



Henrik Ekman

Aktiechef

Ansvarlig for Maj Invest
Globale Aktier.

Henrik er uddannet cand.merc. i regnskab og finansiering og har mere end 25 års erfaring med rådgivning om forvaltning af aktieporteføljer og aktieanalyse.

I september måned havde afdelingen et negativt afkast på 4,8 pct. målt i kroner, hvilket er utilfredsstillende og lavere end sammenligningsindekset MSCI World, der faldt 3,5 pct. År-til-dato har afdelingen givet et afkast på 2,3 pct., hvilket er 0,4 pct. bedre end sammenligningsindekset. Afdelingen har siden lanceringen i december 2005 givet et afkast på 76 pct., eller 12 procentpoint mere end sammenligningsindekset.

Oven på de store kursfald i august som følge af situationen i Kina spredte roen sig på de internationale aktiemarkeder i begyndelsen af september måned. Volatiliteten begyndte at falde, hvilket gav en stigende risikoappetit og en mere stabil og positiv udvikling. En af grundene hertil var nok, at forventningerne til virksomhedernes indtjening og den økonomiske vækst i de største, udviklede økonomier (USA, Europa og Japan) generelt var relativt uændrede. Halvvejs inde i september vendte den negative stemning imidlertid tilbage, da den amerikanske centralbank besluttede at fastholde sin nulrentepolitik. Der var en konsensus-forventning i markedet om, at det var mest sandsynligt, at renten først ville blive hævet til december, så markedet burde ikke have reageret så kraftigt. Men da centralbanken bl.a. begrundede udskydelsen af renteforhøjelsen med henvisning til uroen i Kina og resten af emerging markets, gav det alligevel negativ stemning. Tidligere har frygt for dårlige makroøkonomiske nøgletal ofte haft en positiv effekt på markederne på kort sigt, fordi dårlige nyheder betyder, at renterne vil blive holdt i ro. Men denne lidt omvendte logik gjaldt ikke denne gang.

Mod månedens slutning var alt dog ved det gamle. Dårlige arbejdsløshedstal fik mange i markedet til at konkludere, at nulrenterne ville blive fastholdt ind i 2016. Det understøttede aktierne, der begyndte at stige kraftigt. Stigningen ved månedsafslutningen kunne dog ikke ændre på, tredje kvartal 2015 blev det mest negative kvartal siden 2008.

Målt i kroner var det på markedsniveau Japan, der faldt mest (-6,5 pct.), efterfulgt af Europa (-4,3 pct.), emerging markets (-2,8 pct.) og USA (-2,5 pct.). På sektorniveau sås de største kursfald inden for råvarer (-8,4 pct.) og energi (-7,2 pct.), hvilket følger naturligt af usikkerheden om den fremtidige vækst i Kina. Mere overraskende var det, at også et par af de defensive sektorer som pharma (-6,0 pct.) og telekom (-6,0) faldt kraftigt.

Pharmasektoren har længe gjort det bedre end de generelle markeder. Tvivl i markedet om, hvorvidt den globale økonomi er på vej ind i et selv bærende opsving, betyder, at pharma har været en af de få sektorer, der fortsat har kunnet vise vækst og ofte også bedre end forventningerne. Sektorens gode udvikling gennem flere år har dog også betydet, at sektoren i en historisk sammenhæng har nået en relativt høj prisfastsættelse. Ofte skal der ikke så meget til for at påvirke stemningen negativt i forhold til en højt vurderet sektor, og det var præcist, hvad der skete i september. Ganske vist er sektoren fundamental set påvirket af, at faldende valutakurser i emerging markets

skaber bekymring for, at pharmasektoren med en relativt høj eksponering mod disse lande, vil blive hårdt ramt, hvis uroen fortsætter. Men vigtig for stemningen var, at sektorens prispolitik over sine kunder pludselig blev et tema ift. amerikanernes udpegning af deres præsidentkandidater. Hvor Demokraternes favorit Hillary Clinton udtalte, at hun som evt. ny præsident ville se på, hvordan man kunne lægge en dæmper på prisstigningerne. Den politiske vilje til at gøre noget ved pharmaselskabernes høje indtjening er dog ikke ny, og det er oftest ikke lykkedes at gøre noget ved forholdet. Mange investorer leder ofte efter en anledning til at sænke kurserne på aktier, der er steget kraftigt over længere tid.

I afdelingen var det især de gennemsnitlige aktievalg inden for industri, bl.a. japanske Omron (automatiseringsudstyr), italienske CNH Industrial (lastbiler) og svenske Sandvik (forarbejdningsudstyr) og finans, bl.a. schweiziske Credit Suisse (investeringsbank) og hollandske ING (bank), der bidrog mest negativt. Uden for disse sektorer bidrog på enkeltaktieniveau også den japanske producent af lastbiler, Isuzu Motors, og den amerikanske producent af såsæd og hjælpemidler til landbrugssektoren, Monsanto, relativt kraftigt til det negative afkast. Holdningen til de nævnte selskaber er fortsat positiv, på nær CNH Industrial, der er solgt ud af afdelingen. I stedet er der investeret i den svenske lastvognsproducent Volvo.

I forhold til usikkerheden i Kina samt i mindre grad en række udvalgte lande i emerging markets er det fortsat holdningen, at problemerne først og fremmest er Kinas problem. I modsætning til hvad markedet forventer, vil den globale vækst således ikke blive væsentligt negativt påvirket, men sandsynligvis blot flytte fra især Kina, og 'tilbage' til Europa og USA. Her er forventningen fortsat, at global økonomi med USA i spidsen og Europa i pæn fremgang vil gøre det attraktivt at opretholde en generel overvægt af konjunkturfølsomme aktier, herunder også inden for finans, bl.a. i form af banker i Europa.

Henrik Ekman, 8. oktober 2015