



Udsigterne for 2016

Af adm. direktør og porteføljeformidler Bo Knudsen

Vi lever i en modsætningsfyldt og omskiftelig verden. En verden, hvor væksten bliver mere og mere vanskelig at identificere. Den globale økonomi er mere divergerende, end den har været i mange år. Nogle geografiske områder er i recession, mens andre er i beskedne vækst. Råvaremarkederne er i oprør, mens det globale forbrug er i bedring. Alt dette gør verden til en gunstig jagtmark for den fokuserede og aktive investor.

I tråd hermed holder vi i C WorldWide fast i vores gennemprøvede strategi med nøje at udvælge aktier med tematisk medvind. Her er vores væsentligste indsigter for 2016:

Vækst og recession

Investorer søger indsigt ved at gøre det komplekse simpelt. Det er en svær, men nødvendig øvelse. Mange kommentatorer taler om én verdensøkonomi og ét globalt aktiemarked, der bevæger sig i én retning. Denne simplificering giver mest mening i kriseperioder, hvor det historisk kan konstateres, at aktier i sådanne perioder bevæger sig mere synkront. Men vi befinder os nu i et andet miljø. Et miljø hvor verdens enkeltaktier i mindre grad marcherer i takt. Denne tendens kan på det danske aktiemarked i 2015 illustreres

” I 2016 vil den globale økonomiske stormagt USA forhøje renten, mens Kina, Japan og Europa vil føre en meget ekspansiv monetær politik. Dette vil skabe divergens – særligt på valutamarkedene.

ved, at Novo Nordisk steg 56 pct., mens A. P. Møller Mærsk faldt 18 pct. – en gigantisk performanceforskel. I det globale vejrsystem kan der være oversvømmelse i Indien og tørke i Californien – på samme tid. Parallelt med verdensøkonomien anno 2016, hvor der kan være vækst og recession i forskellige dele af verdensøkonomien – på samme tid.

BRIK-landene er Goldman Sachs fællesbetegnelse for de fire store fremadstræbende emerging markets-lande Brasilien, Rusland, Indien og Kina. Brasilien og Rusland er i dag i kraftig tilbagegang grundet de svage olie- og råvarepriser. Kina skifter ned i gear, mens Indien er på vej frem. I september 2015 valgte Goldman Sachs i stilhed at lukke deres BRIK-fond.

Indsigt kommer typisk gennem simplificering. BRIK er blot en unuanceret simplificering i en verden af vækst og recession, gevinster og tab, muligheder og trusler – på samme tid. Det var verden i 2015, og det bliver med al sandsynlighed det miljø, vi kommer til at bevæge os i i den kommende tid, fordi:

- 1) I 2016 vil den globale økonomiske stormagt USA forhøje renten, mens Kina, Japan og Europa vil føre en ekspansiv pengepolitik. Dette vil skabe divergens – særligt på valutamarkedene.
- 2) I 2016 vil den klassiske produktionsindustri fortsat kæmpe med overkapacitet og faldende priser. Direktøren for det store veldrevne amerikanske selskab Fastenal, som bl.a. sælger bolte og møtrikker, proklamerede senest, at verden befinder sig i en industriel recession. Samtidig klarer den vigtige servicesektor sig heldigvis godt verden over. Den klassiske produktionsin-

dustri udgør kun 12-15 pct. i USA og Europa, mens service-sektoren i Kina netop har vokset sig større end produktions-industrien. Servicesektoren vil fortsætte sin vækst og skabe investeringsmuligheder.

- 3) I 2016 vil olie- og råvaresektoren igen være under pres. Prisen på jernmalm er på det laveste niveau i reale termer i mere end 100 år. Og markant overkapacitet i en lang række råvarer skaber vanskelige vilkår. Solcelleindustrien er til gengæld i kraftig vækst. Samtidig oplever mastodonten Alphabet (tidligere Google – en del af porteføljen i afdeling Globale Aktier) en årlig stigning i omsætningen genereret af deres websites på 28 pct. Dette viser, at visse væsentlige sektorer er i dyb recession, mens andre buldrer afsted.

Det er derfor ikke ligegyldigt, hvor man placerer sine penge. Investering i indeks er en nuanceret strategi i en nuanceret verden. Investering i et aktieindeks kan være en investering i gårsdagens vindere. En refleksion af det, der tidligere fungerede. Man bør fokusere på, hvad der kommer til at ske og tænke langsigtet ift. hvem, der er fremtidens vindere. Det er den tilgang, vi har i C World-Wide. Det er sådan, vi investerer. Og netop denne indstilling har været med til at skabe verdensklasseresultater over de sidste 25 år, bl.a. i form af markant bedre afkast end markedet – senest i 2015 med eksempelvis afdeling Globale Aktier, hvor markedet steg med 9 pct., mens afdelingen steg 17 pct. – hele 8 pct. point bedre end markedsafkastet efter alle omkostninger.

” Det er ikke ligegyldigt, hvor man placerer sine penge. Investering i indeks er en nuanceret strategi i en nuanceret verden og kan derfor være en investering i gårsdagens vindere. Man bør fokusere på, hvad der kommer til at ske og tænke langsigtet.

Markedsudsigter – fokus skaber afkast

Det bliver sværere at finde aktier, som kan skabe et godt afkast her næsten syv år efter, det globale aktiemarked var på sit laveste niveau i marts 2009. Og det bliver endnu sværere at finde attraktive obligationer efter mere end 30 års ”bull marked” i obligationer. Der findes i dag ikke en region med tydelig vækst, som vi har oplevet det tidligere med emerging markets. Man skal være mere specifik i udvælgelsen, eller have nogen til at finde de gode mulig-

heder for sig. Emerging markets dækker i dag hele spektret. Fra visse reformorienterede lande med stærk demografisk medvind til lande med betydelige demografiske problemer krydret med bestandig korrupsion og råvaremodvind.

” Der findes ikke i dag en region med tydelig vækst, som vi har oplevet det tidligere med emerging markets. Man skal være mere specifik i udvælgelsen, eller have nogen til at finde de gode muligheder for sig.

Der findes rådgivere og investorer, som systematisk køber selskaber, som er billige målt på Price-Earnings Ratio (P/E). Kun få er gode til det. Eksempelvis er TDC billigt målt på P/E, men med al respekt for selskabet, er markedsvilkår og udsigterne meget vanskelige og retfærdiggør derfor en lav pris. At købe billigt målt på P/E kan være et fatamorgana. Så let er det ikke at tjene penge på aktiemarkedet. Hvis et selskab skal investere større summer over tid for blot at vedligeholde E’et (indtjeningen), genereres der ikke nok penge til at betale udbytte til aktionærerne. Det er vigtigere at fokusere på det ”frie cash flow”, væksten og holdbarheden i denne over de kommende år og således vurdere selskaberne på disse parametre.

” Der er altid vindere og tabere – men 2016 tegner til at blive et år med stor divergens.

Det er vores opfattelse, at man skal skære ned til en meget koncentreret portefølje af individuelle aktier med tematisk langsigtet medvind for at få 7-12 pct. i afkast i det nuværende miljø. Såfremt beholdningen består af brede investeringer, kan 2016 let blive et år uden afkast, hvor den amerikanske dollar kan være den eneste usikre redningskrans.

Der er altid vindere og tabere – men 2016 tegner til at blive et år med stor divergens. Året er startet med stor uro på de kinesiske aktiemarkeder. I perioder med uro er samvariationen uundgåeligt høj, og aktierne falder over en bred kam. Men når roen er faldet, kommer fokus tilbage på udviklingen i de enkelte selskaber.

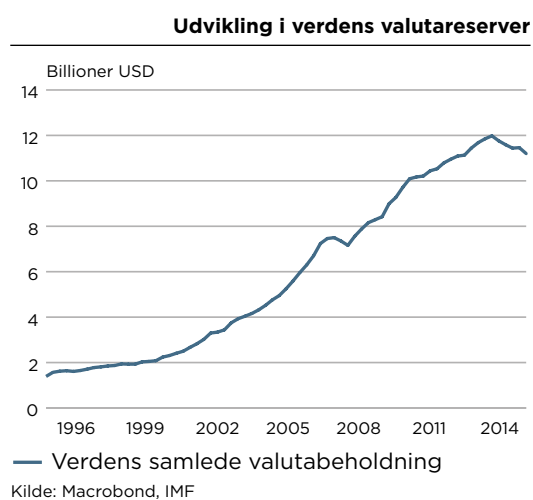
Det koncentrerede marked ses tydeligst på verdens ledende aktiemarked – USA, hvor man taler om den såkaldte FANG-handel, hvilket er et udtryk for, at de mest populære og bedst performende teknologiaktier er blandt de få, der trækker markedet op: Facebook, Amazon, Netflix og Alphabet. En sådan koncentration har historisk set været et tegn på et overmodent marked. Omvendt viser det, at markedet p.t. er villigt til at differentiere mellem vindere og tabere.

” Det tog USA 300 år at udvikle et banksystem med samlede aktiver på USD 15 billioner. (10¹²). Til sammenligning er Kinas samlede gæld siden 2007 steget med mere end USD 20 billioner.

Den industrielle recession anno 2016

Det tog USA 300 år at udvikle et banksystem med samlede aktiver på USD 15 billioner. Til sammenligning er Kinas samlede gæld siden 2007 steget med mere end USD 20 billioner og udgør i dag mere end 280 pct. af landets BNP, ifølge McKinsey Global Institute. Den eksplosive stigning i gælden er drevet af behovet for vækst og en usædvanlig let adgang til likviditet. Høje gælds-niveauer vidner om let adgang til kapital. Det fremgår f.eks. ved at se på størrelsen af de globale dollarreserver, som steg kraftigt i kølvandet på den ekstremt lempelige amerikanske pengepolitik.

Figur 1



Rigelig likviditet og eksport af kapital drev og driver et låneboom særligt i emerging markets med forøgelse af produktionskapacitet inden for stort set alle sektorer samt et generelt investeringsboom i Kina. Sund fornuft tilsiger, at når der er mange midler, der skal investeres, vil der typisk også ske forkerte investeringer og overekspansion.

I opbygningsfasen, hvor de globale valutaeserver vokser drevet af lave renter i den udviklede del af verden med USA i spidsen, flytter pengene ud i områder med højere renter. Der skabes dermed en overflod af penge ved at dollar og euro flyder til emerging markets-landene, hvor centralbanken og banker veksler til lokale valutaer. Dette skaber vækst, men også højere risiko for misallokering af kapital og opbygning af en overkapacitet af produktion af fysiske goder. Vi er nu et godt stykke inde i den tungere del af processen, hvor mekanismen kører den anden vej, dvs. først reduktion og fjernelse af kvalitative lempelser over de sidste par år og nu let stigende renter, som strammer likviditeten, og gør det lidt sværere for de fleste lande i Emerging Markets. Kobles dette med, at særligt de stærke vestlige forbrugere i stigende grad skifter fra at efterspørge fysiske produkter til at efterspørge digitale produkter og services, forklarer det den særlige situation, som verden står over for i 2016. Når forbrugeren foretrækker et weekendophold på et hotel i Rom, frem for et møbel eller et nyt tv, ændrer det behovet for transport af goder markant. Når kalender, lommeregner, ur, bøger og kort er blevet til apps på mobiltelefonen, ændres behovet for fysisk produktion og transport. Udviklingen bevæger sig fra fysiske produkter til digitale produkter. Banalt set falder massefylden af de transporterede goder, og det kan ses, når vi måler omfanget af verdenshandlen og ser de faldende mængder afspejlet i mange transportselskabers regnskaber, som lever af aktivitet i handel mellem Asien og Europa.

” Kobles likviditetsrammen med, at særligt de stærke vestlige forbrugere på marginalen skifter fra at efterspørge fysiske produkter til at efterspørge digitale produkter og services, forklarer det den særlige situation verden står over for i 2016.

Der findes stadig et stort vækstpotentiale i den stigende middelklassebefolkning i flere emerging markets lande, særligt i Asien.

Dette er et investeringstema, der går igen i vores fonde og særligt i afdeling Asien. Et tema, der er drevet af en af menneskehedens få jernlove: den ufravigelige stræben efter at skabe sig et bedre og mere komfortabelt liv.

Jernloven

En af historiens få jernlove er, at mennesket gør alt hvad, der er i dets magt for at gøre livet lettere, som beskrevet i den meget læseværdige bog "Sapiens" af forfatter og professor, Yuval Norah Harari. Denne iboende stræben driver vækst i og frembringelse af produkter og services, som vi tror, vil gøre livet lettere.

Der er mange fordele ved det for tiden ultimative produkt, som har udviklet sig til at være en næsten integreret del af det moderne menneske, nemlig en smartphone. Men har produktet gjort livet lettere? På nogle områder – ja så absolut, men det har også skabt og skaber komplikationer i livet, som så skal løses med nye produkter og services, der vil gøre livet lettere. Det, som den velhavende del af befolkningen har eller søger i dag, higes der også efter i næste generation af forbrugere. Væksten ligger derfor i digitale produkter og generelle services, som formodentligt gør livet lettere.

” Det er vores opfattelse, at 2016 bliver et år med moderate afkast, hvor den selektive investor kan gøre en stor forskel, ligesom det var muligt i 2015.

I C WorldWide har vi en tro på, at man som hovedregel skal undervægte selskaber, der sælger og har at gøre med fysiske produkter og kigge mere i retning af digitale produkter og services for at finde vækst.

Lavere afkast

Det er vores opfattelse, at 2016 bliver et år med moderate afkast, hvor den selektive investor kan gøre en stor forskel, ligesom det var muligt i 2015. Denne tilgang understreges af C WorldWides investeringsstrategi. Det banale råd, der dog gives af visse rådgivere om at minimere omkostningerne og derfor købe indeksprodukter som eneste og mest væsentlige investeringsstrategi, kan i disse tider være en ulønsom strategi.

Den væsentligste fundamentale risikofaktor i verdensøkonomien, der kan bringe den kedelige synkroni tilbage i aktiemarkedene, er recession i det, der er den væsentligste og også den psykologisk mest dominerende økonomi i verden i dag – USA. Den gode nyhed er, at risikoen for at sådan et scenarie skulle indtræde inden for de næste 12-18 måneder, er forholdsvis lav, da de langsigtede indikatorer, vi i C WorldWide følger nøje, fortsat viser grønt lys for moderat fremgang.