier har haft i perioden, haft et marginalt højere afkast end det generelle marked over hele kvartalet, hvilket primært skyldes stærke afkast fra aktieudvælgelsen.

I kvartalet havde en række af vores beholdninger bemærkelsesværdige afkast, både i udviklede markeder samt i Emerging Markets.

Blandt de aktier med stærkest afkast, var den danske vindmøllefabrikant Vestas, der steg 47% i kvartalet. Vi havde initialt investeret i Vestas efter en skuffende periode med svage ordreindtag. Vi analyserede potentialet for forretningen og vurderede, at det svage ordreindtag blot var en normal variation, samt at de langsigtede muligheder fortsat var store, hvilket markedet med aktiens afkast i perioden nu også lader til at anerkende.

En anden langsigtet investering, som klarede sig godt, er Whirlpool, der steg med 40% i kvartalet. Vi har været bekendt med Whirlpool – en producent af hårde hvidevarer – gennem mange år, idet vi første gang investerede i selskabet i slutningen af 2011, men solgte aktien relativt hurtigt igen i 2012 efter en hurtig stigning i aktiekursen. I de senere år investerede vi igen i selskabet, da vi så et stort potentiale for en markant forbedring af deres omkostningsstruktur, hvilket kunne forbedre selskabets grundlæggende indtjeningssevne. Aktiens seneste afkast afspejler netop den succesfulde implementering af disse omkostningsreduktioner, og at markedet er begyndt at anerkende potentialet for en forbedret indtjeningssevne.

Det mexicanske ædelmetal-selskab, Industrias Penoles, klarede sig også godt i kvartalet og steg med over 50%. Vi købte Industrias Penoles på baggrund af, at vi kort fortalt mente, at den underliggende værdi af selskabets miner var højere end den værdi, markedet tilskrev selskabet. En del af afkastet i aktien skyldes dog de stigende priser på guld og sølv, der netop er de primære metaller, der udvindes af minerne. Dog er aktien steget mere end, hvad der kan forklares med stigningen i disse råvarepriser, hvilket tyder på, at markedet netop er begyndt at tillægge en højere værdi af selskabets miner.

En aktie med et ekstraordinært afkast var BYD Electronic. BYD's kerneforretning er produktionen af komponenter til mobiltelefoner, herunder især 'casings' af metal, plastik eller glas.

Denne kerneforretning har klaret sig godt på det seneste, med en stigende efterspørgsel af glas-casings samt en voksende produktion af tablets. Det er her forventet, at Apple vil stå for en stigende del af BYD's topline i denne kerneforretning. Dog har selskabet på det seneste også foretaget en hurtig omstilling til at producere ansigtsmasker, hvilket meget overraskende ser ud til at levere 50% af bruttofortjenesten i 2020. Aktien er således også steget med over 150% siden årsskiftet, og selvom en række analytikere er begyndt at indregne en tilbagevendende indtjening fra produktionen af masker, så foretrækker vi at være konservative: Vores stærke salgsdisciplin betyder derfor, at vi nu er gået ud af positionen.

Det er altid glædeligt, når det underliggende rationale for en investering udspiller sig, og hvor den underlæggende værdi af et selskab anerkendes af markedet, og aktiekursen derefter stiger. Dog ved vi, som langsigtede investorer, at det kan tage tid, før rationalet for en investering også bliver tydeligt for andre investorer i markedet, og mens man venter på dette, er der flere ting, der kan gå galt. Derfor er det, selvom vi lægger megen vægt på vores lange investeringshorisont, en central del af vores investeringsproces løbende at analysere beholdningerne i vores portefølje. Vi vurderer derfor løbende rationalene for vores investeringer for at sikre os, at de fortsat er intakte, samt at vi fortsat ser et potentiale i aktien.

Som vi beskrev ovenfor, ser vi et betydeligt potentiale for Value-aktier som overordnet aktivklasse. Den ekstreme forskel i værdisætningerne af Value- og vækst-aktier har nu nået et sådan niveau, at det potentielt kun kræver mindre overraskelser i inflationen, eller en stigning i den lange ende af rentekurven, for at udløse en reaktion. Som anført i tidligere kvartalsrapporter, så handler det ikke om en forventning om en kraftig indsnævring af værdisætnings-forskellen mellem Value og vækst. Den modvind, som Value har oplevet, har især været grundet den kontinuerlige ekspansion af forskel, men hvis forskellen blot holder op med at ekspandere, vil Value-aktier som aktivklasse have et solidt potentiale, hvilket er betryggende. Som aktive forvaltere, der beror på fundamentalanalyse, fortsætter vi med at fokusere på at kigge på interessante aktier, at finde nye investeringsideer samt løbende at følge positionerne i porteføljen, alt imens vi arbejder for at generere gode afkast.

Publiceret i oktober 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:

