

BEGYNDSEL PÅ EN NORMALISERING

For et år siden, mandag d. 23. marts, efter adskillige uger med kraftige tilbagesalg af aktier, lukkede MSCI World indekset (USD) i 1.602. Komplekse epidemiologiske termer var endnu ikke blevet en del af hverdagens ordforråd, men det skortede ikke på ildevars-lende prognoser for den kortsigtede økonomiske fremtid. Vi kan vist roligt sige, at det var fåtallet, der forudsagde, at det samme indeks ville stige 75% over de følgende 12 måneder.

Der er ingen tvivl om, at denne situation, som var uden sidestykke, krævede finans- og pengepolitiske indgreb af hidtil uhørt størrelse. Nedlukningen af dele af den globale økonomi medførte lidelse for både individer og samfund, hvilket utvivlsomt retfærdiggjorde de politiske modsvar. I mange lande virker det faktiske BNP for 2020 til at være bedre end de værste, og endda i nogle tilfælde mere moderate, prognoser. Bekymringen går nu mere på de lande, som ikke har den økonomiske styrke eller struktur til at gennemføre meningsfulde stimulusprogrammer. Ikke alene er de hårdere ramt pga. et svagt økonomisk fundament, men for nogle lande leder mangel på struktur til en langsommere udrulning af vacciner, flere eller mere omfattende nedlukninger og i sidste ende til langsommere genopretning.

I takt med stigende vaccinationsrater og genåbning af samfund, kan vi igen begynde at se på tingene i et lidt længere perspektiv i stedet for kun at fokusere på det helt korte sigt. I dette skriv vil vi berøre tre emner, som vi mener er vigtige at forstå i de kommende måneder og år.

Først vil vi adressere rotationen mod Value, som begyndte i sidste kvartal af 2020. I vores seneste skriv diskuterede vi årsagerne til, at Value-stilen har klaret sig dårligere, og hvilke betingelser der skal være til stede for, at Value ikke længere underperformer. I dette skriv ser vi på, hvilke faktorer der kan få Value til

at klare sig bedre og på potentialet for Value fremover.

Afslutningsvis ser vi på nogle af de udfordringer, der er i forbindelse med bæredygtighed for såvel selskaber som investorer. Vores trofaste læsere vil vide, at Environmental, Social og Governance (ESG)-analyse længe har været en vigtig del af vores investeringsproces. Ikke desto mindre diskuteres ESG for tiden i vid udstrækning, og vi benytter derfor denne lejlighed til at diskutere nogle af de muligheder og faldgruber, som selskaberne står over for, efterhånden som dette vigtige emne bliver mere og mere udbredt.

Markedsudvikling i første kvartal

I første kvartal var udrulningen af vacciner et nøgletema og noget, der fik landene til at skille sig ud. Lande som USA og Storbritannien, som drog fordel af meget effektive vaccinstrategier, fik vaccineret en stor andel af befolkningen i kvartalet. Den højere andel af vaccinerede tillod en foreløbig genåbning, særligt i USA, hvor nogle stater gik så langt som til at fjerne samtlige restriktioner. Den Europæiske Unions forsøg på at centralisere vaccineopkøb gav bagslag og mange europæiske lande måtte fastholde eller endda stramme restriktionerne i kvartalet. I nogle af de vigtigste lande i Emerging Markets, så som Brasilien og Indien, steg infektionsraterne hurtigt og viste, at for en stor del af verdens befolkning er pandemien langt fra overstået.

I første kvartal fandt indsættelsen af USA's nye præsident sted, og ligeledes fik demokraterne en uventet sejr i senatsvalget i Georgia, hvilket lige netop var nok til at give demokraterne kontrollen i senatet. Præsident Biden spildte ikke tiden og benyttede øjeblikkelig sin magt til at få et stimulusprogram på 1,9 trilliarder dollars stemt igennem. Stimulusprogrammet kom netop som økonomien begyndte sin genåbning, og

spørgsmål om nødvendigheden af dette program blev derfor rejst. Frygten for, at stimuli af denne størrelse kunne skabe et inflationært pres og et bredt tilbagesalg i markedet, fik obligationsmarkedet til at sende de 10-årige renter op fra 0,92% i starten af januar til 1,74% i slutningen af kvartalet. Renterne steg i næsten alle større markeder, dog var stigningen i de amerikanske renter en af de mest markante.

Markederne var stærke i første kvartal i år med en stigning på 9,2% i MSCI World-indekset, mens MSCI Emerging Markets steg med 6,5%. Afkastene for de brede markedsindeks siger dog ikke noget om den stilrotation, der fandt sted i løbet af kvartalet. MSCI World Value-indekset steg med 14% i kvartalet mod kun 4% for MSCI Growth-indekset. Rotationen mod Value var ikke begrænset til Developed Markets, og MSCI Emerging Markets Value steg således med 8,4%, hvilket var noget mere end det generelle marked.

Value på den lange bane

I vores seneste skriv skrev vi om Value-rallyet, som fandt sted i de sidste fire måneder af 2020. Value-aktier havde klaret sig knap så godt i de forudgående otte måneder, og vi gennemgik hovedfaktorerne bag denne underperformance, såvel som hvad det krævede for, at Value kunne klare sig bedre. Kort fortalt var vores observation, at forskellen i prisfastsættelsen mellem Value og vækst aldrig havde været større. Derudover citerede vi analyser, der argumenterede for at 'motoren' for Value-stilen, den såkaldte migrationseffekt, stadig var intakt, men at de stadigt stigende forskelle i prisfastsættelsen havde taget over. En af hovedårsagerne til denne udvidelse af forskellen i værdisætningen, og hvorfor Value har klaret sig dårligere, har været de faldende renter. I kraft af rentens rolle i diskonteringsmekanismen har det medført, at vækstaktier er blevet favoriseret, da det meste af deres værdi er forbundet med indtjening, som ligger længere ude i fremtiden. Vores konklusion var, at hvis vi når til et punkt, hvor renterne stopper med at falde, kan Value-motoren igen træde frem og betingelserne for, at Value kan klare sig bedre, være tilstede.

Første kvartal af 2021 er et glimrende bevis på dette. Som nævnt oven for steg renterne markant i kvartalet, og som forventet klarede vækstaktier sig signifikant dårligere end Value-aktier. Spørgsmålet er så, hvad nu? Kan vi fortsat forvente at Value-stilen klarer sig bedre nu, hvor vi har set nogle rentestigninger. Hvis vi igen flygtigt refererer til konklusionen i vores sidste skriv, så behøver renterne faktisk ikke at stige for, at Value-aktier kan klare sig bedre, bare de ikke falder. Vi afholder os normalt fra at lave nuancerede prognoser

for renteutviklingen, men ser vi i et historisk perspektiv, er renterne fortsat ekstremt lave (endda negative i Europa), så yderligere stigninger er bestemt et realistisk scenarie. Pessimister, skeptikere og dedikerede vækst-investorer, som ser på de seneste Value-rallier, som ikke var særlig langvarige, vil pege på, at der er sket et mere strukturelt skifte i det seneste årti, som indikerer, at Value ikke virker længere. Dette argument om et strukturelt skifte, som findes i mange afskygninger, kan virke ret overbevisende, og det kræver lidt mere end en overfladisk kommentar at vise, at argumentet ikke holder.

Udfordringen ved at tilbagevise påstande om, at Value-tilgangen er død, er, at man ikke helt præcist ved, hvorfor Value-effekten virkede så godt tidligere. Value-præmien refererer til de højere risikojusterede afkast på Value-aktier i forhold til vækstaktier. Konceptet med en Value-præmie stammer tilbage fra grundlæggerne af Value-investering, Graham & Dodd i 1934. De første, der identificerede og målte Value-præmien var dog professorerne fra University of Chicago, Eugene Fama and Kenneth French i deres banebrydende studie fra 1993.

Fama & French identificerede en præmie, som konstant var til stede i de internationale aktiemarkeder. Eksistensen af Value-præmien eller enhver anden præmie som fx small cap-præmien er i modstrid med teorien om efficiente markeder (endnu en Eugene Fama-teori). Da det bryder med den velkendte efficiente markedshypotese, er det vigtigt at forstå, hvorfor Value-præmien eksisterer. Der findes to større teorier, som forklarer hvorfor Value-præmien opstår.

Den første kategori af analyser af Value-præmien er de risikobaserede. I den risiko-baserede teori er Value-aktier forbundet med en lidt højere risiko end vækstaktier og for at kompensere for denne kræves et højere afkast end for vækstaktier. Value-aktier har helt bestemt nogle karakteristika, der indikerer, at risikoen kan være højere, hvilket i nogen grad kan styres i en porteføljemæssig sammenhæng. Hvis man undersøger sektorsammensætningen af Value-indeks sammenlignet med det brede marked, er der en indikation af, at aktier med høj eksponering til den økonomiske konjunktur ofte falder inden for Value-kategorien. Eksponeringen mod økonomiske konjunkturer medfører en risiko i tider med økonomisk nedgang. Ifølge den risiko-baserede teori kræver dette compensation via merafkast. Andre kilder til højere risiko i Value-aktier kan være højere gæld og flere anlægsaktiver, som ikke let kan omsættes, hvis det behøves. Analyserne inden for den risiko-baserede teori er ikke entydige, men det

tyder på, at Value-aktier som gruppe har nogle karakteristika, som adskiller dem fra vækstaktier og i sidste ende tilbyder et højere afkast som kompensation for i det mindste nogle af disse karakteristika.

Den anden gruppe af analyser beskriver en række adfærds-baserede koncepter også kendt som 'behavioral finance'. Denne gruppe forsøger at forklare Value-præmien ud fra irrationelle investorers adfærd. Der findes en lang række underteorier i 'behavioral finance' men en af de mere overbevisende er teorien om overreaktion. Under denne teori er investorer pessimistiske omkring udsigterne for Value-aktier men optimistiske omkring udsigterne for vækstaktier. Teorien hævder, at graden af pessimisme er større, end virkeligheden viser sig at være efterfølgende – det vil sige at den underliggende forretning i Value-aktier i realiteten klarer sig bedre end ventet. Ligeledes er graden af optimisme for vækstaktier overdreven – det vil sige den underliggende forretning i vækstaktier samlet set har en tendens til ikke at klare sig så godt som forventet. I denne teori opstår Value-præmien, når forventninger møder virkeligheden. Igen giver studierne ikke entydige konklusioner, men ideen om, at investorer nogle gange kan være overdrevet pessimistiske eller optimistiske er meget genkendelig.

Som Value-investorer vil man måske forvente, at vi har et bestemt syn på, hvilken teori der er korrekt. Muligvis grundet vores lange historik som Value-investorer under mange forskellige markedsforhold vil vores svar på, hvilken teori der er den rigtige typisk være "de oven for beskrevne teorier og mere til". Vi kan genkende situationer, hvor markedet har et overdrevet fokus på de økonomiske konjunkturer og tillægger Value-aktier en rabat for den risiko, de opfattes at have. Vi husker også mange tilfælde, hvor pessimismen for Value-aktier og optimismen for vækstaktier synes overdreven, og vi anerkender, at menneskelig adfærd i det finansielle marked kan spille en større rolle end de fleste markedsaktører bryder sig om at indrømme. I sidste ende er den risiko-baserede og den adfærdsmæssige tilgang ikke modstridende, og vi finder det sandsynligt, at begge teorier er valide, men hvor den ene ind imellem dominerer den anden, alt afhængig af hvilken fase af økonomien vi befinder os i.

Uanset hvilken teori man er tilhænger af, er den vigtigste konklusion dog, at intet har ændret sig. Begge teorier er lige så gældende i dag som de var i 1993, hvor Fama & French-studiet udkom. Om noget, så har 2020 været med til at bekræfte teorierne. For de risiko-baserede tilhængere har den globale pandemi i den grad synliggjort den risiko, der er forbundet med

cyklisk eksponerede aktier. For tilhængere af den adfærdsbaserede teori har den overdrevne interesse i løbet af året for en håndfuld af særligt teknologi-aktier – hvor vi i øvrigt efterfølgende har set et tilbagesalg i de fleste af disse - været en påmindelse om, at individuelle investorer ikke er blevet mere rationelle, end de var for 80 år siden, da Benjamin Graham første gang skrev om vigtigheden af den fundamentale tilgang.

De to større koncepter, der kan forklare en langsigtet Value-præmie eksisterer altså stadig: Uagtet om det er adfærds- eller risiko-baseret, så ender visse aktiver med at være alt for billige. Typisk vil de på et tidspunkt vende tilbage til en mere passende værdiansættelse. Denne tilbagevenden til normalen sker hele tiden blandt individuelle selskaber i den proces, vi tidligere har refereret til som migrationseffekten - og den har stort set været intakt i det sidste årti. Effekten har imidlertid været skjult, da prisfastsættelsen af hele Value-aktivklassen er blevet skubbet længere og længere ned i forhold til vækstaktier. Dette var tæt kædet sammen med renteutviklingen, men ikke desto mindre har vi hørt mange argumenter, som hævdede, at Value-investering ikke længere virkede.

Vi hører ofte, at vores tilgang er forældet i en verden, hvor der nu eksisterer flere immaterielle selskaber, dvs. selskaber, som ikke ejer fysiske aktiver som fx fabrikker. Vi minder disse personer om, at virksomheder længe har haft immaterielle aktiver, og at vi som Value-investorer via vores grundige fundamentalanalyse er i stand til at værdiansætte immaterielle aktier, som vi har gjort hidtil. Vi har ikke noget imod at købe selskaber med mange immaterielle aktiver, vi vil bare ikke betale for meget for dem.

Vi hører også, at Value-investering i Emerging Markets betyder, at man går glip af den vækst, der naturligt er i disse markeder. Dog er det sådan, at når vi investerer i Emerging Markets med en portefølje af økonomisk sensitive Value-aktier, så fanger vi faktisk i høj grad den underlæggende vækst i disse økonomier. Der er endda meget, der tilsiger, at man bør vælge en Value-strategi, hvis man har forventninger om højere BNP-vækst i Emerging Markets. Vi har ikke noget imod at købe selskaber, der oplever vækst, vi vil bare ikke betale for meget for dem.

Vi hører ligeledes at Value-investorer ikke i tilstrækkeligt omfang tager højde for udefrakommende faktorer, og at det leder os til at fokusere på dele af markedet, som vil have svært ved at tilpasse sig mere langsigtede trends som fx klimaforandringer. Vi benytter et sådant argument til at vise, at ESG-analyse har været en integreret del af vores investeringstilgang,

længe før det kom på mode. Vi diskuterer også, hvordan vi bruger aktivt ejerskab til at gå i dialog med selskaberne i vores porteføljer for at påvirke selskaberne og sikre, at de rent faktisk sætter ind for at skabe reelle og meningsfulde forandringer inden for ESG. Vi har ikke noget imod at købe selskaber, der har en stærk ESG-profil, vi vil bare ikke betale for meget for dem. Vi er også af den holdning, at det kan give mere mening rent samfundsmæssigt at støtte et selskab, der forbedrer sig i stedet for bare at købe den samme håndfuld 'feel good'-aktier som alle andre.

Det kommer sjældent noget godt ud af at være for skrāsikker i sine forudsigelser, og vi påstår bestemt heller ikke, at der ikke igen vil komme perioder, hvor Value klarer sig dårligere. Ikke mindst kan rentebevægelser forårsage nogle chok på kort sigt som igen vil udvide forskellen i prisfastsættelsen mellem Value og vækstaktier. Vi er dog overbeviste om, at Value-motoren stadig virker, og at teorierne bag ved Value-præmien fortsat holder. Så længe spændet mellem prisfastsættelsen på Value og vækstaktier ikke udvider sig, kan Value-aktier drage fordel af den underliggende motor, og Value-præmien kan vise, at den i høj grad fortsat er i live.

Forsyningskæden vender hjem

Det er svært at præcisere, hvornår globaliseringen kulminerede i den seneste cyklus, men det er dog klart, at globaliseringen har toppet for nu. Der har været globaliserings-cykler gennem århundreder, hvor taberne har været tvunget til at genoverveje og tilpasse sig. Disse cykler bliver målt i årtier, så det er ikke nogen overraskelse, at det er svært at identificere det præcise tidspunkt for, hvornår cyklussen vendte. Den globale finanskrisen er bestemt en kandidat, da dette var en periode, hvor graden hvormed det globale finansielle system er forbundet, stoppede med at være en styrke og i stedet blev til en svaghed. Valget i november 2016 af en handelsskeptisk præsident i USA er en yderligere kandidat. Dog gjorde pandemien, at fokus blev vendt imod forsyningskæderne som aldrig før samt på afhængigheden af et begrænset antal leverandør-lande. Både eksport af medicinsk udstyr, farmaceutisk viden og senest vacciner er blevet anvendt som 'våben'. Nedgangen i graden af globalisering vil have betydelige konsekvenser for økonomier og samfund, men også for den måde hvorpå virksomheder opererer på samt for, hvordan markederne klarer sig.

Præsident Biden har brugt meget af den første tid i embedet på at tilbagerulle mange af hans forgængers handlinger, men et område, hvor dette ikke er sket er tilgangen til global handel. Den job- og infrastrukturpakke til flere billioner dollars, som der nu forhandles

om mellem Det Hvide Hus og Kongressen, indeholder en lang række 'Made in America'-bestemmelser, der uagtet implikationerne i forhold til praktik og omkostninger, nu åbenbart er et underliggende krav for indførelsen af amerikansk industripolitik. Hjembringelsen af produktionen er således muligvis det eneste emne, som Demokraterne og Republikanerne for tiden kan blive enige om i USA.

I Europa er handel som fokusområde trådt i baggrunden, især efterfølgende BREXIT. Handelsaftalen mellem EU og UK er skåret helt ind til benet og er designet til at begrænse en umiddelbar skade på kritiske forsyningskæder, hvilket ville have forstærket effekterne af pandemien yderligere. Handelsaftalen omhandler ikke services, der står for en stor del af handlen, og aftalen er således ikke et udgangspunkt for vækst. Forholdet mellem UK og EU er nu på et lavpunkt, på trods af det faktum at de burde være naturlige handelspartnere, alene baseret på de geografiske forhold.

Kina er også ved at undergå en forandring i forhold til handel. Supportere af globaliseringen vil præsentere vækst i global handel som en 'win-win'-situation, hvor alle parter vinder, men én af grundene til præsident Trumps succes i 2016 var den måde, han vendte dette syn på global handel på hovedet til 'De vinder, vi taber'. 'De' var her primært Kina, men mange lande blev indirekte ramt af USA's indførelse af handelsrestriktioner. Det har uden tvivl været en stor succes for Kina at bygge en global eksportbase med den medfølgende vækst i økonomien samt opblomstringen af middelklassen, der udspillede sig over flere årtier. Efter den globale finanskrisen har der dog været et stort fokus på den omlægning, som var nødvendig for Kina - væk fra en industrielt baseret økonomi imod en mere forbruger-baseret økonomi. Der er nu en ny omlægning af den kinesiske økonomi på vej, kendt som 'dobbelt-cirkulation'. Den interne cirkulation, der udgør halvdelen af denne dobbelte cirkulation, henviser til den lokale produktion, distribution samt forbrug af varer. Denne interne cirkulations-strategi er underbygget af den seneste Kinesiske femårsplan, der blev offentliggjort i marts, og som inkluderede øgede investeringer i områder såsom forskning og udvikling.

Uanset den politiske retorik, så kan alle lande ikke gøre alt selv, og selvom både USA og Kina siger, at de vil bringe store dele af forsyningskæderne hjem, er der rent praktisk begrænsninger for selv store og magtfulde lande såsom USA og Kina. Der er dog enkelte fokusområder, hvor et af dem er halvledere.

USA har gennem mange år haft et teknologisk forspring i design af halvledere, og et lille antal selskaber

dominerer ydermere i forhold til selve produktionen af den mest avancerede halvlederteknologi. Kinesiske halvlederselskaber halter rent teknologisk efter konkurrenterne, men med store investeringer samt support fra den kinesiske regering, så er de i gang med et ihærdigt forsøg på at indhente disse konkurrenter. USA er ikke tilfreds med blot at besidde den intellektuelle ejendomsret på selve designet af de mest avancerede halvledere, så de forsøger nu at tilskynde halvlederfabrikanter til at producere i USA frem for i lande såsom Taiwan. Den amerikanske regering har ydermere klassificeret produktionen af halvledere som et spørgsmål om national sikkerhed, og selskaber såsom Intel udvider således nu kapaciteten for produktion af halvledere i USA. Dette store fokus på halvledere skyldes til dels, at disse anvendes i næsten alle hjørner af økonomien, og realiteterne er, at uden en pålidelig forsyning af halvledere, så ville store dele af økonomien bremse op. Denne virkelighed forstærkes af, at det på det seneste er blevet tydeligt, at forsyningskæderne for halvledere er mere skrøbelige, end man før forestillede sig.

Bilindustrien lider nu under denne svaghed i forsyningskæderne, da industrien tidligt i pandemien nedjusterede deres forventninger til bilsalget, og på denne baggrund annullerede de en række ordrer hos deres leverandører, herunder halvledere. I løbet af 2020 begyndte USA at forbyde salget af de mest avancerede halvledere til specifikke kinesiske selskaber, hvilket førte til en kraftig forøgelse af disse selskabers lagre, inden forbuddet trådte i kraft. Ydermere førte ekstremt vejr i Texas til et produktionsstop hos en stor halvlederproducent. Disse hændelser har sammen ført til en mangel på halvledere, der har en stor indflydelse på bilindustriens evne til at producere biler. Begrænsninger i leverancerne er også tydelige i andre sektorer, såsom forbrugerelektronik, men bilindustrien bærer den største byrde; det skyldes måske, at halvlederproducenterne i en periode med mangel på halvledere ikke har prioriteret kunder, der så drastisk skar i deres ordrer nogle få måneder tidligere.

Halvledere er kun ét eksempel på en forsyningskæde, der i større grad vil blive bragt hjem samt replikeret i flere markeder. Der er således mange eksempler, der skærer på tværs af forskellige sektorer, såsom industrielle produkter, råvarer, teknologi og sundhedspleje. Replikerede forsyningskæder, suboptimal produktion og større lagre vil alt sammen medføre forøgede omkostninger, hvoraf en del af disse vil blive pålagt forbrugerne i form af højere priser. De selskaber, der succesfuldt har outsourcet en stor del af deres omkostningsbase, vil mærke den største effekt af dette. Disse

selskaber inkluderer mange af de indtil fornyligt højt-flyvende teknologiaktier. Markedet er for tiden mest fokuseret på de inflationære effekter af stimuleringsprogrammerne. Men lige som globaliseringstrenden har medvirket til en økonomi med et lavt inflationspres, kan en bevægelse imod en større grad af lokale forsyningskæder bidrage til et øget inflationært pres. Inflationen er fortsat på et lavt niveau i det meste af verdenen, men hvis inflationen steg, så ville centralbankerne være nødsaget til at svare igen med en strammere monetær politik samt højere renter, hvilket vil have konsekvenser for aktiemarkederne såvel som for værdisætningen af vækst- og Value-aktier.

Udfordringen ved bæredygtighed

Pandemien har illustreret vores afhængighed af naturen, samt hvor meget denne påvirker os. Det er således en naturlig konsekvens af pandemien, at der er et forøget fokus fra investorer på bæredygtighed og ESG-emner. Læserne af vores kvartalsrapporter i det sidste årti vil vide, at det ikke er nødvendigt at overbevise os om vigtigheden af ESG for fundamental investering. Men det er også præcist på grund af vores lange involvering i ESG, at vi forstår nogle af de begrænsninger, som investorer og virksomheder er underlagt samt nogle af potentielle faldgruber, der venter nytilkomne i ESG-universet.

Greenwashing er en anklage, der oftere og oftere anvendes, og generelt refererer dette udtryk til en præsentation af et miljøvenligt offentligt image, der ikke svarer til virkeligheden. Dette refererer specifikt til miljødelen af ESG, men der er også tilsvarende forsøg på misinformation på komponenterne vedrørende sociale forhold og god selskabsledelse. Investorer bliver ofte anklaget for at styre fonde, der er involverede i greenwashing, og investeringsindustrien har på det seneste set en bølge af eksisterende fonde, der pludseligt bliver 'ESG-fonde'. Der er mange valide tilgange til at inkorporere ESG-overvejelser i investeringsfonde, og de er ikke alle simple eller lige gennemskuelige. Man kan dog sige, at hvis en eksisterende fond pludseligt kalder sig for en ESG-fond uden en væsentlig ændring i investeringsprocessen eller i afrapporteringer, så kunne der meget vel være tale om et tilfælde af greenwashing. Gennemsigtighed er den største fjende for greenwashing. Vores politik for bæredygtige investeringer omfatter de standarder, vi forpligter os til, vores tilgang til aktivt ejerskab samt til stemmeafgivning såvel som vores eksklusionskriterier. Offentliggørelsen af sådanne politikker øger gennemsigtigheden, og dette er et redskab, der hjælper til at skelne mellem fonde, der tilstræber at integrere ESG

som en vigtig del af det underliggende investeringsarbejde, og de fonde, der blot ser det som et bekvemt mærkat.

Virksomheder løber også en risiko for at blive anklaget for ikke at leve op til deres ESG-forpligtelser. Det ville være meget nemt for en fond at begrænse dens investeringer til kun at omfatte virksomheder, der allerede håndterer disse ESG-overvejelser godt, så den pågældende fond således ville se godt ud i forhold til ESG-kriterier. Men jo flere investorer, der følger en sådan tilgang, desto større er risikoen for dannelsen af en boble, hvilket i den sidste ende ikke er til gavn for hverken samfundet eller investorerne. Uanset hvad, så tror vi på, at investorerne her spiller en rolle, gennem aktivt ejerskab for på denne måde at hjælpe selskaberne til at forbedre sig. Hvis selskaberne har plads til forbedring på et eller flere ESG-områder, så vil presset fra investorer, gennem et aktivt engagement, kunne lede til gradvise forbedringer af ESG-faktorer for disse selskaber. Dette har potentiale til at gavne både samfundet samt investeringsafkast – i en betydelig grad. Selvfølgelig er det ikke alle selskaber, der er i stand til at forbedre sig, og én af fordelene ved at integrere ESG i en aktiv investeringsproces er, at man kan vurdere både selskabets evne samt dets vilje til at forbedre sig, hvilket således kan medtages i selve investeringsbeslutningen. Disse overvejelser kan være af miljømæssig karakter såsom omhandlende reduktion af CO₂-udledninger, omhandlende sociale forhold såsom forbedrede forhold for arbejdere, eller de kan fokusere på god selskabsledelse, såsom forbedrede rettigheder for minoritetsaktionærer.

Som beskrevet oven for, investerer vi gerne i selskaber, der allerede er gode til at håndtere deres ESG-risici såvel som ESG-muligheder, men vi foretrækker ikke at betale for høj en pris for disse selskaber. Derudover er vi tilbøjelige til at mene, at der ikke findes et perfekt selskab, og faktisk mener vi, at de største muligheder til at bidrage til væsentlige forandringer er at finde i virksomheder, der her er mindre gode for således at kunne anvende både vores stemmeafgivelse samt vores dialog med selskabet til at supportere forbedringer af ESG-faktorer samt andre fundamentale emner.

Selskaber står også i højere grad til regnskab over for dets interessenter i forhold til deres ESG-profiler. Medarbejdere kan være stærk drivkraft for forandringer, og inden for den traditionelle fremstillingsindustri har fagforeninger længe været stærke fortalere for forbedringer af arbejdsforhold og sikkerhed. På det sidste har emner såsom mangfoldighed i Silicon Valley-selskaber også været eksempler på områder, hvor

selskaber har været nødsaget til at inddrage medarbejdernes synspunkter i måden, hvorpå selskaberne opererer. Kunderne er dog de mest magtfulde interessenter af dem alle, med en endog større indflydelse end både investorer og ansatte. Boykot af forbrugerprodukter er noget, man har set gennem årtier, men den forstærkende påvirkning fra sociale medier har på det seneste øget risikoen for selskaber, der træder ved siden af.

Selskaber har ofte svært ved at navigere i de ofte modsatrettede strømme og holdninger på de sociale medier vedrørende forbrugernes bekymringer eller geopolitiske overvejelser, hvor der oftest ikke findes ét 'rigtigt svar'. At navigere i disse strømme nødvendiggør, at selskaberne har velgennemtænkte og transparente ESG-politikker. Udvikling og support af disse politikker er et område, hvor langsigtede investorer med et stærkt ESG-fokus kan bidrage og supportere.

Som et eksempel på dette har vi i flere år været i dialog med et af selskaberne i porteføljen, et amerikansk industriselskab, omkring ESG-mål i ledelsens kompensationsprogram, og selskabet har således implementeret både miljø- samt sikkerhedsmål i selskabets seneste kompensationsprogram. Dette er et selskab, der endda ønsker at gå videre, og på trods af at selskabet opererer i et meget traditionelt felt, er diversitet blevet et fokusområde for dem. Selskabet er nu, med fuld opbakning fra bestyrelsen, i gang med en fælles indsats for at forbedre sig, ved hjælp af intensiv træning af ledelsen for at sikre sig, at de er opmærksomme på ubevidste fordomme for på denne måde at kunne gennemføre forbedringer samt skabe et miljø i virksomheden, der støtter op omkring diversitet. Vi anser sådanne forandringer som både gavnlige for samfundet såvel som for selskabet selv, og vi støtter denne proces gennem vores dialog med selskabet.

Vores beholdninger

I en periode, hvor Value-stilen har stærk medvind, er vi i den gunstige situation, at mange af aktierne i porteføljen klarer sig godt, og flere sektorer har endog gjort det særdeles godt, men selv inden for disse sektorer har performance ikke været ligeligt fordelt, og det har således været muligt for os at tilføre værdi gennem en aktiv udvælgelse af aktier, i en sådan grad, at det overstiger det afkast fra de enkelte sektorer samt afkastet fra selve Value-stilen.

Detailhandel er én af disse sektorer, der har haft stærke afkast i kvartalet, og vores fond har også taget del i dette. I USA er vi således investeret i de to tøjkæder American Eagle og Gap. Det var ikke muligt for disse selskaber at åbne deres forretninger under

nedlukningen i 2020, og på trods af at de begge har velfungerende online-shops, så kunne onlinesalget ikke kompensere for nedgangen i omsætningen i de fysiske forretninger. I takt med at det amerikanske vaccinationsprogram tog fart gennem det første kvartal af 2021, og tidspunktet for genåbningen af forretningerne nærmede sig, begyndte aktierne at foregribe genåbningen og havde dermed gode afkast.

Det brasilianske detailhandelsfirma CBD har også performet rigtigt stærkt i kvartalet, på trods af at dette i mindre grad var relateret til genåbningen men mere afspejlede den underliggende værdi i selskabet, der baserer sig på en række detailhandelsselskaber, der både har mad- og nonfood-forretninger. Vores vurdering har længe været, at CBD har en værdi baseret på den underliggende forretning, der overstiger markedsværdien af det samlede selskab. I begyndelsen af marts solgte selskabet engrosforretning fra, hvilket fremhævede værdien af de resterende dele af selskabet, og aktien reagerede således positivt på dette.

I modsætning til detailhandels-selskaber, så er Nvent Electric et mindre kendt navn. Dette selskab er oprindeligt en enhed, der blev solgt fra af et større konglomerat, og det producerer en sammensat række af produkter, der anvendes i den elektriske infrastruktur. I den periode, hvor vi har arbejdet hjemmefra, har der selvsagt været et mindre behov for at reparere elektriske installationer i bl.a. kontorbygninger, og dette fald i efterspørgslen har også påvirket aktien. Dog har selskabet en god eksponering til vækstmarkeder, såsom datacentre og kraftværker, og aktien har således også haft en stærk performance i kvartalet, i en grad så andre investorer også har fået øjnene op for selskabet, og markedet er begyndt at anerkende værdien af selskabet.

De kortsigtede udsving i markedet, renteniveauerne samt forskellige investeringsstile er svære at forudse. Men uanset om Value-stilen bliver assisteret af stigende renter, stimuluspakker eller de stigende omkostninger i forsyningskæderne, så vedbliver vi med,

som altid, at være fokuserede på at investere i henhold til vores investeringsproces. Vi ser generelt et godt potentiale for Value-aktier, men vores aktieudvælgelsesproces betyder, at vi ikke kun sigter efter at tilbyde en eksponering til Value, men også en eksponering til individuelle aktier, der har potentiale til at levere idiosynkratiske merafkast.

Publiceret i maj 2021

Sparinvest 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. Sparinvest 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.