

# INFLATIONSUDGAVEN

Vi har ofte skrevet om relevansen af renter i forhold til Value-investering samt om inflation som værende den væsentligste underliggende faktor. Udviklingen i de seneste måneder har netop bekræftet relevansen af dette, idet det, der blot startede som antydninger på inflation i perioden, blev til konkrete tegn herpå. Vi vil derfor i denne kvartalsrapport behandle dette emne yderligere.

Den årlige amerikanske inflation, eksklusiv fødevarer og energi, var i slutningen af maj 2021 på 3,8%, hvilket var den højeste 12-måneders vækst for dette indeks i USA siden juni 1992. Inkluderer man de mere volatile fødevarer- og energi-komponenter, så steg priserne med 5% i samme periode.

En vis grad af inflation var dog forventet på baggrund af ophævelsen af nedlukninger, men forstyrrelser af forsyningskæder kombineret med stigende efterspørgsel fra forbrugernes side, resulterede i manglende forsyninger, hvilket netop resulterede i prisstigninger. Disse prisstigninger er dog ikke begrænset til USA, idet lande i Asien og Europa ligeledes rapporterer om betydeligt højere inflationsrater. Dog påvirkes hele verden i høj grad af de amerikanske renter hvilket betyder, at den amerikanske centralbanks (Fed) handlinger samt retningen på de amerikanske renter, er af stor betydning for resten af verden. Dollarens rolle som den foretrukne valuta i international handel betyder ligeledes, at de amerikanske renter er vigtige. Fastlåsning af valutaer er ikke mere så anvendte redskaber som tidligere, men især i Emerging Markets (EM) har de lokale valutaer en høj grad af sensitivitet i forhold til dollaren. Dette betyder, at hvis den amerikanske inflation stiger, så er der ligesom i tidligere årtier en risiko for, at denne inflation eksporteres til resten af verden.

På trods af at en grad af inflation var forventet, har overskrifterne om prisstigninger samt centralbankernes respons været af stor betydning for retningen på

markederne i andet kvartal. Dette afspejler netop vigtigheden af tilbagekomsten af inflation til det økonomiske landskab samt centralbankernes pengepolitiske svar, og vi fokuserer derfor i denne kvartalsrapport på de forskellige elementer af inflation.

Først undersøger vi mere detaljeret, præcist hvorfor inflationen er tilbagevendt. Den simple analyse ovenfor, der tilskriver inflationen til genåbningen, nødvendiggør en undersøgelse for at kunne validere den. Årsagen til, at vi ønsker at validere denne antagelse, er, at vi ønsker at forstå, i hvor lang tid vi vil have inflation. Er det blot et forbigående fænomen, eller er det mere strukturelt funderet?

Dernæst undersøger vi samspillet mellem inflation og renter for at forstå netop, hvorfor vi fokuserer sådan på inflation. Renter er et redskab, som centralbanker anvender for at kontrollere inflationen, men de spiller også en vigtig rolle i prissætningen af risici i de finansielle markeder. Den lange periode med lave renter har ledt til fejlallokeringer af risici, der uundgåeligt vil rette sig, såfremt renterne stiger. Dog er det ligeledes nødvendigt at anerkende, at inflationen er et symptom på og ikke en årsag til de underliggende økonomiske forhold, samt at disse underliggende økonomiske forhold i sidste ende bestemmer selskabernes indtjening og derfor også de finansielle markeder.

Til sidst analyserer vi påvirkningen af selskaberne samt investeringer med et særligt fokus på konsekvenserne for Value-stilen. Mange ledelsesteams kan, ligesom mange investorer, muligvis knap nok huske, at de har oplevet inflation. Den amerikanske inflation har været lav siden midten af 1980'erne, og i Europa har deflation været den primære kilde til bekymring i det senest årti. Japan har kun med begrænset succes kæmpet med deflation siden starten af 1990'erne. Det kræver helt andre færdigheder at lede et selskab i en tid med stigende priser, og forskellige industrier og selskaber vil derfor have oplevet forskellige grader af succes med at navigere i dette.

## Markedernes udvikling i andet kvartal

Ophævelsen af nedlukningerne blev i nogle markeder afbrudt af den eksplosiv vækst af Delta-varianten af COVID-19. Denne nye variant, der ifølge nogle målinger overføres op til fire gange mere end den originale COVID-19-virus, førte til stigende smittetal i lande såsom Storbritannien. Frygten for Delta-varianten ledte til fortsatte restriktioner for rejser, og gjorde den af rejse- og turistindustrien længe ventede tilbagevending af efterspørgslen efter rejser henover sommeren tvivlsom.

Den ene positive nyhed fra udbruddet i Storbritannien var Delta-variantens tilsyneladende manglende resistens over for vacciner, hvilket ledte til, at sammenhængen mellem infektioner og hospitalsindlæggelser blev brudt. Dog ledte et udbrud af Delta-varianten i Australien til bekymring i slutningen af kvartalet. Australien havde stort set afskåret sig selv fra resten af verden og havde med succes begrænset sine tilfælde af COVID-19, men landet lykkedes dog ikke med at etablere et effektivt vaccinationsprogram, hvilket ledte til, at landet nu potentielt er alvorligt udsat i forhold til Delta-varianten.

G7-topmødet blev afholdt tidligt i juni i det sydvestlige England, i skyggen af fortsat uafklarede spørgsmål omhandlende BREXIT-handelsspørgsmål mellem Storbritannien og EU. Som det er typisk ved G7-topmøder, så blev der fremsat mange udtalelser, og denne gang omhandlede de deling af vacciner samt klimaforandringer, hvilke dog ikke var nær så vidtrækkende, som mange havde håbet på. Dog var ét af de mere interessante emner på agendaen rejst af den amerikanske præsident Biden, omhandlende en global minimumsskattesats for selskaber. Anvendelsen af skatteoptimeringsstrategier af multinationale selskaber har ledt til en ekstrem grad af manglende sammenhæng mellem økonomisk aktivitet og skattebetaling, hvilket igen har ledt til bekymringer om lighed og retfærdighed. Men når et stort antal af de mest signifikante økonomier i verden, såsom Kina og Indien, sammen med stort set alle verdens lande med lave skattesatser, ikke er repræsenteret ved G7, så vil betydningen af denne højere skattesats nok være lavere end først antaget.

Markederne var i andet kvartal generelt stærke trods fremkomsten af Delta-varianten, med MSCI World-indekset, der steg 6,77%. De europæiske markeder klarede sig bedre end det amerikanske marked i næsten hele kvartalet, men bøjede dog lidt af i de sidste par uger af juni, hvor de amerikanske markeder fortsatte med at stige. Dette betød, at det amerikanske

marked sluttede en smule foran de europæiske markeder. Den væsentligste faktor for de stærke amerikanske afkast i slutningen af kvartalet var en præciserende kommentar fra formanden for USA's Centralbank, Jay Powell, omhandlende hastigheden af en forøgelse af de amerikanske renter.

Det japanske marked var svagt gennem kvartalet og faldt en smule, mens landet prøvede at få kontrol over antallet af COVID-19-infektioner, og mens regeringen bekræftede sit tilsagn om at afholde de Olympiske Lege, med start i slutningen af juli måned.

EM var i gennemsnit lidt svagere end DM (udviklede markeder), på trods af, at MSCI World Emerging Markets-indekset havde et afkast på 4,09% i perioden. Indien begyndte sin langsomme tilbagevenden efter den seneste bølge af COVID-19, der skabte massive ødelæggelser for den indiske befolkning, og de indiske aktier reagerede på dette med en stærk performance i slutningen af kvartalet. Kina, der selv kæmper med inflationsbekymringer, klarede sig derimod dårligere end MSCI Emerging Markets-indekset.

## Inflation, er du sikker?

Den globale finansielle krise i 2008–2009 resulterede i finanspolitiske samt monetære modsvar af indtil da ufattelige dimensioner, herunder redskaber såsom kvantitative lempelser i form af opkøb af obligationer med det formål at øge pengemængden. Selvom omfanget af disse modsvar nu virker nærmest beskedne i forhold til de seneste globale tiltag på baggrund af COVID-19-pandemien, så resulterede det på daværende tidspunkt i en frygt for en betydelig inflation, og der var endda enkelte dommedagsagtige forudsigelser om hyperinflation. Dog var nettoeffekten af disse politiske tiltag på inflationen beskedne, og inflationen vedblev med holde sig på et lavt niveau, trods af et par enkelte måneder med udsving i inflations-hovedtallene.

Eurokrisen, der begyndte, da den finansielle krise sluttede, buldrede videre i flere år, indtil juli 2012, hvor præsidenten for Den Europæiske Centralbank, Mario Draghi, forpligtede sig til at gøre "hvad end det kræver" for at redde euroen. Dette "hvad end" omfattede betydelige opkøb af statsgæld, alt imens Draghi skulle modstå en række højlydte kritikere, især fra Tysklands centralbank, der netop var bekymret for, at disse opkøb ville resultere i inflation. Historien har senere vist, at Draghi havde ret. Inflationen har således fortsat med at være lav i eurozonen i de seneste 10 år.

De fem ord, som investorer bør være mest bange for er: "Denne gang er det anderledes". Det lange perspektiv viser, at det aldrig er så anderledes endda. Dog er der noget, der har ændret sig: Inflation er nu et observerbart fænomen. Nogle kilder til prisstigninger er en række overraskende forskydninger relateret til genåbningen, hvilket man med rimelighed kan forvente retter sig med tiden. I USA sælges brugte biler fx nu til højere priser, end hvad de samme biler blev købt til som nye, hvilket lyder absurd, men det skyldes, at leveringstiden på nye biler mindst er seks måneder - og afhængig af modellen kan ventetiden være op til et år. Men når leverancerne af nye biler er tilbage ved tidligere niveauer - hvilket igen afhænger af en genopretning af leverancerne i forsyningskæderne for halvledere - et emne, vi omtalte i kvartalsrapporten fra første kvartal - så vil priserne på brugte biler med sikkerhed falde igen.

Andre kilder til prisstigninger er dele af den naturlige råvarecyklus. I marts steg futures på svin i Kina til rekordhøjder, da efterspørgslen fra forbrugerne steg samtidig med, at leverancerne blev væsentligt begrænset på grund af et udbrud af afrikansk svinepest. Højere priser førte til betydelige stigninger i den kinesiske inflation, men disse prisstigninger medførte, at indenlandske landmænd slagtede flere svin med henblik på salg, hvilket igen naturligt førte til store prisfald.

Der er også prisstigninger, som vi er opmærksomme på, men som dog ikke medregnes i den gruppe af varer, som inflationen omfatter. Inflationsindikatorer inkorporerer boligudgifter indirekte gennem implicite mål for lejeudgifter. Denne tilgang kan ikke fange den stigning i huspriserne, som nu ses i mange vesteuropæiske og nordamerikanske markeder. De amerikanske huspriser er steget med næsten 15% i år indtil april 2021, hvilket er den største stigning i 30 år. I Storbritannien steg huspriserne med 13% i år indtil juni 2021, hvilket var den største stigning i 17 år. En stor del af disse stigninger tilskrives bl.a. et ønske om mere plads for at kunne arbejde hjemmefra, på baggrund af nedlukningerne, hvilket samtidig er blevet forstærket af de lave renter samt midlertidig skatteundtagelse for huskøb i enkelte markeder. Disse forklaringer kan meget vel forklare de hurtige stigninger i huspriserne, men de peger også på en anden konklusion - at de lave renter har tilskyndet risikotagning og gæld i husholdningerne, hvilket minder lidt om det, vi oplevede i årene op til den finansielle krise.

Dog er de kilder til prisstigninger, som bekymrer centralbankerne mest, de mindre hverdags-prisstignin-

ger, som i sig selv ikke ser ud af noget, men når de lægges sammen, så kan de ændre de langsigtede forventninger. Måske har du ved dit første restaurantbesøg efter nedlukningen lagt mærke til, at portionerne eller glassene med drikkevarer er blevet mindre. Måske har du været overrasket over prisen på benzin, da du skulle tanke bilen første gang efter flere måneder med hjemmearbejde. Du har måske også lagt mærke til, at de angivne startlønnings i jobopslag for job i serviceindustrien nu er højere. Disse er alle kilder til inflation, og de har alle bidraget enten direkte eller indirekte til inflations-hovedtallene i de seneste måneder.

Så hvorfor er centralbankerne ikke bekymrede? Det er, kort sagt, fordi de mener, at disse prisstigninger er af en midlertidig karakter, og at priserne vil normalisere sig i takt med, at økonomierne genåbnes. Råvarer har, som det senest blev illustreret ved de kinesiske svinepriser, en naturlig cyklus. På trods af stigende lønninger, så er arbejdsløsheden i de fleste lande over niveauerne fra før pandemien, hvilket betyder, at arbejdsstyrken er der, men den benyttes endnu ikke. Risikoen er, at inflationsforventningerne stiger, hvilket vil føre til stigende lønforventninger, der igen fører til højere inflation, men på tværs af de udviklede lande er der, i centralbankernes perspektiv, kun en lav risiko for dette.

### **Inflation, hvem bekymrer sig om det?**

Som beskrevet oven for er centralbanker optimistiske omkring inflationsudsigterne, og det har de mange grunde til. Markederne derimod deler ikke helt samme optimisme.

Ved slutningen af marts udtrykte direktøren for Fed, Jay Powell, at han ikke så nogen grund til at hæve de amerikanske renter før 2024, eftersom de anså inflationsrisikoen for værende forbigående. Disse kommentarer fremprovokerede et stort tilbagesalg af lange amerikanske obligationer, hvilket skubbede de lange renter op, da markedet begyndte at indregne sandsynligheden for højere inflation på et senere tidspunkt. Mere moderate kommentarer fra Powells side i de efterfølgende uger skabte nogen stabilitet i markedet, selvom centralbanken overvejede at reducere sit opkøbsprogram. Centralbanken køber for øjeblikket obligationer for 120 milliarder dollars inklusive for ca. 40 milliarder dollars realkreditobligationer. Intentionen med disse opkøb er at flade rentekurven og stimulere de dele af økonomien, som er afhængig af låntagning med lang løbetid. Hvis man tager den seneste udvikling af de amerikanske huspriser i betragtning, så begynder opkøbene af særligt realkreditobligationer dog at synes overflødige. Fed har længe varslet obligationsmarkederne omkring de reducerede opkøb i et

forsøg på at undgå situationen fra 2013, hvor renterne på obligationsmarkedet skød i vejret, da man stod over for en reduktion af opkøbene. En reduktion af opkøbene er den første strammingsmekanisme, som centralbanken har til rådighed. Ikke desto mindre kigger markederne endnu længere frem mod egentlige rentestigninger. Ved midten af juni havde centralbanken allerede fremrykket forventningerne til at hæve renten fra 2024 til 2023, men markedet er fortsat foran centralbanken og indregner en rentestigning før slutningen af 2022.

Siden starten af 1980'erne har pengepolitisk teori været det økonomiske ortodoks i forbindelse med inflation. Centralbanker har benyttet renterne til at styre inflationen i deres økonomi. Målene har løbende udviklet sig fra prisstabilitet til egentlig inflationsmålsætning og til gennemsnitlige inflationsmål, hvor man stiller efter et gennemsnitligt inflationsniveau igennem økonomiske konjunkturer. Renterne spiller dog en vigtig rolle udover at styre inflationen. Renterne eller rettere realrenterne er mekanismen til at prissætte risici. Realrenten er blot forskellen mellem den nominelle rente og inflation. Realrenten påvirker alt fra en virksomheds beslutninger om anvendelse af kapital og købsbeslutninger hos forbrugerne til priser på aktiver. Der refereres ofte til de nominelle renter og realrenterne, som om de var et og samme, hvilket er fint, når inflationen er rimelig konstant. I tider med hastigt stigende inflation (eller for den sags skyld hastigt faldende), bliver forskellen mellem real og nominal rente dog væsentlig.

Ændringer i den nominelle rente skal også holdes op imod realrenten. Hvis nominelle rentestigninger ikke følger med inflationen, så vil realrenten være faldende, hvilket kan føre til en endnu mere overophedet økonomi, som vil kræve, at man hæver renten yderligere i fremtiden. Det er denne frygt, der har drevet obligationsmarkedet i det seneste kvartal. De lange renter, som er steget siden sidste sommer, begyndte at stige markant, da Fed antydede, at den ville være langsom til at hæve renterne. De lange renter faldt, da centralbanken skubbede tidspunktet for en forventet rentestigning frem. Denne bevægelse af renterne, som umiddelbart virker ulogisk, afspejler bare obligationsmarkedets tro på, at jo hurtigere centralbanken hæver renterne, jo færre rentestigninger vil da være nødvendige.

Det retoriske spørgsmål, der præger dette afsnit, er: Bekymrer vi os om inflation? Svaret er ja. Vi er optaget af inflation, fordi inflation, der er ude af kontrol, er en byrde for samfundet med den usikkerhed, det skaber

omkring priser, samtidig med at opsparinger bliver udhulet. Inflation er dog blot et symptom på den underliggende økonomis tilstand, og som investorer er vi optaget af realrenten, da denne bestemmer afkastet på fremtidige investeringer og gør os i stand til at allokere investeringer med afsæt i risiko. Når realrenterne er meget lave, kan aktiver blive prissat forkert, og der kan opstå fejlallokeringer i forhold til risici. Det er svært at argumentere imod, at lave realrenter på boliglån ikke er en af årsagerne til højere huspriser. Markante husprisstigninger øger risikoen på boligmarkedet i mange lande, og det er stadig frisk i erindring sidste gang, det var tilfældet i lige netop denne aktivklasse.

### Inflation, hvad gør vi?

Vi kunne på dette tidspunkt vælge at skele til vores centralbanker. De er ikke bekymrede for inflation, så hvorfor skulle vi være det? Realiteten er, at meget af den seneste inflationsstigning skyldes ubalancer i forbindelse med genåbningen. Hvis inflation er et udtryk for udnyttelsesgraden i den underliggende økonomi, så er der andre indikatorer, særligt beskæftigelsen, der støtter centralbankernes syn. Inflationen vil med stor sandsynlighed falde i de kommende måneder, i takt med at forsyningskæderne igen kan følge med, arbejdsmarkedet normaliseres, og de højere råvarer får udbuddet af råvarer til at øges.

Uanset hvordan inflationen bevæger sig på kort sigt, er der dog grund til at forvente højere inflation på mellem- og lang sigt i forhold til det seneste årti. Dette skriv har haft fokus på de pengepolitiske modtræk i forbindelse med inflation, men finanspolitik og øvrige operationelle ændringer er også med til at drive den globale økonomi. I både USA og Europa er massive finanspolitiske tiltag med til at stimulere den økonomiske aktivitet. Kina, som længe har været eksportør af deflation gennem eksport af deres billige varer, mærker nu også et indenlandsk prispres som råvareimportør. Efterhånden som Kina igen vender sig mere og mere mod det indenlandske marked, kan presset aftage lidt for eksportører, som da ikke er helt så afhængige af at fastholde deres markedsandel uden for Kina og dermed være mere villige til at lade dele af de højere omkostninger passere videre via højere eksportpriser. Sluttelig vil dekoleringen i de globale forsyningskæder, som er et resultat af frygt for forsyningsikkerheden, føre til højere priser, som vil ende hos forbrugeren.

Dette skriv har haft særligt fokus på amerikansk inflation, hvilket giver mening ud fra den unikke rolle de amerikanske renter har i de globale markeder. Dollaren er standardvaluta for handel, de fleste handlede råvarer er prissat i dollars, og mange virksomheder og

lande låner til dels også i dollars grundet den lavere risiko, der er forbundet med lån i valutaen. Højere renter påvirker alle disse markeder. Der er endnu ikke en forventning om rentestigninger fra Den Europæiske Centralbank i de næste par år, og de korte renter ventes at forblive negative i nogle år endnu på trods af, at vi har set inflationsstigninger i andet kvartal på tværs af eurozonen. Mange EM med den vigtige undtagelse af Kina og Indien, er råvareeksportører. Stigninger i råvarepriserne gavner deres økonomier, selvom de også kan føre til inflation i selv samme. Som importører af energi er Kina og Indien fortsat eksponerede mod højere oliepriser.

For virksomheder, der er blevet vant til stabile priser, er højere inflation og forventninger om højere inflation noget, som skaber nye udfordringer. Den mest umiddelbare udfordring er nok at overveje, hvordan og hvornår man kan give prisstigningerne videre til kunderne. Den konkurrencemæssige situation for den enkelte virksomhed vil, sammen med priselasticitet og vurderingen af substitueringmulighederne for kunderne, påvirke den beslutning. Disse er helt klassiske kommercielle overvejelser, som dog ikke har været nødvendige at gøre sig i et godt stykke tid. Forud for pandemien var virksomheders indtjeningsmargin i DM på det højeste niveau i mere end 20 år. De gennemsnitlige indtjeningsmarginer i EM havde endnu ikke nået samme niveau som under perioden med høje råvarepriser i begyndelsen af 2000'erne, men var dog på et fint og stabilt niveau. De stigende inputomkostninger, som virksomhederne står overfor, kan potentielt lægge pres på indtjeningsmarginerne.

En endnu større udfordring for virksomhederne er ikke desto mindre de stigende lønomkostninger. Som tidligere beskrevet kæmper virksomhederne med at få besat ledige stillinger og er derfor nødsagede til at tilbyde højere lønninger for at tiltrække ansøgere – en udvikling, der ses til trods for høje arbejdsløshedstal i både USA og Europa. Hvis højere priser for forbrugerne forplanter sig til forventninger om et højere lønniveau, så vil denne spiral af inflationsforventninger danne svære arbejdsbetingelser for selskaberne på kort sigt. På længere sigt kan investeringer, som kan øge produktiviteten, udligne stigende lønomkostninger i nogle industrier men ikke i alle.

Som aktieinvestorer skal vi reagere på inflation på to måder: Vi skal først og fremmest forstå, hvordan inflation påvirker de virksomheder, vi investerer i. Nogle sektorer har draget fordel af den lave inflation i de seneste årtier, og de virksomheder, der typisk har en sådan fordel af en lav inflation, er dem med enten en

mindre grad af faste omkostninger eller har en fleksibel arbejdsstyrke med en større andel af korttidsansatte. Teknologiselskaber har i særdeleshed haft fordel af outsource forsyningskæder til lande med lave omkostninger. Enkelte arbejdskraftintensive serviceindustrier har ligeledes udviklet på, hvordan deres ansættelsesforhold er struktureret. For eksempel har fragt- og taxi-services, der drager fordel af et arbejdsmarked uden et lønpres, byttet en opfattet fleksibilitet i ansættelsen ud med lave lønninger, hvor det er selskaberne og ikke de ansatte, der vinder på det. Dog har virksomheder med en betydelig andel af faste omkostninger, i form af fx fabrikker og maskinel, haft det svært, da den lave inflation, eller endda deflation, har gjort det sværere for dem at drage fordel af de faste omkostninger, dvs. det bliver sværere for dem at øge omsætningen for at kompensere for de faste omkostninger for derved at øge profitabiliteten. Traditionelle fremstillingsindustrier med store anlægsaktiver har generelt haft det svært i tider med lav inflation, hvor en naturlig respons for virksomhederne har været en lavere frekvens af fornyelse i deres faste omkostningsbase, da det med en lavere profitabilitet kan være svært at retfærdiggøre udskiftninger af fabrikker og maskinel. Som beskrevet ovenfor, så afgør konkurrencen selskaberne imellem samt udbuddet af arbejdskraft, hvor stor en grad af succes selskaberne i de enkelte sektorer vil have med at reagere på en højere inflation.

Den anden måde, vi som aktieinvestorer skal reagere på inflation, relaterer sig til normaliseringen af renterne. Renter spiller en afgørende rolle i allokeringen af risiko i de finansielle markeder. Jo højere risiko, der er forbundet med en række betalingsstrømme, desto højere er diskonteringsrenten, der skal tilknyttes disse betalingsstrømme. Betalingsstrømme, der forekommer langt ude i fremtiden, bør diskonteres mest, på grund af teorien om tidsværdien af penge. Ligeledes, når man investerer med en længere tidshorizont, så kræver det en tidspræmie for at kompensere for den manglende sikkerhed omkring fremtidige økonomiske forhold. Det er grunden til, at rentekurverne på lånerenter typisk er opadgående. Når centralbankerne tvinger renterne ned til lave niveauer og tvinger rentekurverne til at flade ud, er selve den mekanisme, der allokere risici i markedet, i fare for at blive forvrænget. I ekstreme tilfælde vil der være en større efterspørgsel for højrisikable aktiver - der ofte afhænger af pengestrømme langt ude i fremtiden - end der er udbud af, hvilket potentielt leder til bobler. Det svære ved at analysere bobler er, at de kun er tydelige, efter at de er sprunget. Før en boble springer, om det er realkreditobligationer i 2007, aktier i 1929 eller tulipaner i 1600-tallets Holland, så vil der altid være en måde at

retfærdiggøre værdisætningerne. Begrundelserne vil ofte være spundet ind i beskrivelser om teknologisk udvikling, der leder til nye permanente vækstrater (1929) eller en tro på, at pessimisterne overdriber risiciene i boligmarkedet (2007), men uanset hvad, så er hovedårsagen en forkert prisfastsættelse af risiko.

Det vil ikke være klogt at påstå, at vi med stor sikkerhed kan sige, om enkelte segmenter i aktiemarkedet er begyndt at tage form af bobler. Ganske sikkert er det, at forskellen mellem værdisætningen af vækstaktier og Value-aktier er på et ekstremt niveau, der ikke er set i nyere historie. Den seneste beskedne rotation ind i Value har kun mindsket denne forskel i værdisætninger meget lidt. Rent matematisk vil lavere diskonteringsrenter i værdisætninger baseret på pengestrømme lede til højere implicitte værdisætninger for vækstaktier, da de forventede større pengestrømme i slutningen af beregningsperioden således diskonteres mindre. Spørgsmålet er så, om dette afspejler risiciene i en tilstrækkelig grad. Sådanne værdisætninger favoriserer mange vækstaktier, hvor skabelsen af konsistente positive pengestrømme, der er den egentlige kilde til værdisætningerne, i virkeligheden er forbundet med en vis grad af usikkerhed. Selvfølgelig er der mange selskaber, der allerede nu har solide pengestrømme, og hvor det forventes, at de fortsætter med at vokse langt ind i fremtiden. Igen betyder de lave renter, at sådanne selskaber tilskrives høje værdisætninger, der på grund af deres solide pengestrømme fungerer som substitutter for obligationer – men igen er spørgsmålet, om risiciene i tilstrækkelighedsgrad er priset ind i kursen. En nedgang i økonomien eller en ændring af de konkurrencemæssige forhold kan i sidste ende vise, at der er større risici forbundet med sådanne pengestrømme end først antaget.

Som Value-investorer er vi vant til at få at vide, at vi ikke forstår, at "denne gang er det anderledes". Dog bibeholder vi vores præference for aktier med enten en generering af positive pengestrømme eller selskaber, der i det mindste har en meget klar plan for, hvordan de i den nære fremtid kan generere sådanne pengestrømme. Ligeledes undgår vi selskaber, hvor markedet ikke i tilstrækkelig grad har inkorporeret den risiko, der er forbundet med disse pengestrømme. Mange af de industrier, hvori vi finder Value, er de industrier, der står til at drage fordel af kommende finanspolitiske hjælpepakker – industrier i traditionelle fremstillings- og industrielle segmenter, der typisk har infrastruktur med en højere grad af faste omkostninger, der netop vil drage fordel af en øget inflation. Dog finder vi også mange Value-selskaber i de mindre cykliske sektorer, hvor fokus er på selskaber, hvis pengestrømme er blevet overset af markedet. Her gælder

det for alle selskaberne, at vi er trygge ved at købe dem, hvor værdisætningerne ikke ser overdrevne ud.

Inflationen vil højst sandsynligt aftage på kort sigt, men på mellemlang sigt vil finanspolitiske stimuli drive den økonomiske udnyttelsesgrad op, hvilket vil være en fordel for de mere traditionelle industri- og fremstillingserhverv med en mere fast omkostningsbase. Ligeledes ser vi risiko i visse dele af aktiemarkedet, hvor værdiansættelsen er blevet koblet fra de økonomiske udsigter pga. forvrængning af renten.

### Vores selskaber

Generelt havde markederne det svært i kvartalet grundet inflationstal og udmeldinger fra Fed. Effekten af disse rapporter blev også afspejlet i rotationen fra Value til vækst. I maj, hvor de første inflationstal blev annonceret, klarede Value sig markant bedre end vækst-aktier, men vækst-aktier klarede sig bedst set over hele kvartalet. Juni var i særdeleshed en svær måned for Value-stilen, da centralbanker blev mere skarpe i retorikken omkring inflationsbekæmpelse.

Til trods for modvinden for Value-stilen i kvartalet, klarede en række af vores selskaber sig rigtig godt, særligt selskaber i de traditionelle industrisektorer. Schweiziske Rieter er et moderne fremstillingsselskab i en gammel industri. Selskabets kerneprodukter er maskiner, der benyttes i tekstilindustrien. På trods af at industrien har eksisteret længe, sælger Rieter avancerede maskiner til kunder i industrien, som ønsker en øget effektivitet. Selskabet er godt positioneret til at drage fordel af vækst i industrien i eksempelvis Asien. Rieter nyder godt af en meget høj grad af kapacitetsudnyttelse i tekstilindustrien, som er aftaget efter pandemien, og aktien havde en rigtig stærk udvikling i kvartalet.

SoHo China er en ejendomsudvikler med base i Kina. I juni modtog selskabet et overtagelsesbud fra verdens største investor og kapitalforvalter, Blackrock. Den tilbudte pris, som var et godt stykke over den pris, som aktien handlede til, førte i kvartalet til en meget stærk udvikling i aktien.

Scholastic er et amerikansk forlag med særlig fokus på udgivelser inden for områderne børn og uddannelse. Aktien havde udviklet sig godt i kvartalet, delvist drevet af, at skolebørnene igen var tilbage i klasseværelserne, hvilket gav den forventede efterspørgsel efter bøger. En anden faktor, som spillede ind i forhold til den gode udvikling i aktien, var dog den triste nyhed i juni om, at selskabets administrerende direktør, Richard Robinson Jr., var gået bort. Den positive markedsreaktion på Robinsons dødsfald skyldtes ikke

manglende evner i rollen som selskabets leder, men mere at der nu er åbnet op for et muligt ejerskifte af selskabet, idet Robinson som ene-ejer af A-aktieklassen i Scholastic havde kontrollen over selskabet. Scholastic har ikke været en del af den konsolidering, vi har set i forlagsindustrien, men markedsaktørerne har vist, at de nu ser et potentiale.

Overtagelsesbuddet på SoHo China og markedets forventning omkring potentialet for Scholastic er eksempler på, at køb og salg af virksomheder er et tema, som fylder mere i år, end vi har set i en årrække, og det kan meget vel blive et emne, vi vender tilbage til i et fremtidig skriv. Uanset hvordan værdi bliver skabt, hvad enten det er gennem opkøb, eller om det er det lange seje træk med forbedret indtjening og generering af pengestrømme, så fokuserer vi i vores portefølje på aktier, der har potentialet til at klare sig rigtig godt. Vi bruger vores disciplin, ikke kun til at investere i dele af markedet, som er blevet overset, men også til at undgå segmenter i markedet og individuelle aktier, som vi frygter er blevet for dyre i forhold til risikoen.

Publiceret i august 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:



Principles for Responsible Investment

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.