

Stærkt kvartal for value

I årets sidste kvartal var vi vidne til en stærk afslutning på året for aktiemarkedene. Det blev også afspejlet i vores fonde, der genererede solide afkast i kvartalet, såvel som for hele året.

I vores globale aktiefonde var den amerikanske eksponering en væsentlig bidragsyder til årets afkast. Amerikanske value-aktier steg pænt, mens de europæiske og specielt de japanske aktier holdede efter. Trods undervægt i USA, lå de globale fonde pænt foran sammenligningsindekset, og vi var også i stand til at slå benchmark i vores europæiske fonde, mens vores fond inden for emerging markets var helt i top med afkast på 22 % – mere end 8 % over fondens benchmark.

” 2016 endte med at blive et godt år for alle vores fonde i både absolutte og relative termer

2016 var et begivenhedsrigt år. Ser man tilbage til begyndelsen af 2016, var aktiemarkedet præget af usikkerhed og ikke megen optimisme. Januar bød på faldende råvarepriser og bekymringer for faldende kinesisk vækst. Bekymringerne aftog efterfølgende og markedet genvandt lidt styrke, indtil Brexit-afstemningen fik pessimismen frem igen, og aktierne faldt sammen med markedetsrenterne. I sidste ende var den underliggende økonomiske udvikling dog opmuntrende og efterhånden som tredje kvartal skred frem, begyndte markedets forventninger til rentestigninger at stige. Vi har i de senere år mange gange diskuteret, hvordan en sådan stigning i renteforventninger havde potentiale til at udløse en større rotation på aktiemarkedet, og det er præcis, hvad vi har været vidne til i de sidste to kvartaler. Investorerne skiftede fra defensive til mere cykliske sektorer og gik fra højt prissatte

til lavt prissatte aktier. Value-aktier udkonkurrerede vækstaktier.

Den største ændring stod Donald Trump for. Efter den overraskende valgsejr steg aktiemarkedet kraftigt, markedetsrenterne tog et hop, og rotationen på aktiemarkedet, der allerede var i gang, accelererede. Tæt ved årets udgang forhøjede den amerikanske centralbank styringsrenten, mens man bebudede yderligere forhøjelse i de kommende år. Denne rotation var klart positiv for vores value-strategier, og 2016 endte med at blive et godt år for alle vores fonde i både absolutte og relative termer.

Vrede vælgere

Trumps valgsejr var på mange måder bemærkelsesværdig. For det første var udfaldet af både præsidentvalget samt EU-afstemningen i Storbritannien tegn på et generelt fænomen i den udviklede verden i dag, hvor et stort antal vrede vælgere fra middelklassen føler sig som ofre i den globalisering, der har fundet sted i de seneste to årtier. De har følt deres relative velstand falde over disse to årtier, så de føler sig vrede, oversete og ønsker at protestere mod det etablerede samfund, der har ladet dem i stikken.

For det andet udstillede resultaterne af både Brexit-afstemningen og præsidentvalget den forudgående mediedækning og meningsmålingerne, der vurderede en Trump-sejr og briternes exit som usandsynlige. På den amerikanske valgaften stod eksperter, kommentatorer og journalister – og selvfølgelig mange milliarder mennesker verden over – målløse tilbage, efterhånden som resultaterne tikkede ind. Medierne blev måske overraskede over den kraftige vækst i 'anti-establishment'-vælgere og populistiske strømninger. Men det står også klart, at den traditionelle mediedækning er blevet offer for det meget omtalte begreb 'disruption', hvilket har haft indflydelse på valgresultaterne. Uviljen til at betale for nyheder er ved at blive et stort problem. Overskrifter er vigtigere end indhold. Trumps kampagne minder om 'clickbait', hvor den ene mere ekstreme kommentar efter den anden tog al fokus i nyhederne. Medierne er her måske et

ekstremt eksempel på disruption i en digital tidsalder, men mange brancher er under pres.

Der er andre ting, der har indflydelse på den politiske udvikling, og valgresultaterne skal nok blive analyseret og diskuteret fremover. Men nok om vrede vælgere og disruption – lad os fokusere mere på, hvad det betyder for den underliggende økonomi, de finansielle markeder og vores fonde.

Trump-optur?

Der er ingen tvivl om, at Trumps sejr med sine budskaber om ekspansiv finanspolitik var med til at skabe positive vinde på aktiemarkedet i fjerde kvartal. Men i virkeligheden var markerne allerede begyndt at stige før valget. Den amerikanske økonomi var i bedring, og fra midten af året har obligationsrenterne været stigende, hvilket indikerer stigende forventninger til, at FED ville hæve renten – som de i sidste ende gjorde i december. Alt i alt er den amerikanske økonomi og til en vis grad den globale økonomi ikke i så dårlig fatning, som man frygtede ved årets start, hvilket var en vigtig drivkraft for aktiemarkedets optur. I Kina lader situationen til at være stabil, ECB har signaleret, at man ikke vil opkøbe obligationer for evigt, og den amerikanske centralbank har indikeret yderligere renteforhøjelser i 2017.

” *Den amerikanske økonomi og til en vis grad den globale økonomi ikke i så dårlig fatning, som man frygtede ved årets start*

Så Trumps sejr finder sted i et allerede forbedret økonomisk miljø. Han har naturligvis talt om ændringer og reformer, hvoraf mange forventes at påvirke aktiemarkedet i USA på en positiv måde. Finanspolitisk ekspansion og virksomhedsskattelettelser vil gavne aktiemarkedet generelt, i det mindste på kort og mellemlang sigt, mens hans dagsorden med at prioritere amerikanske arbejdspladser over international samhandel kan være en fordel for specielt små og mellemstore virksomheder, da de har tendens til at være mere fokuserede på hjemmemarkedet. Der er naturligvis også andre konsekvenser. Der er blandt andet spørgsmålet om, hvordan en stærk dollar og potentielt mere told og flere afgifter kan påvirke emerging markets-lande. Det er ikke let at svare på, men lad os bare konkludere emerging markets ikke er en homogen gruppe af lande, men at de er meget forskellige med hver deres udfordringer og muligheder. Vi ser masser af potentiale for 'bottom-up'-investorer til at generere pæne

afkast i emerging markets, også selv om Trump anlægger en hårdere linje over for visse lande.

Det er selvfølgelig også for tidligt at forsøge at forudsige, hvor mange af Trumps valgløfter, der rent faktisk vil blive gennemført. Republikanerne har ganske vist flertal i begge kamre i Kongressen, hvilket burde føre til, at lovforslag nemmere går i gennem. Det betyder dog ikke, at det nødvendigvis bliver nemt for Donald Trump, men det vil tiden vise. Lige nu er det svært at se, hvad der er egentlig politik, og hvad der var valgfælæk, og derfor er det også svært at vurdere på konsekvenserne.

Value-investering er opstået fra de døde

Efter flere år, hvor value-investering har underpræsteret, så vi endelig et stærkt comeback i 2016. Mens value-investering var i unåde, nævnte vi ofte muligheden for, at en forbedret global økonomi og stigende renter kunne udløse en rotation til fordel for value-aktier. Selvfølgelig vidste vi ikke præcis, hvornår det ville ske – og faktisk er det ikke så længe siden, at vi anvendte et billede i vores præsentationer fra Æsops fabel, 'Ulven kommer'. På trods af den manglende timing, har vi været overbeviste om, at value-investering i sidste ende igen ville komme på mode.

I andet halvår af 2016 var derfor betryggende at se, at stigningen i renteforventninger rent faktisk udløste en rotation. Investorerne skiftede fra relativt højt prissatte aktier til lavt prissatte aktier, og value-aktier gav et merafkast. Investorerne bevægede sig fra defensive sektorer og ind i mere cykliske, og aktier inden for finans, energi, industri og råvarer klarede sig godt. Det var selvfølgelig tilfredsstillende at se vores fonde reagere på denne skiftende dynamik med pæne afkast på tværs af vores value-fonde. Vi forsøger at have mere end én potentiel drivkraft for afkast: for eksempel drives fondenes afkast af vores bottom-up aktieudvælgelse, deres eksponering til value-aktier generelt, og eksponeringen til små og mellemstore aktier. I 2015 trak det ned at være eksponeret inden for value-aktier, men vores individuelt udvalgte aktier løftede afkastet op foran det generelle marked. I 2016 var aktieudvælgelsen hjælpsom i nogle fonde – især i vores emerging markets-fond - men samlet var den store drivkraft bag årets flotte afkast eksponeringen til value-aktier, der havde et stærkt andet halvår.

” *Efter flere år, hvor value-investering har underpræsteret, så vi endelig et stærkt comeback i 2016*

Siden finanskrisen har der til tider været en atmosfære i den finansielle sektor, hvor det har virket som om, at det kun var visse former for investering, der gav mening. Inden for aktier har der været en enorm stigning inden for passiv investering, og et stort antal investorer har haft fokus på visse dele af markedet – for eksempel defensive aktier eller ligefrem hele sektorer med lav volatilitet som sundhedspleje og konsumentvarer, der har opført sig nærmest som obligationer.



Samlet var den store drivkraft bag årets flotte afkast eksponeringen til value-aktier, der havde et stærk andet halvår

Vi har intet imod disse sektorer, og der vil være tidspunkter i den økonomiske cyklus, hvor vi finder gode investeringsmuligheder inden for brancherne. Men vi har været på vagt i en periode, hvor mange investorer forbinder det at have lav risiko med blot at investere i fonde, der afspejler et benchmark – uden at forholde sig til, at disse benchmarks ofte er væsentligt eksponeret til meget store aktier eller har en stor vægt i visse defensive sektorer. Mange investorer er således løbet efter de samme aktier, hvilket har skabt en stor kløft i værdiansættelse mellem visse dele af aktiemarkedet – noget vi har været glade for at udnytte. Måske er rotationen i 2016 en påmindelse om, at den globale økonomi og aktiemarkedet tilbyder et bredt og varieret univers af potentielle investeringer, og at den højeste eller laveste risiko ikke altid er at finde det samme sted over tid. Hvis man er i stand til at bevare overblikket og turde gå imod strømmen, kan man udnytte forskelle i værdiansættelse til at skabe solide langsigtede afkast. Vi mener, at den seneste tid bekræfter, at aktive forvaltere, der udvælger aktier baseret på værdiansættelse, har potentiale til at slå et indeks.

Gode udsigter for den finansielle sektor

Man skal passe på med at konkludere for tidligt, men det ser ud til, at pilen endelig peger opad for renterne. Simpelt fortalt er stigende renter et udtryk for en økonomi i bedring. Det er gode nyheder, måske specielt for bankerne. Økonomisk fremgang skaber mere optimisme og stigende investeringsaktivitet i erhvervslivet. Låntagere er bedre i stand til at betale på deres lån, og bankerne har færre misligholdte udlån. Bankerne kan også tjene mere på nettorenterne. Faldende nedskrivninger og hensættelser, samt bedre kreditvurdering giver samlet set mere spillerum til vækst. Denne dynamik er helt sikkert noget, vi er ivrige efter at udnytte, og vi præsenterer en af vores bank-investeringer nedenfor.

Forsikringselskaber kan også vinde ved stigende renter. Øget økonomisk aktivitet og øget forbrug – på nye boliger, biler osv. – medfører en stigende omsætning. Der er naturligvis andre brancher, der også er relativ følsomme i forhold til den økonomiske udvikling – aktier inden for forbrugsgoder blandt andet. Aktier inden for alle de nævnte sektorer har klaret sig godt i de seneste måneder, og det er positivt, at vi har fundet og stadig finder attraktive value-investeringer inden for disse.

Positiv effekt på vores aktier

I vores globale fonde var de mest direkte vindere på de stigende renter og rotationen på aktiemarkedet vores amerikanske finansaktier. I løbet af de sidste to til tre år har vi øget vores eksponering ved i første omgang ved at købe aktier i Regions Financial og Citigroup. Da vi så, at værdiansættelsen, som følge af de rekordlave renter i fjerde kvartal af 2015, blev endnu mere attraktiv, besluttede vi at købe mere op i aktierne. I løbet af disse måneder begyndte vi også at investere i JP Morgan, Discover Financial, Leucadia og Metlife.

I takt med at renterne fortsatte med at falde i første kvartal af 2016, trak disse investeringer ned i det samlede resultat, men efterhånden som året skred frem, begyndte det at blive en meget indbringende beslutning. Især har rente-følsomme navne som Regions Financial, Discover, Citigroup og Mitsubishi UFJ bidraget væsentligt i de seneste måneder. Fondene nød godt af overvægten i amerikanske finansaktier alene, men også fra et merafkast i netop de aktier, vi havde valgt.

En af fondenes største positioner er Regions Financial, den største amerikanske regionalbank. Vi købte de første aktier i sommeren 2014. Vi synes om den simple forretningsmodel med måske branchens største følsomhed over for renten, men som også kunne drage fordel af øget udlånsaktivitet. Vi mente også, at banken var velpolstret, hvilket gav potentiale for en stigning i udbytter eller opkøb af egne aktier, mens der var mulighed for forbedringer på omkostningssiden. Muligheden for at øge indtjening og udbytter kombineret med den attraktive absolutte og relative prisfastsættelse fik os til at tage en større position i aktien.

Den finansielle sektor har som nævnt været den sektor, der nok har nydt bedst rotationen på markedet. Efter aktieopturen i november har vi reduceret positionen en smule, men vi ser stadig yderligere potentiale i aktien, der endnu ikke har vist resultaterne af øget udlånsaktivitet, højere nettorente og lavere omkostninger.

Terex købstilbud

I anden halvdel af 2015 meddelte amerikanske Terex, der laver maskiner og udstyr til entreprenør-branchen, at man ville fusionere med finske Konecranes. Tidligt i 2016 blev det efterfulgt af et købstilbud fra en kinesisk konkurrent – et bud på 30 dollar per aktie. Selv om det kontante købstilbud var mere attraktivt på kort sigt, virkede det lidt usandsynligt på grund af lovgivningsmæssige forhindringer. Det fik imidlertid Terex' værdier frem i lyset, og det forbedrede positionen i forhold til forhandlingerne med Konecranes. Efterfølgende besluttede man i stedet for den oprindelig fusion, at Terex afhændede en division til Konecranes. Den transaktion er resulteret i en mere fokuseret virksomhed med rigelig likviditet og en meget stærk balance og mere spillerum til at optimere driften. Investorerne har taget godt imod beslutningen, og Terex-aktien begyndte at stige i tredje kvartal. Prikken over i'et kom, da Trump blev valgt, og investorerne begejstredes over løfterne om at øge udgifterne til infrastruktur. Som en væsentlig leverandør af entreprenørmaskiner og -udstyr i USA, forventes Terex at nyde godt af denne politik. Under Trump-opturen steg Terex da også endnu mere end sine konkurrenter.

Efter flere år på aktiemarkedene, hvor mange har opført sig som om, at verden var ny og anderledes efter finanskrisen, var 2016 måske også en påmindelse om, at nogle ting aldrig ændrer sig. Vi har længe været fortalere for, at value-investering giver gode langsigtede afkast. Der kan selvfølgelig være modvind fra tid til anden, men selv når disse modvinde varer længere end ventet, vil de i sidste ende aftage - og blive til medvind. Vi har før sagt, at når forskellen i værdiansættelse af forskellige dele af aktiemarkedet bliver for stor, vil markedskræfterne på et tidspunkt føre til, at markedet vender og forskellene mindskes. 2016 har givet lidt oprejsning i forhold til disse synspunkter. Sektor- og stilrotationen var mærkbar i de sidste to kvartaler, og selv om vi som altid er varsomme med at komme med kortsigtede forudsigelser, mener vi, at der fortsat er en uholdbar værdiansættelse i dele af aktiemarkedet, og vi vil fortsætte vores arbejde med at forsøge at udnytte dem. Vi mener, vi har et stort antal markant undervurderede selskaber i vores porteføljer, og vi fortsætter med at søge efter nye kandidater. Vi har et oprigtigt positivt syn på afkastpotentialet i vores investeringer.

” *Vi har et oprigtigt positivt syn på afkastpotentialet i vores investeringer*

Redaktionens slutning: 23. januar 2017

Forventninger

Som vi startede med at skrive, var 2016 bestemt et begivenhedsrigt år. På den ene side var det et år med politiske overraskelser, og der er stor usikkerhed især i mange europæiske lande. Alligevel er verden ikke ved at falde fra hinanden. Økonomien lader til at være rimelig robust, og vi så pæne aktieafkast.

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.