

Stor forskel i afkast på aktiemarkedene

Ved første øjekast føltes tredje kvartal som et godt kvartal for globale aktier. Aktierne fortsatte stigningerne fra andet kvartal, og det brede verdensindeks, MSCI World-indekset, steg 5,5 pct. Ser vi imidlertid lidt nærmere på periodens afkast, var der stor spredning mellem de forskellige dele af aktiemarkedet. Når vi sammenligner afkast i forskellige regioner, var det et fantastisk kvartal for amerikanske aktier, mens det var gennemsnitligt for europæiske og japanske aktier og dediceret dårligt for 'emerging markets'-aktier.

De amerikanske aktier fik medvind fra en stærk økonomi og en overbevisende regnskabssæson, og de endte kvartalet med en gevinst på 7,9 pct. - langt foran resten af verden. Japanske aktier steg med 4,2 pct. i kølvandet på en relativ pæn indtjening i virksomhederne og mindre politisk usikkerhed, efter at premierminister Shinzo Abe vandt en intern afstemning og kan fortsætte som leder af det regerende parti, Liberal Democratic Party.

I Europa er den økonomiske udvikling svagere, og der er generelt mere politisk risiko, hvor især Storbritannien og Italien tiltrækker sig opmærksomhed. I betragtning af den store usikkerhed, der er forbundet med udfaldet af de igangværende Brexit-forhandlinger, og det faktum, at fristen for en aftale er ved at udløbe, var det nok ikke overraskende, at britiske aktier trak afkastet ned i Europa. Den italienske gældssituation skabte også bekymringer, og på kvartalets sidste dag fremlagde koalitionsregeringen et større budgetunderskud end forventet. Det førte til frasalg af europæiske aktier, der dog endte kvartalet med en mindre stigning på 1,3 pct. 'Emerging markets'-aktier fortsatte med at ligge i bunden med endnu et negativt kvartal og tabte 0,6 pct.

De regionale forskelle på afkast var åbenlyse og måske forståelige, men der var andre underliggende sektor- og stilforskelle, der var vanskeligere at forstå. Medicinalaktier var den sektor, der klarede sig bedst - måske på grund af dens defensive karakter, men der var dog også gode nyheder i branchen med blandt andet M&A-aktivitet. Med hensyn til stilfaktorer fortsatte value-aktier med at tabe til vækstaktier, og små aktier tabte omkring 3 pct. på globalt plan relativt til store aktier. Det betød, at tredje kvartal var et vanskeligt miljø for vores fonde. Mens de europæiske fonde lå på niveau med MSCI Europa-indekset, lå de globale fonde og 'emerging markets'-fonde efter deres respektive sammenligningsindeks.

Det er altid svært at sige med sikkerhed, hvad der driver forskellige dele af aktiemarkedene, men vi kan lære meget af at kigge på ovennævnte afkastforskelle. Når defensive aktier for eksempel giver bedre afkast end cykliske aktier, er det normalt, fordi usikkerheden er stigende, eller at den økonomiske vækst aftager. Efterhånden som den nuværende økonomiske optur i manges øjne er i sit efterår, er det måske ikke nogen stor overraskelse, at defensive aktier, med deres evner til at modstå nedture, klarer sig bedre end økonomisk følsomme aktier. Det passer også godt med, at et stigende antal investorer har advaret om en forestående aktiemarkedskorrektion. Nogle mener, at en korrektion kommer som følge af en opbremsning i økonomien, mens andre fokuserer mere specifikt på dynamikken i renteforhøjelser eller på overdreven gældsætning, handelskrig, rekordhøj indtjening i virksomheder, der kun kan falde, eller politiske problemer rundt om i verden.

I starten af oktober kom denne korrektion, og verdens aktiemarkeder begyndte at falde. Måske startede det på grund af en kraftig stigning i de amerikanske obligationsrenter, men ud fra de afkastforskelle, vi ser under overfladen, ser den negative stemning ud til at stamme fra bekymringerne om handelskrigens indvirkning på den globale vækst. Investorerne fortsatte ind i oktober med at favorisere defensive aktier over

cykliske, hvilket tyder på forventet økonomisk uvej i horisonten.

Modvind på 'emerging markets'

'Emerging markets'-aktier har det svært i år. Mens MSCI World-indekset er steget omkring 5 pct. indtil videre i 2018, er MSCI Emerging Markets nede med 10 pct. Det står i skarp kontrast til sidste år, hvor den mere udviklede del af verden kun var oppe med 8 pct. sammenlignet med næsten 21 pct. for 'emerging markets'.

Spørgsmålet er, hvad der har forårsaget dette skifte? På mange måder startede det hele tilbage i april og maj. I første kvartal aftog den globale vækst en smule, den amerikanske dollar var noget svækket, og oliepriserne var steget. 'Emerging markets' fortsatte på den baggrund udviklingen fra 2017 med flotte afkast. Det ændrede sig dog hurtigt. Den 23. marts offentliggjorde Trump-regeringen planer om en told på 25 pct. på omkring 50 mia. dollar kinesisk import. Kinesiske aktier begyndte at falde, og det markerede starten på modvinden i 'emerging markets'. I begyndelsen af april bekræftede USA toldsatserne, og Kina svarede straks igen.

De globale handelsspændinger er dog ikke den eneste forklaring på de ringe afkast i 'emerging markets' i år. I begyndelsen af april indførte USA nye sanktioner mod russiske embedsmænd og oligarker og ramte således folk i præsident Vladimir Putins inderkreds. Det var som følge af utilfredshed med Ruslands håndtering af Krim, Ukraine og Syrien og den påståede indblanding i valget tilbage i 2016.

Den russiske rubel faldt efter sanktionerne, mens der samtidig var generel svaghed blandt 'emerging markets'-valutaer. Dette fænomen accelererede i slutningen af april og maj, da den amerikanske dollar blev styrket. Nogle 'emerging markets'-lande opfattes som værende mere sårbare over for en stærkere amerikansk dollar – typisk de lande der kører med underskud på både handels- og betalingsbalancen (såkaldt 'twin deficit') som Brasilien, Indien, Indonesien, Mexico, Peru, Sydafrika, Tyrkiet, Argentina og Colombia. (Vi har ikke investeringer i de sidste to). Frygten er, at når dollarkursen styrkes, kan det udløse en negativ spiral, hvor svagere valuta fører til højere inflation, hvilket fører til en pengepolitiske stramninger, hvilket fører til lavere økonomisk vækst, hvilket igen fører til finanspolitiske stramninger. Handelsspændingerne kan presse inflationen op, ligesom vi - trods dollarens styrke - også har været vidne til en betydeligt højere oliepris i år.

Politiske bekymringer har også spillet en rolle. I Tyrkiet, hvor præsident Erdogan fastholder et stramt greb, faldt liraen omkring 10 pct. i maj, hvilket førte til en kraftig rentestigning - og valutaen er faldet over 30 pct. over for den amerikanske dollar

indtil videre i år. Sydafrika stod også over for udfordringer, dels fordi stemningen fra Tyrkiet smittede, men også fordi landet røg tilbage i recession, og den umiddelbare begejstring over præsident Ramaphosa, der overtog efter Jacob Zuma, er aftaget. Mens nogle reformer er blevet gennemført med succes, har der også været stor debat om blandt andet jordreformer, hvilket har ført til bekymringer blandt investorer.

I Brasilien var der også stor usikkerhed op til præsidentvalget i oktober, hvilket i sidste ende var et valg mellem to meget forskellige kandidater. På den ene side stod Jair Bolsonaro, en højrefløjspolitiker, og Fernando Haddad, en tidligere borgmester i Sao Paulo fra venstrefløjen. Fra april til midten af september faldt den brasilianske real over 20 pct. over for dollaren, mens det brasilianske aktiemarked var tilsvarende svagt. Men i de sidste par uger op til første valgrunde, vendte tilliden til Brasilien tilbage i takt med, at en sejr til Bolsonaro så mere og mere sandsynlig ud. Selv om Bolsonaro er blevet stærkt kritiseret for en række socialpolitiske kommentarer, ses der positivt på hans forventede liberale økonomiske politik og strukturreformer. Anden valgrunde er den 28. oktober.

Der er altså flere grunde til, at mange 'emerging markets'-valutaer har været svage. Hvor bekymrede skal vi så være? Det er helt sikkert, at fortsat styrkelse af dollaren (og stigende amerikanske udbytter) typisk vil være negativt for mange 'emerging markets'-lande. De fleste af landenes økonomier er dog langt stærkere, end de var tilbage i 2013, hvor renterne steg kraftigt, og de er i dag mere modstandsdygtige over for en stærkere amerikanske dollar. En stærkere dollar og højere amerikanske renter er imidlertid ikke nødvendigvis negativt. Hvis det sker gradvist, og det er drevet af gunstige økonomiske forhold, kan det være positivt for mange 'emerging markets'-lande og endda for Japan og Europa, der drager fordel af handel med USA. Det er selvfølgelig svært at forestille sig lige nu med USA's og Donald Trumps protektionistiske udfald.

Handelskrig rammer alle

Vi er nu 10 måneder inde i et år, hvor præsident Trump har ført en aggressiv handelsretorik mod Kina og indført strafhold på en række kinesiske varer.

Mens kinesiske aktier er faldet med 16 pct. i år, er amerikanske aktier steget med 10 pct. Og Trump vil uden tvivl bruge dette til at vise, hvordan han gør USA 'stort igen', men det vil være forkert at antage, at aktieafkast indtil videre i 2018 afspejler den reelle effekt af toldsatserne. Kinesiske aktier er nemlig samtidig ramt af en svækkelse i de underliggende økonomiske data i Kina, og derfor er landets aktier mere sårbare over for negative nyheder. Når vi imidlertid ser på de faktiske økonomiske effekter af toldsatserne, er der ingen lande, der undgår at blive ramt.

Den seneste verdensøkonomiske prognose fra IMF indeholder en scenarie-analyse af handelsspændingerne: Det første scenario ser på nye todsatser, der allerede er gennemført. På kort sigt anslås disse at påvirke bruttonationalproduktet med kun ca. -0,2 pct. i USA og -0,5 pct. i Kina. På lang sigt er virkningen imidlertid omkring -0,3 pct. for begge lande.

Det andet og mere langsigtede scenarie antager, at USA indfører en todsats på 25 pct. på varer til en værdi af 267 mia. dollars yderlige kinesisk import, og at Kina svarer igen ved at smide samme takst på hele den 130 mia. dollars store import fra USA. Igen er virkningen markant større på Kina på kort sigt, men i det lange løb ser begge landes BNP ud til at falde omkring 0,5 til 0,6 pct. I dette scenarie vil nogle andre lande rent faktisk drage fordel på kort sigt: For eksempel vil USA's samhandelspartnere fra NAFTA og euroområdet sandsynligvis få medvind på kort sigt, da USA og Kina vil søge alternative handelspartnere.

Der sker dog noget interessant i de mere alvorlige scenarier. Det tredje scenario forudsætter, at USA gennemfører truslen om at indføre en 25 pct. told på alle importerede biler og bildele (ca. 350 mia. USD), og de berørte handelspartnere svarer igen med andre satser. Fjerde og femte scenarie inkluderer den potentielle virkning af faldende tillid og investeringer, og virkningen af strammere finansieringsforhold for virksomheder. Under alle disse tre mere alvorlige scenarier bliver USA ramt med en langt større indvirkning på BNP på kort sigt, men værst er den langsigtede indvirkning på amerikansk BNP, som anslås til omkring -0,9 pct. - sammenlignet med kun -0,6 pct. for Kina.

Denne slags analyser er selvfølgelig bare teori. Men de bekræfter det, som sund fornuft fortæller os, nemlig at handelskrige sjældent gavner nogen. Hvis Trump fortsætter med at gøre alvor af sine trusler, og andre svarer tilsvarende igen, ser det altså ud til, at USA bliver hårdt ramt. På en måde er det måske godt. Når det kommende midtvejsvalg er overstået, kan det måske motivere Trump til at ændre tonen, men det er meget svært at spå, om det bliver tilfældet. Hvis handelskrigen eskalerer, er det klart, at det vil være negativt for global vækst, og perioder med svag vækst er normalt ikke godt for 'emerging markets'-aktier. Men i betragtning af den seneste tids relative afkast mellem kinesiske og amerikanske aktier og den store forskel i værdiansættelse, kan markederne måske alligevel komme til at blive til fordel for 'emerging markets'-aktier, hvis de ovennævnte scenarier skal prises ind.

Værdiansættelsen i 'emerging markets' er attraktiv

Selv om vores emerging markets-fonde har gjort det godt i oktober, har det været et dårligt år, når vi sammenligner med

MSCI Emerging Markets-indekset. Det skyldes dels, at de har en væsentlig eksponering til små og mellemstore aktier, der generelt har været svage i år. Det er forventeligt, at den slags aktier en gang imellem halter efter markedet, men vi er overbevist om, at de giver god spredning og positivt merafkast på længere sigt. Vores fonde har derudover en forholdsvis lille allokering til energi-aktier - den stærkeste sektor indtil videre i år godt hjulpet af stigende oliepriser. Endelig har vi set nogle ret skuffende afkast i en håndfuld enkeltaktier, hvilket har resulteret i en samlet negativ aktieudvælgelse også. Omvendt er det, når vi ser på vores langsigtede afkast, hvor aktieudvælgelsen er en væsentlig bidragsyder.

Det er værd at bemærke, at i en periode med dårlig stemning på aktiemarkedet, er der altid nogle aktier, der sendes for langt ned grundet overreaktion. Når der sker, bruger vi tid på at analysere aktien igen for at sikre os, at investeringscasen er intakt. Hvis investeringen er intakt, udnytter vi overreaktionen i markedet og bruger kursfaldet til at øge positionen. Et eksempel på sådan en aktie er Bluescope Steel, som vi beskriver nedenfor.

Som følge af højere amerikanske renter, lavere økonomisk vækst og politisk uro, er forventningerne til virksomhedernes indtjening faldet i 'emerging markets'. Kursfaldet har imidlertid været endnu større, og derfor er værdiansættelsen af aktierne blevet mere attraktive, både i vores fonde og i det brede aktiemarked. Ser vi på det simple forhold mellem aktiekurs og den forventede indtjening næste år (såkaldt 'price to earnings'), er værdiansættelsen af MSCI Emerging Markets-indekset faldet fra 12,9 i januar til 10,7 i september. Aktivklassen er derfor blevet betydeligt billigere i absolutte tal, men også i forhold til andre aktivklasser. Og så er det endda en aktivklasse med betydeligt potentiale for indtjeningsvækst på mellemlang og lang sigt. Alene i 2018 og 2019 forventer vi indtjeningsvækst på omkring 12 pct. årligt. For vores fonde faldt det samme tal 10,5 til 8,3, hvilket tyder på, at vores fondes relative rabat til det bredere univers er blevet større. Som value-investorer gør det os forhåbningsfulde i forhold til både aktivklassen såvel som vores fonde.

BlueScope Steel drager fordel af handelskrig

For de fleste virksomheder, der er involveret i international handel, skaber usikkerheden med handelsspændinger udfordringer. For en af aktierne i vores globale fonde havde de nye todsatser på amerikansk import af stål imidlertid en positiv indvirkning. BlueScope Steel var allerede ved årets indgang en vellykket investering, og aktien har givet et markant merafkast i forhold til andre stålvirksomheder gennem de seneste år, så afkastet i 2018 var bare prikken over i'et.

BlueScope Steel har stålproduktion i Australien, USA, New Zealand og Asien. Vi købte vores første aktier i 2011, efter at aktiekursen var faldet en del efter finanskrisen, og på kort sigt var der stadig en del udfordringer. Virksomheden var under pres fra lave stålpriser og en stærk australsk dollar, der begrænsede muligheden for at eksportere. Prissætningen var dog alt for lav i forhold til, hvad deres produktionsfaciliteter var værd. Faktisk viste vores analyse, at aktiekursen kun afspejlede værdien af de internationale aktiver. Det betød, at vi som investorer fik den australske del af forretningen næsten gratis, og vi var overbeviste om, at BlueScope Steels australske forretning på et tidspunkt ville nyde godt af en normalisering af stålpriserne.

Virksomhedens balance gav imidlertid anledning til lidt bekymring i form af overholdelse af nogle klausuler relateret til gælden. Efter at have drøftet med ledelsen i virksomheden, konkluderede vi imidlertid, at der var forskellige muligheder for at løse disse udfordringer. Det kunne være ved en genforhandling af gælden, et frasalg af aktiver, omkostningsbesparelser eller en form for refinansiering. Kort efter vores første investering annoncerede BlueScope Steel en omfattende strategigennemgang og en refinansieringspakke. Vi besluttede at deltage i en aktieemission i november 2011, hvilket øgede vores investering væsentligt, og lagde grundlaget for det samlede afkast i BlueScope Steel.

En afgørende del af omstruktureringen var beslutningen om at lukke ned for noget kapacitet i Australien for at forbedre BlueScope Steels konkurrenceevnen ved at reducere omkostningerne og den overskydende kapacitet. I de følgende år begyndte den australske indtjening at stige, og pengestrømmene herfra blev brugt til at købe deres amerikanske partner i 2015. Det fordoblede indtjeningspotentialet i USA. Timingen kunne ikke have været meget bedre, da stålpriserne begyndte at bevæge sig op kort efter. BlueScope Steels indtjening blev næsten firdoblet i de følgende år, og aktier steg kraftigt – mere end stålaktier generelt.

Den næste fase begyndte i starten af 2018, da Trump indførte told på stål, men fritog råjern (såkaldt 'pig iron'), der er et mellemprodukt brugt til stålproduktion. Som følge heraf steg de amerikanske stålpriser med ca. 40 pct. siden årsskiftet, mens de europæiske og kinesiske priser lå nærmest flade. Den stigende omsætning og de stabile omkostninger betød, at BlueScope Steels indtjening steg drastisk, hvilket afspejledes i kursstigninger.

Stålpriserne i USA ligger imidlertid langt over det langsigtede gennemsnit, og da BlueScope Steels aktiekurs nærmede sig vores estimerede værdi af virksomheden, valgte vi at sælge alle aktier. Fra vores første køb til det endelige salg gav akti-

erne et afkast, der var stort set på niveau med verdensindekset, MSCI World. Men siden vi øgede positionen væsentligt via kapitalforhøjelsen i slutningen af 2011, da aktiemarkedet overreagerede, er aktierne steget omkring 550 pct. sammenlignet med verdensindeksets 150 pct., og det har været en fantastisk bidragsyder i perioden.

Vi fastholder en langsigtet investeringshorisont

Der er ingen tvivl om, at investorerne er nervøse, og efter 10 års stigende aktiemarkeder, hvilket har resulteret i relativ høj værdiansættelse af aktier generelt, sætter vi også spørgsmålstegn ved, om stigningerne kan fortsætte. Det ændrer imidlertid ikke på, hvordan vi investerer. Som altid gennemgår vi vores eksisterende investeringer og sikrer, at analysen og antagelserne er intakte, men vi bruger også markedsuroen til at kigge efter nye ideer.

Vi fortsætter med at købe aktier, der bliver handlet med betydelige rabatter til deres underliggende værdier. Og uanset hvordan de makroøkonomiske udsigter eller retningen på aktiemarkederne er, hviler vores tilgang på at have en langsigtet investeringshorisont. Vi tager de økonomiske udsigter i betragtning, men vores mål er ikke konstant at ændre på vores fonde i et forsøg på at positionere os i forhold til kortsigtede markedsudsving. I stedet gør vi vores bedste for at forstå, hvilke risici vi har i fondene, og sørger for, at hver virksomhed er fundamentalt stærk nok til at klare sig, selv hvis der kommer længerevarende økonomisk modvind. Vores investeringer har generelt robuste balancer, der bør gøre dem mindre risikable i forhold til rentestigninger eller uro i kreditmarkedet, og det giver dem et fundament til at modstå en eventuel periode med faldende indtjening.

Mange af de udvalgte virksomheder er allerede i en form for konjunkturedgang, og netop disse brancher, der allerede er under pres, bliver ikke nødvendigvis ramt lige så hårdt i en bred økonomisk nedtur. De har samtidig masser af potentiale til at øge både indtjening og værdiansættelse fra de nuværende lave niveauer. Derudover søger vi altid efter virksomhedsspecifikke katalysatorer, der er uafhængige af aktiemarkedets generelle bevægelser. Givet usikkerheden i dag er det måske endnu vigtigere end nogensinde at vælge de aktier, der kan give et afkast, selv i et fladt eller negativt aktiemarked.

Vi afholder os fra at gætte på, hvad afkastene bliver i de næste kvartaler eller i det kommende år, men vi er enige i ovennævnte bekymringer om, at der er usikkerhed forude i forhold til den økonomiske udvikling, og værdiansættelsen af aktier er i den høje ende, hvilket kan føre til beskedne afkast i de kommende kvartaler. Vi investerer imidlertid i en portefølje af

selskaber, der er udvalgt hver især for deres virksomhedsspecifikke egenskaber og deres attraktive prisfastsættelse. De aktiespecifikke afkast, det medfører, har en tendens til at afvige fra det brede aktiemarked. Det kan ikke ses hver enkelt kvartal eller år, men vores langsigtede dedikerede indsats for at foretage value-investering har belønnet vore investorer over de

seneste to årtier, og vi er overbeviste om, at det fortsat vil være tilfældet fremover.

Publiceret i november 2018

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.