

## Brev til investorerne

VALUE AKTIER

# Begræder briterne nu Brexit?

## Bregret – fortryder briterne nu Brexit?

Særligt et ord har domineret markederne på det seneste: Brexit. Som 2. kvartal skred frem, skiftede fokus i stigende grad til EU-afstemningen i Storbritannien. Meningsmålingerne svingede frem og tilbage, men i dagene op til selve afstemningen, lignede det unægtelig, at briterne lænede mod at blive. Derfor sendte resultatet også en bølge af risikoaversion gennem markedet, hvor guld steg, obligationsrenterne faldt og aktierne faldt; hvor konjunkturfølsomme aktier klarede sig værre end de defensive, og value underperformede vækstaktier.

Chokket over resultatet er efterfølgende aftaget, og lad os gøre det klart med det samme: Det, der har udspillet sig på markederne, er ikke panik, hvor investorerne sælger ud af hele beholdningen. Globale aktier ligger stort set på samme niveau som før Brexit, og selvom bankerne har fået kursmæk, er det ikke udtryk for en kreditkrise. CDS'er (credit default swaps) og funding-omkostninger er ikke voldsomt påvirket, hvilket er et godt tegn, om end ikke overraskende, da den finansielle sektor og erhvervslivet som sådan er i langt bedre gænge end for få år siden.

Vi vil dog nok fortsat se udsving på de finansielle markeder den kommende tid. Det amerikanske præsidentvalg lurer i horisonten. I Storbritannien har David Cameron annonceret sin afgang, men samtidig meddelt, at han ikke vil aktivere den såkaldte artikel 50 – udtrædelsesproceduren, hvor et land forlader EU inden for to år. Det vil han i stedet overlade til sin efterfølger som leder af de konservative og premiernister, hvilket har givet grobund for spekulation om, hvorvidt og hvornår, Briterne vil tage dette vigtige skridt.

Den politiske scene er i løbende forandring. De konservative kæmper om formandsposten, og hovedarkitekten bag nej-resultatet, Boris Johnson, måtte skrinlægge sine formandsplaner efter skarp kritik fra sin ellers trofaste støtte Michael Gove. Topkandidaterne er Theresa May, Andre Leadsom og Gove. I mellemtiden har Nigel Farage trukket sig som leder af UKIP, det britiske anti-EU parti, mens det socialdemokratiske La-

bour-parti er i opløsning, da flere parlamentsmedlemmer forsøger at få partileder Jeremy Corbyn til at træde tilbage. Holdningen er, at han tegner oppositionen svagt, og at han ikke har formået at være en stærk bannerfører for remain-kampagnen. Men Corbyn har indtil videre nægtet og i stedet fremført, at han stadig har støtte fra partiets græsrodder.

Vi aner derfor ikke, hvem der kommer til at lede de store politiske partier eller for den sags skyld den britiske regering. Og vi ved derfor heller ikke, hvilken forhandlingsposition Storbritannien vil indtage over for EU, selvom der pt. diskuteres hundredvis af forskellige scenarier. Balancen mellem adgang til det indre marked og folkets fri bevægelighed er et af de store fokuspunkter. Nogle mener, at en ny regering bør udskrive nyvalg for at sikre et frisk politisk mandat til at håndtere de komplicerede opgaver, der venter. Andre mener, at når der foreligger en raskitse over det fremtidige forhold til EU, skal der udskrives en ny folkeafstemning. Andre igen mener, at et nej er et nej, og at der ikke er nogen fortrydelsesret.

Så det eneste der nu er sikkert, vedrørende Brexit, er at intet er sikkert. For EU er dilemmaet, at en hård løsning ikke gavner nogle, mens en mere lempelig ordning måske kan anspore EU-skeptikere i andre medlemslande. I Frankrig er Marine Le Pen utrættelig i kampen for en EU-afstemning. Men selvom der måske nok vil være stor politisk positionering, forestiller vi os, at forhandlinger vil være præget af en pragmatisk tilgang, hvor de økonomiske følger virkninger ønskes reduceret for både Storbritannien og EU.

## Renterne rammer nye bundniveauer

Den øjeblikkelige risikoaversion i markedet betød, at aktier faldt, guld steg, mens obligationsrenterne faldt. Reaktionen er delvist aftaget, men markedet er fortsat forsigtigt. Obligationsrenter og renteforventninger har en betydelig indflydelse på aktier og finansaktier i særdeleshed. Siden afstemningen er renten faldet i alle hovedmarkeder og sandsynligheden for en amerikansk renteforhøjelse i 2016 er nu dalet.

Betydelige rentestigninger virker usandsynlige, mens den politiske usikkerhed er høj, men der kan forventes mere klarhed

i Storbritannien og USA senere i år. I USA er den makroøkonomiske udvikling været opmuntrende, men vi mangler fortsat at se den fulde betydning af Brexit. Kerneinflationen (PCE) er kravet op mod centralbankens mål på to procent, men dollaren er nu styrket, hvilket typisk fører til lavere inflationsforventninger. Råvarepriserne har haft en blandet udvikling, men set i et større perspektiv, er de faldet kraftigt i 2015 og bundede ud i starten af 2016. Det betyder – alt andet lige – at headline-inflation (dvs. inklusiv fødevarer og energi) kan stige senere på året. Centralbanken er typisk mest fokuseret på kerneinflation, men stigning i headline-inflationen vil ofte presse de lange renter opad. Så mens den politiske uro presser renterne, skal man huske, at det opadgående pres også eksisterer.

## Markedsuro giver nye muligheder

Brexit var et chok for aktiemarkederne, men på trods af det gav aktier positivt afkast i 2. kvartal. Fra april til juni steg vores globale fonde 1-2 %, mens emerging markets-fondene gav mere end 5 %.

Vi har før kommenteret på forholdet mellem renter og den relative performance mellem value og vækstaktier. Value klarede sig bedre end vækstaktier gennem det meste af kvartalet, men i takt med at renterne faldt efter afstemningen, tabte value lidt terræn. Aktier med høj beta klarede sig dårligere end lav-beta-aktier, konjunkturfølsomme aktier underperformede de defensive, mens billige aktier klarede sig dårligere end de dyre. Således gav vores globale fonde et afkast, der var lidt under benchmark, mens emerging markets-fondene klarede sig på linje med benchmark.

Udviklingen skal dog ikke oversimplificeres. Det er sandt, at markedet i dagene efter afstemningen vendte tilbage til en risikoavers adfærd, som har været dominerende de seneste år, men på sektorniveau har udviklingen været blandet. Energi og materialer har været stærke, mens sundhed – som ellers er en defensiv sektor – har været blandt de dårligste først på året, hvilket blandt andet kan tilskrives det amerikanske præsidentvalg, hvor medicinpriserne har været et hedt emne. Vi har generelt fundet sundhedsaktier for dyre, men svag performance tidligere på året har gjort, at visse selskaber nu begynder at være interessante. På grund af den blandede udvikling finder vi gode investeringsemner på tværs af sektorer – og også i de mere defensive sektorer. Vi har for nyligt investeret i medicinalvirksomheden Gilead. For stock-pickere giver de nuværende markeder købsmuligheder, så vi er på jagt.

## Fokus på det enkelte selskab

Værdiansættelsen af value relativt til vækstaktier ser interessant ud fra et langsigtet perspektiv. Specifikt viser vores selskaber et stort potentiale for langsigtede afkast, når man ser på deres forretningsmæssige værdi. Værdiansættelsemulti-

plerne baseret på indtjening er lave, hvilket er opmuntrende – men vi ser også, at vores selskaber giver større udbytter, end vi ser i benchmark.

Derudover er det i tider som disse med politisk støj vigtigt at huske, at vi investerer i den langsigtede værdi af de enkelte selskaber. Hvad sker der i disse selskaber? Hvad sker der med deres produktivitet. Det er værd at bemærke, at disse selskaber har klaret sig gennem en række kriser gennem de sidste otte år og har iværksat tiltag, der styrker balancen og omkostningsstrukturen. Samtidig har de været i stand til at fokusere på at udvikle forretningen. De er naturligvis også påvirket af den seneste uro, men vi ser ofte større optimisme og langsigtede visioner blandt selskaberne, end tilfældet er på markederne, som ind i mellem har svært ved at fordøje og kvantificere politiske risici.

Vores selskaber er eksponeret mod en række faktorer ud over makroøkonomi, politik, vækst/value, regioner, sektorer, valuta og cyklisk/defensiv. Selskaberne er også eksponeret mod faktorer, der kan udløse værdier på et mere fundamentalt niveau, hvilket giver en god spredning i vores porteføljer.

Disse faktorer kan udløses på sektorniveau, eksempelvis bedre priser på råvarer eller produkter, nye markedstrends, skift i produktcykler, lovgivning og konsolidering. Selskaberne kan også selv udløse dette gennem restruktureringer, frasalg, ny ledelse, nye strategier eller besparelser. Der kan være øget indtjening på grund af nye produkter eller et forbedret produktudbud, ligesom vi ser selskaber, som har forbedret deres cash flow begynder at anvende overskudskapital til opkøb, aktietilbagekøb og øget udbyttebetaling. I tider med kortsigtede udsving er stærke aktiver, skjulte værdier eller klassisk lav værdiansættelse med potentiale for mean reversion derfor betryggende. Selvom selskaber kan opleve modvind, er det værd at huske, at de ofte er mangfoldige og derfor har mange værktøjer til rådighed.

Et eksempel er Mærsk, hvor vi har set direktøren træde tilbage og i stedet blive erstattet af direktøren for Mærsk Line, Søren Skou. Hans opgave er at finde en ny strategi, der kan forbedre afkastet til aktionærerne i en tid, hvor selskabet døjer med modvind i kerneforretningen inden for olie og shipping. Dette har pustet nyt liv i spekulationerne om en opsplittning af konglomeratet. Den potentielle opsplittning i Mærsk Line, Mærsk Olie, Terminals, Drilling, Damco, Svizer og Supply Services kan betyde individuelle børsnoteringer for visse af dem, mens andre sælges fra. Vi kan indtil videre kun vente og se, men det er positivt, at ledelsen har fokus på værdiskabelse for aktionærerne.

Et andet eksempel er Phillips, som er et selskab, der er transformeret det seneste årti. Det var engang et industrikonglomerat med hovedaktivitet inden for standard forbrugerelektronik, men er nu blevet et mere fokuseret sundheds- og forbruger-livstilsselskab, som opererer i markeder med stabil

vækst. Det sidste skridt er udskilningen af dets lysdivision, som blev noteret tidligere i år.

Selvom Philips var global markedsleder inden for lys, var forretningsområdet blevet småt sammenlignet med de øvrige enheder, og udgjorde godt 1/5 af salget i 2015 med den lavest rentabilitet og den højeste indtjeningsvolatilitet. Det forklarer også, hvorfor denne strategiske beslutning kan hjælpe med at fjerne den konglomerat rabat, som historisk har knyttet sig til Philips. Oveni det vil Phillips i stigende grad nu blive sammenlignet med andre producenter af sundhedsudstyr, som typisk handler på højere multipler.

## Råvarer

Energi og materialesektoren har klaret sig godt de seneste måneder, hvor olie- og råvarerpriser er steget. De underliggende drivere varierer fra råvare til råvare, men det ser overordnet ud til, at de fleste råvarer bunder ud efter de store prisfald de senere år. Dette har også ført til store kursstigninger, hvilket måske kan være en reminder om, at ikke alt kan puttes ned i faste risikokasser.

I 2. kvartal steg Brent-olien fra UDS 41 til USD 50. Den amerikanske Energy Information Administration hævdede for nyligt deres prognose for olieefterspørgslen på grund af forventning om højere vækst i emerging markets. I samme ombæring sænkede de prognosen for udbuddet i forventning om lavere produktion i USA og på grund produktionsforstyrrelser i Nigeria, Libyen og Irak og skovbrænde i Canada. Dette understøtter olieprisen, men vi erkender, at lignende ting fandt sted i begyndelsen af 2015, blot for at forholdet mellem udbud og efterspørgsel blev svækket senere på året. Ser vi på de globale aktiermarkeder har energiaktier været den stærkeste sektor i 2016 og i 2. kvartal, hvor de gav et afkast på 13 % målt i euro. Dette er dog et stykke under olieprisens stigning på 22 %, og ikke alle energiaktier klarede sig lige godt. Vi mener dog, at sektoren er i den fase hvor den bunder ud, og at den kommende indtjeningsæson vil være afgørende for, om der vitterligt er lys for enden af tunnelen for selskaberne også.

Materialesektoren viser også tegn på bedring med stigende priser for de fleste industrimetaller på grund af bedre fundamentale forhold i emerging markets. Brexit har derudover forårsaget et opsving i ædelmetaller såsom guld, der bruges som sikker havn. I vores globale portefølje er jernmalmselskabet Rio Tinto og kabelproducenten Bekaert begge steget

11 %, mens Buenaventura, som er et mineselskab i emerging markets, er steget hele 67 %.

## Fremgang i emerging markets

Vi har gennem noget tid argumenteret for, at emerging markets-aktier er billige efter svage afkast gennem flere år. En del af årsagen har været valutafald, faldende kapacitetsudnyttelse, politisk uro og de faldende råvarepriser. Som vi før har bemærket, er emerging markets dog mangfoldigt, og mange af disse faktorer virker tovejs: selvom lave råvarepriser skader lande som Brasilien og Rusland, har de hjulpet de lande, der er nettoimportører af energi. Og mens politisk uro har været en ulempe for nogle (igen eksempelvis Rusland og Brasilien) har det været en positiv faktor andre steder (reformer i Indien eksempelvis).

Samlet set lader det til, at meget af modvinden er ved at aftage. BNP væksten i emerging markets er skrumpet gennem flere år sammenlignet med de modne markeder, men det vil muligvis stabilisere sig de kommende år. Valutaerne har lidt delvist pga. den øgede inflation relativt til de modne markeder, men også det gab kan mindskes fremadrettet. Derudover led mange af de lande, der blev opfattet som sårbare over for en stærk dollar, allerede i 2015, hvor folk købte ryterne om snarlige amerikanske rentestigninger. Fremadrettet vil emerging market-valutaer måske være mere modstandsdygtige over for dollaren, hvilket kan smitte positivt af på indtjeningsmarginer. Fra januar 2016 til juni steg vores emerging markets-porteføljer med lige under syv procent, mens benchmark steg 4,5 %.

## Konklusion

Man kan ikke komme udenom, at de seneste par uger har været præget af chok og usikkerhed. Den politiske usikkerhed vil fortsætte noget tid, men med udsigt til valg, forhandlinger og nye politiske ledere, er der også øget sigtbarhed forude. I mellemtiden er det værd at hæfte sig ved, at markederne har opført sig ganske pænt. Aktieafkast i 2. kvartal var positive, og siden Brexit-afstemningen har udviklingen i globale aktier været flad. Der er fortsat volatilitet, og den vil vi som altid benytte til at jage nye muligheder. Når man kigger på vores portefølje, er vi positive på grund af de lave værdiansættelser, udviklingen i de fundamentale forhold i selskaberne såvel som de mange faktorer, der kan få de langsigtede værdier frem i lyset.

Redaktionens slutning: 6. juli 2016

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:

