



Klaus Bockstaller

Aktiechef

Ansvarlig for Maj Invest
Emerging Markets

Klaus Bockstaller har arbejdet med aktieinvesteringer de seneste 30 år, heraf adskillige år med fokus på emerging markets-aktier.

Maj Invest Emerging Markets gav i marts måned et afkast på -16,5 pct., mens sammenligningsindekset MSCI World EM faldt 15,4 pct. målt i kroner. Afdelingens afkast bør som altid ses over minimum tre år.

Kursudsvingene på aktiemarkederne i emerging markets (EM) i marts måned som følge af covid-19 pandemien var både større og hurtigere end undertegnede porteføljemanager tidligere har set efter mere end 25 års arbejde med investeringer i emerging markets.

Parallelt var der enorme fald i olieprisen som resultat af mislykkede samtaler mellem Saudi Arabien og Rusland om produktionsneds skræbninger. Sammen forårsagede det en enorm stigning i volatiliteten i valutamarkederne i EM. Faldende oliepriser var til gavn for store importører af råolie som Tyrkiet og Indien, mens eksportører som Mexico og Rusland led. Mange EM-lande er som de mere udviklede lande blevet påvirket af covid-19 virusinfektioner, og spredningen af infektioner er blevet fremskyndet af befolkningstætheden i bycentre.

Skøn over BNP-vækst såvel som skøn over virksomhedernes fremtidige indtjening revideres kraftigt, men sigtbarheden i forhold til at vurdere såvel varighed som den samlede økonomiske konsekvens af pandemien er stadig begrænset.

Performance: Målt på landeniveau, var afdelingen ramt af overvægt i Rusland, hvor omfanget af olieprisfaldet slog igennem trods solide makroøkonomiske forhold med lave gælds niveauer for alle tre økonomiske sektorer. Modsat var det en fordel, at porteføljen havde en undervægt i energisektoren. Undervægt i Indien, der er nettoimportør af råolie, kunne have bidraget negativt til performance, men da den faldende oliepris ikke kunne kompensere for lavere økonomisk vækst og en stærkere end forventet påvirkning fra covid-10 virussen, der tvang regeringen til en delvis nedlukning af landet, var undervægt af Indien en relativ fordel i marts måned.

På aktieniveau klarede virksomheder med fortsat drift og indtjening sig bedst, og afkastet blev trukket op af selskaber som China Mobile, den kinesiske elektricitetsgenerator CGN og Genertec inden for sundhedspleje. Derimod trak porteføljens investeringer indenfor finans i lande hårdt ramt af enten olieprisfaldet eller covid-19 kraftigt ned. Det gælder Grupo Banorte i Mexico samt Standard Bank og Remgro i Sydafrika.

Ændringer: Covid-19 virussen påvirkede allerede i marts måned virksomhedernes indtjening og pengestrømme negativt. Manglen på sigtbarhed er betydelig, men adskiller sig fra virksomhed til virksomhed. Det har ændret på det relative forhold mellem risiko og afkast for mange af afdelingens investeringer. Som konsekvens har vi reduceret størrelsen på positioner, hvor vi manglede tillid til udsigterne på kort til mellemlang sigt. Vi har frasolgt positioner, hvor vi vurderede, at indtjening og pengestrømme med stor sandsynlighed ville blive alvorligt forringet i en længere periode. Sistema, et russisk holdingselskab, China Merchants Port og Remgro, et sydafrikansk finansielt holdingselskab, blev således solgt fra.

Afdelingen har investeret i Reliance Industries, et indisk firma med en spændende forretningsmodel, der efter korrektionen (omsider) blev handlet til en attraktiv værdiansættelse. Selskabet arbejder indenfor distribution af energi samt mobiltelefoni og bredbånd. Pengestrømmene investeres i opbygning af en e-handelsvirksomhed. Vi har ligeledes tilføjet Tianneng Power til porteføljen. Selskabet er en industrivirksomhed, der hovedsageligt producerer batterier til to-hjulede. Vi vurderede, at selskabet var robust med en stærk balance. Afdelingen har også investeret i West China Cement, der kan få gavn af nye kinesiske infrastrukturprogrammer. Vi øgede også eksponeringen over for virksomheder som China Mobile, hvor pengestrømmene ikke forventes at blive påvirket markant af covid-19 virussen.

Outlook: På grund af den manglende sigtbarhed med hensyn til varigheden og den samlede økonomiske virkning af koronavirusen er det meget vanskeligt at lave prognoser. Imidlertid står det klart, at pandemien skaber yderligere problemer i EM, som vi ikke ser i samme grad i udviklede lande. I mange udviklingslande skaber den uformelle sektor en betydelig del af BNP. Hvis et sådant land indfører en lukning, står arbejdstagerne i de uformelle sektorer ubeskyttede selvom der indføres ordninger med lønkompensation i den formelle sektor. Derfor vurderes nedgangen i den samlede efterspørgsel i EM-lande at kunne blive endnu stærkere end i udviklede lande berørt af virussen.

Et andet problem er, at mange store investorer sælger deres positioner i EM-lande for at nedbringe risiko i deres samlede porteføljer. Trækker store beløb store porteføljer flyder ud af nye markeder for at reducere risikoen og styrke balance i udviklede lande. I nogle tilfælde var disse strømme så stærke, at det kunne have medført en betalingsbalancekrise. Dette forværres aktuelt af mangel på amerikanske dollars, som kan ses som smøremidlet for global handel. Disse faktorer kan meget vel føre til en meget stærkere differentiering af investeringscasen for enkeltlande fra et makroperspektiv.

Vi ser også de første finanspolitiske foranstaltninger for at støtte sektorer med "gammel økonomi", da disse sektorer stadig beskæftiger et hovedpart af arbejdsstyrken. Finansielle foranstaltninger kan være rettet mod forbrug, infrastruktur og vedvarende energi. Det kan visse sig at understøtte værdisætningen af nogle af de valueaktier, der blev handlet til attraktive værdiansættelser allerede før covid-19 virussen ramte.

Klaus Bockstaller, 3. april 2020