



Globale refleksioner

Af adm. direktør og porteføljeforvalter Bo Knudsen

Der er tre årsager til, at C WorldWide/Globale Aktier har gjort det godt i 2014:

- 1. Ingen eksponering i energisektoren**
- 2. Høj eksponering i USA**
- 3. God aktieudvælgelse - i særligt emerging markets**

2014 udviklede sig til et år, hvor risikoen for at ramme minefelter var stor. Også som investor kan det være lige så væsentligt at forstå, hvad der skal siges nej til, som at forstå hvad der skal siges ja til. Det frie fald i olieprisen skabte et decideret minefelt for aktieudvælgelse i særligt energisektoren og udvalgte lande i emerging markets. Indeksforvaltere og forvaltere med fokus på at ligge tæt på indekset var tvungne til at have store investeringer i energisektoren og blev derfor ramt per automatik. Den aktive forvalter med fokus på absolut risiko havde omvendt gode muligheder for at klare sig godt.

” Det frie fald i olieprisen skabte et decideret minefelt for aktieudvælgelse særligt i energisektoren og udvalgte lande i emerging markets.

I C WorldWide fokuserer vi netop på en absolut tilgang til risikostyring af en portefølje.

Det er mere end syv år siden, at vi har haft en markant vægt i energisektoren. Det er vores opfattelse, at skifergas- og oliepro-

duktionen i USA vil have mærkbare konsekvenser for USAs selvforsyningsgrad af energi. Denne nye udbudsfaktor, hvor den amerikanske olieproduktion er vokset fra 5,5 mio. tønder per dag i sommeren 2011 til nu 8,5 mio. tønder per dag, er helt afgørende. Ligeledes giver lavere efterspørgsel på energi, påvirket af Kina i et lavere vækstgear samt mere fokus på effektiv udnyttelse af energi, en større sandsynlighed for lave energipriser. Kombineres dette med en energisektor, hvor det er svært at finde selskaber, der formår at skabe frit cash flow, har det været enkelt for os ikke at eje aktier i energisektoren.

Centrale faktorer i 2015 og frem

To af de mest markante variable i verdensøkonomien har skiftet niveau. Olieprisfaldet på mere end 50 pct. og dollarstyrkelsen på knap 15 pct. siden juni måned er signifikante begivenheder. Vi anlægger et tre- til femårigt perspektiv, når vi køber aktier. Efter 25 år som aktieforvalter tror jeg på, at det at have en væsentligt længere investeringshorisont er en af de få systematiske veje til et højere afkast end markedsgennemsnittet. Kortsigtet forudsigelse af specielt både dollarkurs og oliepris er naturligvis meget vanskeligt. Og en stor del af de investeringer, vi har i vores fonde, er ikke specifikt afhængige af den fremtidige udvikling i disse variable. Men særligt når det handler om disse to nøgelfaktorer, har de på nuværende tidspunkt så stor betydning, at det er nødvendigt at forstå drivkræfterne bag disse for de kommende år – også som langsigtet aktiv aktieinvestor.

” Efter 25 år som aktieforvalter tror jeg på, at det at have en væsentligt længere investeringshorisont er en af de få systematiske veje til et højere afkast end markedsgennemsnittet.

Olieprisen

100 USD er et dejligt rundt tal. Og USD 100 var ankeret for olieprisen fra 2011 og frem til sommeren 2014. Det er vores opfattelse, at det er mest sandsynligt, at olien vil blive handlet væsentligt lavere end USD 100 og mere sandsynligt i spændet USD 50-85 de kommende år. Saudi-Arabien er reelt det eneste land, som kan skrue op og ned på oliehanerne og dermed have en markant og direkte effekt på olieprisen. Men med en forøgelse af den amerikanske olieproduktion, fordelt på mange producenter, på mere end 1 mio. tønder per dag i 2014, hvor den samlede globale efterspørgsel kun steg med 800.000 tønder per dag, står verdens oliemarkeder i en ny situation. Det er denne nye virkelighed Saudi-Arabien nu tilpasser sig.

Hvis det kontinuerligt er Saudi-Arabien og ikke de andre olierige lande, der skal skrue ned for produktionen, er det kun Saudi-Arabien, der mister markedsandel og relevans. I Saudi-Arabien tænker man sikkert også på at få så meget ud af egne enorme reserver som muligt i en verden med teknologiske fremskridt, hvor de næste generationer af biler ikke nødvendigvis kører på benzin, specielt ikke hvis olieprisen er høj.

” Det er sandsynligt, at vi vil se lave oliepriser i en rum tid fremover.

Det er vores opfattelse, at det, set i lyset af denne nye dynamik, er nødvendigt og sandsynligt med en længere periode med lavere oliepriser. Psykologisk fungerer det jo sådan, at jo længere tid noget består, jo mere tro opstår der på, at situationen vil fortsætte. De seneste fem til seks måneders frie fald er ikke nok til, at produktions- og investeringsplaner uden for OPEC nedjusteres. Det er derfor sandsynligt, at vi vil se lave oliepriser i en rum tid fremover, hvor der er to forhold, der bør følges nøje: 1) om aktiviteten og investeringslysten i energisektoren i USA falder fra historisk høje

niveauer og 2) om Rusland og andre olierige lande skærer mere permanent i deres produktion.

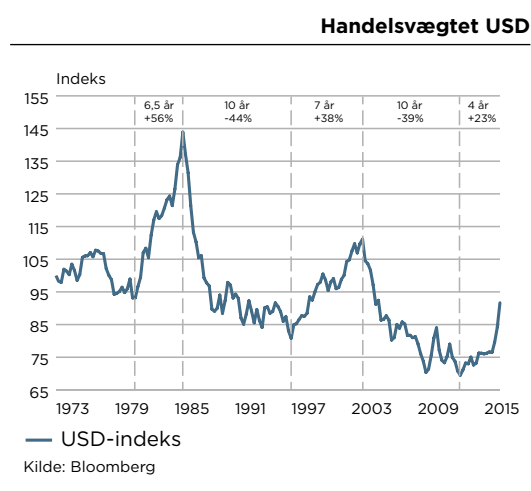
Overordnet handler dette om Saudi-Arabien's langsigtede rolle på verdens oliemarkeder. Med stærke valutaeserver i ryggen er der blæst til kamp; og dette er en kamp, som Saudi-Arabien er villig til tage for at positionere sig som den stærkeste spiller på langt sigt. Også hvis det betyder flere år med lavere priser. Vi følger udviklingen tæt og er opmærksomme på, hvis der skulle opstå langsigtede købsmuligheder på enkeltaktieniveau i energisektoren i disse turbulente og fundamentalt ændrede omgivelser.

Stærkere USD

Vi tror, at verden må indstille sig på en længere periode, hvor USD styrkes mod de fleste valutaer. Alting er ikke perfekt i USA; særligt det politiske system mangler handlekraft. Men blandt de blinde er den enøjede konge, og USA står relativt stærkt i forhold til resten af verden.

USD-indekset har historisk haft en gennemsnitlig cyklus på otte år og er nu inde i en bullperiode. Denne observation kan ikke stå alene, men understøtter vores fundamentale syn på USD. Se figur 1.

Figur 1:



De grundlæggende forudsætninger for vækst i USA er relativt set bedre end for store dele af resten af verden lige nu. Lad mig fremhæve tre af de syv forhold, som bidrog til vores markante strategiske skift i forhold til USA i 2012, og som blev beskrevet i vores Perspektiv-artikel ”7 fordele for USA”.

1) Billigere energi

Det er sandsynligt med lavere aktivitet i skifergas-sektoren som følge af de lavere oliepriser, som beskrevet ovenfor. Men de indirekte fordele af lavere oliepriser er større i kraft af forøgelsen af den disponible indkomst og det større gennemslag, der er i USA grundet markant lavere benzinpriser i forhold til de fleste andre lande. Samtidig er der adgang til billig naturgas, som ikke kan eksporteres. Prisen på naturgas, målt på Henry Hub-indekset, har nu, bortset fra meget korte perioder, holdt sig under fem USD siden 2008. Jo længere tid noget består, jo mere tror man på, at det vil fortsætte. Og investeringer inden for eksempelvis den petrokemiske industri eller autosektoren, hvor energi er en afgørende inputfaktor, foregår nu i højere grad i USA og det nordlige Mexico, hvor naturgas- og transportinfrastrukturen er på plads. Således fremhæver Union Pacific, som ejer og driver størstedelen af jernbanenettet i det vestlige USA, at de ser massive konkrete investeringsplaner i industriaktivitet langs deres jernbanenet de kommende år.

2) Innovation

Vi står på tærsklen til yderligere gennembrud på den teknologiske front, hvor der er stor sandsynlighed for, at de største kommercielle succeser vil være amerikanske. De ledende selskaber inden for hele det transformerende internetområde er i vid udstrækning amerikanske. Denne succes avler ny succes og inspiration til næste generation af teknologiselskaber. I USA er der etableret en infrastruktur, som gør det lidt lettere at komme fra idé til virksomhed. Således er venturebranchen i et typisk år i USA 60 gange større end f.eks. i Tyskland.

” Vi står på tærsklen til yderligere gennembrud på den teknologiske front, hvor der er stor sandsynlighed for, at de største kommercielle succeser vil være amerikanske.

3) Den amerikanske forbruger

Amerikansk økonomi buldrer ikke afsted, men har dog momentum, som blandt andet afspejler sig i et stærkere ejendomsmarked og et stærkere arbejdsmarked. Vi ser fortsat potentiale for bedring på ejendomsmarkedet, hvor aktiviteten endnu ikke er normaliseret efter finanskrisen. For os er bedringen på ejendomsmarkedet en helt central søjle i vores fortsat positive holdning til amerikansk

vækst. Beskæftigelsen er i fortsat bedring og udgør et godt grundlag for den altafgørende amerikanske forbruger, som fortsat er drivkraften bag den amerikanske økonomi.

” De røster, der hævdede, at finanskrisen ville lede til, at den amerikanske dollar ville miste sin status som global reservevaluta er forstummet.

USA har pt. en sundere vækstposition i forhold til de andre store valutablokke. Kombineres dette med de seneste kvartalers bedring af både handels- og budgetbalancer og en klar forventning til en relativt set strammere pengepolitik i USA i forhold til Europa og Japan, er det sandsynligt, at USD styrkes. De røster, der hævdede, at finanskrisen ville lede til, at den amerikanske dollar ville miste sin status som global reservevaluta er forstummet. Jeg er meget enig med professor Eswar S. Prasad, som i sin bog ”The Dollar Trap” beskriver nogle af årsagerne til USAs og dollarens unikke status. Det er ikke blot det, at USA er verdens suverænt største økonomi, men også at det institutionelle demokratiske rammeverk, dybden i de finansielle markeder og et veletableret (komplekst) retssystem gør, at USA står tilbage som det bedste alternativ. Hvad er alternativet til USD?

Vi har i en længere periode haft et klart investeringsfokus på den indenlandske vækst i USA. Det er en position, som vi fortsat tror på her i starten af 2015.

Forventninger

I marts 2015 fylder dette bull-marked seks år. Kigger man tilbage i historiebøgerne, dør bull-markeder dog ikke af alderdom. Men sandsynligheden for syg- og dårligdomme stiger jo ældre bull-markedet bliver. Den solide støtte fra historisk lave renter og centralbankernes direkte opkøb af finansielle aktiver har støttet og støtter fortsat aktiemarkedet. Det centrale spørgsmål er: hvad er alternativet til aktier?

Efter mere end 30 års stigning på obligationsmarkedet skal man som investor længere ud ad risikokurven for at opnå afkast. Og her tilbyder aktiemarkedet efter vores mening fortsat de bedste muligheder.

” Den stærke fundamentale udvikling i den amerikanske økonomi tilsiger en afslutning af centralbankens opkøb af obligationer og en ny periode med renteforhøjelser i 2015.

Den stærke fundamentale udvikling i den amerikanske økonomi tilsiger en afslutning af centralbankens opkøb af obligationer og en ny periode med renteforhøjelser i 2015. Det giver normalt større udsving på aktiemarkedet. Uanset den meget lempelige pengepolitik fra centralbankerne i Europa og Japan er det den amerikanske centralbank, der er vigtigst. Derfor er det også mest sandsynligt, at de kommende måneder vil være præget af en større grad af usikkerhed. Det er svært at forestille sig en højere prissætning af aktiemarkedet, hvorfor det bliver indtjeningsudviklingen, der sætter tempoet og skaber forventning til et marked, der giver 5-8 pct. i

afkast. Den positive overraskelse for investorer uden for USA kan komme i form af et ekstraafkast på USD.

Aktiv forvaltning betyder egentligt, at man tænker sig om, inden man investerer. Og at man ikke nødvendigvis gør det samme som de andre. Jeg tror, at vi bevæger os i et miljø, hvor aktiv forvaltning udført professionelt betaler sig. Lige som det har betalt sig over det lange seje træk, og lige som det betalte sig i 2014.

” Aktiv forvaltning betyder egentligt, at man tænker sig om, inden man investerer.
