

# PERSPEKTIV #5 BLS CAPITAL

NOVEMBER 2016

**BLS**  
CAPITAL



Supernova - eksploderende stjerne, hvis lysudsendelse i nogle dage eller uger kan overstråle hele den galakse, supernovaen befinder sig i.

# HVOR SKAL AFKASTET KOMME FRA?

Hvem havde for få år siden forestillet sig, at vi skulle stå i en situation, hvor vi skal betale for at have penge stående i banken. Negative renter kan lyde uigennemtænkt, men det er trods alt nok for tidligt at drage konklusionen.

Det er dog ikke for meget sagt, at det i øjeblikket er den omvendte verden. Der er sågar europæiske virksomheder, som har udstedt obligationer med negative renter og dermed tjener på at have gæld. For opsparer og obligationsinvestorer er det således blevet sværere at opnå et attraktivt afkast.

Også i det nuværende rentemiljø med lav vækst og ingen inflation i den vestlige verden synes vi, at BLS Capitals selskaber er attraktive investeringer. Samtidig står selskaberne godt rustet, når renterne må forventes igen at begynde at stige. Selskabernes udlodninger, der til dels kan sammenlignes med rentebetalinger, er omtrent tre til fire procent for vores selskaber gennem udbytte samt tilbagekøb af aktier, samtidig med at "hovedstolen" eller aktiekursen på langt sigt ventes højere end i dag. Det anser vi som attraktive investeringer.

Lave renter er ikke en ny problemstilling. Vi belyste dette i et nyhedsbrev i marts 2013 ([link](#)), men siden da er situationen blot blevet mere udtalt. Negative pengemarkeds-

renter kom første gang på tale i USA under depressionen i 1930'erne, hvor den kendte økonom John Maynard Keynes fremlagde forslaget, som dog blev nedstemt. For hvem skulle være interesserede i at investere i obligationer med negativ rente, når der kunne opnås et bedre afkast ved at holde sin formue i kontanter?

Ikke desto mindre er dette nu blevet til virkelighed, og den europæiske centralbank har i dag en indlånsrente på negative 0,4 procent i et forsøg på at stimulere økonomien i euro-zonen, der siden finanskrisen ikke er trådt ud af hængedyndet eller været i stand til at stå på egne ben. Lande, der tilsammen udgør omkring 40 procent af verdens samlede bruttonationalprodukt, har i dag statsobligationer med negative effektive renter. Sverige, Danmark, Schweiz, Japan og EU's monetære union er de største af disse.

At det er kommet så vidt skyldes til en vis grad, at traditionelle pengepolitiske løsningsmodeller har spillet fallit. En rente under nulpunktet reducerer låneomkostningerne for virksomheder og husholdninger og burde stimulere efterspørgslen på lån. I praksis er der dog en risiko for, at de negative renter kan gøre mere skade end gavn. Når bankerne beder kunder betale for at opbevare kontant indeståender, kan man forestille sig, at nogle i stedet foretrækker at beholde pengene hjemme under madrassen. Man kunne gå så langt som at kalde det for det økonomisk mest rationelle, men det er trods alt ikke uden problemer at opbevare kontanter på denne vis.

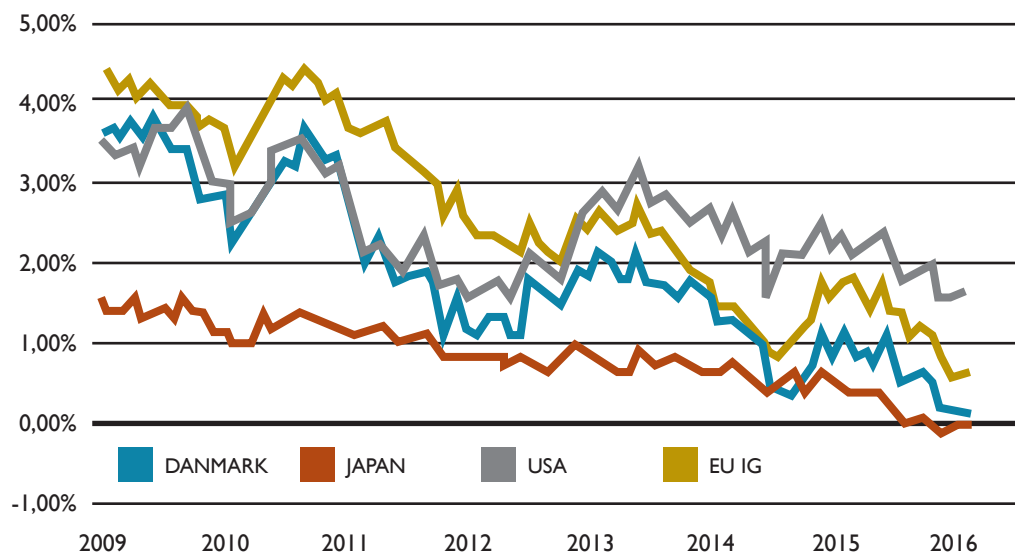
Kendte, store navne inden for obligationsinvesteringer, herunder Bill Gross<sup>1</sup>, der på et tidspunkt forvaltede hele 300 milliarder amerikanske dollars for PIMCO, har gennem flere år påpeget en ubalance og er senest gået så langt som at betegne den nuværende situation som en historisk stor obligationsboble, hvor prisfastsættelsen er at sammenligne med en supernova. Allerede i foråret 2015 kommenterede han, at der burde være

1. Bill Gross var medstifter af Pacific Investment Management Company (PIMCO) og forvaltede PIMCO's Total Return Fund frem (verdens største obligationsfond) frem til sep. 2014. Bill Gross omtales som værende "obligationskongen" med baggrund i historiske resultater.

historisk gode langsigtede afkast i at satse på prisfald på tyske statsobligationer. ”Obligationskongen” har således ikke, hvad der kan betegnes som et synderligt positivt syn på obligationer nu om dage.

Obligationskurserne, og dermed renterne, synes ikke til at være baseret på den underliggende økonomi, men snarere stærkt påvirket af centralbankernes opkøbsprogrammer på omkring 180 milliarder amerikanske dollars månedligt. Hvis, eller nærmere når, disse programmer stopper, kommer fokus måske (forhåbentligt) til at være på de mere fundamentale værdier. Billedet er i vores optik langt fra så dystert som de nuværende obligationskurser indikerer. Hvis økonomiske udsigter skulle laves alene baseret på det nuværende renteniveau, er indtrykket mangel på økonomisk vækst og inflation de kommende mange år.

#### EFFEKTIVE RENTER PÅ 10-ÅRIGE OBLIGATIONER OG EU IG<sup>2</sup>



Kilde: Bloomberg.

Som følge af den meget lempelige pengemarkedspolitik er risikoen på obligationer, der ellers generelt beskrives som det ”sikre” alternativ til aktier, steget markant. Risiko i obligationer gøres målbart gennem udtrykket varighed, og varigheden på obligationer

2. EU Investment Grade obligationer er virksomhedsobligationer med høj kreditværdighed.

er i dag historisk høj. Jo højere en varighed, jo større bliver kursreaktionen, alt andet lige, på renteændringer. Baseret på dette har obligationer som helhed aldrig været mere risikofyldte.

Til dette skal lægges, at likviditeten i obligationshandel på mange markeder er blevet, hvad der i fagsprog kaldes tyndere. Der er kort sagt ikke den samme interesse i at købe obligationer, som der tidligere har været – og den sidst handlede kurs kan således være svær at handle til. Hvis man har en stor position, kan værdien af et salg på denne vis afvige markant fra den værdi, der er opgjort i ens depot.

Goldman Sachs har således estimeret, at obligationsejere kan miste omkring 1.000 mia. amerikanske dollars, såfremt den amerikanske centralbank hæver renten med et procentpoint. Det vil i så fald overgå de tab, der sås på realkreditobligationer (de amerikanske "mortgage-backed securities") under finanskrisen. Det er endda på trods af, at en rente fra den amerikanske centralbank på omkring en procent stadig er historisk lav. Der lader således til at være noget om snakken, når de nuværende prisniveauer på obligationer omtales som "bobler". Med den nuværende risiko i obligationer kan det argumenteres for, at obligationer ikke længere er det traditionelle "risikofrie" alternativ til aktier – tværtimod. Når dette kombineres med at afkastet på obligationer som helhed er historisk lavt, er attraktiviteten i vores øjne ikke til at finde.

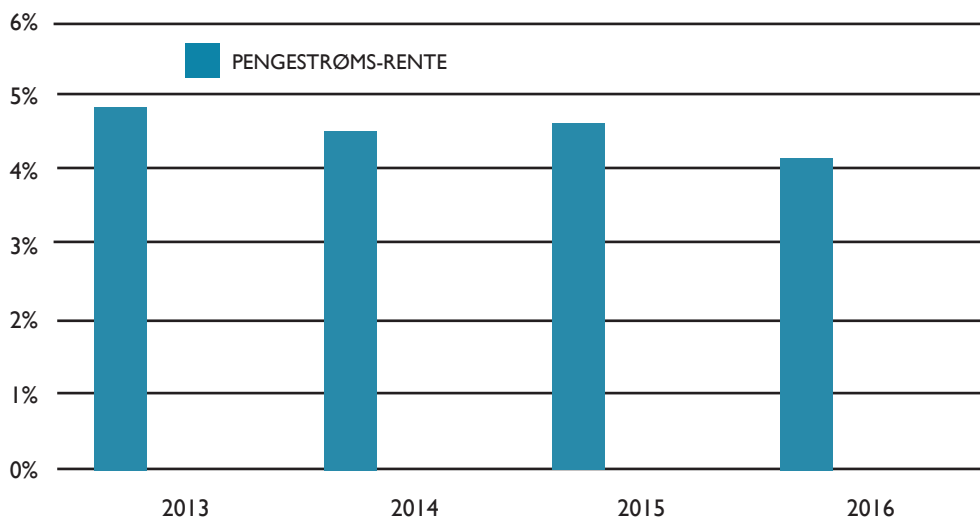
De historisk lave renteniveauer har fået nogle obligationsinvestorer til at søge andre aktiver med omtrent samme træk – aktier med høje udbytte niveauer, teleselskaber og forsyningsselskaber eksempelvis. Selskaber med høje udbyttebetalinger i forhold til markedsværdien af selskaberne er således blandt de aktier med højeste afkast i 2016.

I BLS Capital kan vi godt lide udbyttebetalende selskaber, men vi investerer ikke i et selskab alene af denne grund. Udbytter skal komme fra store og voksende pengestrømme fra selskabets driftsaktiviteter, således at der i første omgang også er foretaget de nødvendige investeringer i fremtidig værdiskabelse. Et højt udbytte niveau er svært at vedligeholde, hvis der ikke er kontinuerligt stigende pengestrømme.

Hvis et selskab ikke kan betale udbytte fra de pengestrømme, de selv formår at skabe, må de søge finansiering hos bankerne eller obligationsmarkedet. Dette kan være en attraktiv løsning ved lave renteniveauer, men det kan skabe et gælds niveau, der er svært

at vedligeholde, og ikke mindst betale, når renterne på et tidspunkt må antages at nå højere niveauer. I vores investeringer skal vi fortsat kunne forvente stigende indtjening og pengestrømme, hvorfor høje dividender ikke er et investeringsgrundlag i sig selv.

### BLS GLOBALE AKTIER VED SLUTNINGEN PÅ KALENDERÅR, SAMT PR. 30. SEPTEMBER 2016.



Kilde: Bloomberg og BLS Capitals beregninger

Mens ovenstående pengestrømsrente angiver, at vores globale selskaber skaber pengestrømme svarende til lidt over fire procent af deres markedsværdi, viser udbytte- og tilbagekøbsrenten, hvor store dele af markedsværdien, der direkte betales tilbage til ejerne i form af et udbytte og løbende tilbagekøbsprogrammer. Fra vores aktionærvenlige selskaber modtager vi i gennemsnittet således årligt tre til fire procent af markedsværdien i tilbagebetaling af kapital gennem udbytter og tilbagekøb, hvor selskaberne glædeligt kan tilbagekøbe aktier til priser under deres fundamentale værdi. Denne "rente" eller direkte afkast forventer vi at være stabil og voksende de forestående mange år med minimum en høj encifret vækstrate, hvilket vi i det nuværende lavrente miljø finder yderst værdiskabende.

Hvor længe de negative renter varer ved, må guderne vide. Vi er dog klar over, at sti-



gende renter til sin tid sandsynligvis ikke kun vil gå ud over obligationskurserne. Det skyldes, at det bliver dyrere for virksomheder at have gæld og investere, når renten er høj, ligesom obligationer eller andre alternativer til aktier bliver mere interessante at placere penge i.

Prissætningen på vores selskaber kan ikke forventes at være immune overfor stigende renter, men vi finder dem yderst godt rustet. Vores selskaber har typisk en stærk evne til selv at sætte sine priser, hvilket gør dem i stand til at hæve priserne i takt med inflationen, måske endda mere end det, og i tider med pres på råvarepriser kan salgspriserne generelt fastholdes. Det skyldes deres unikke brand og kundernes loyalitet. Forbrugerne vil for snart sagt enhver pris eksempelvis have deres daglige kaffe hos Starbucks eller rejse med deres kvalitetskuffert fra Samsonite.

Vores selskaber har yderligere meget lav eller ofte slet ingen gæld. Dette er en af de lektier, vi har lært af finanskrisen. For virksomhederne i den globale aktieportefølje er der endda kontanter svarende til 0,5 gange driftsindtjeningen. Når de samtidig har en solid evne til at generere frie pengestrømme alene via deres primære driftsaktivitet er de ikke i samme grad afhængig af ekstern assistance, hvis vilkårene ændrer sig markant, som vi blandt andet oplevede det med gældsfinansiering under finanskrisen. Da kunne selv gode, værdiskabende selskaber ikke få ekstern finansiering, selv på så daglige kilder som kassekreditter.

Vi ser yderst positivt på fremtiden for vores selskaber, uanset hvilket niveau renterne må befinde sig på. Derfor kan vi sove trygt om natten.

BLS Capital er en åben og tilgængelig kapitalforvalter, som deler sin viden med sine medinvestorer. Det gør vi via vores hjemmeside, Perspektiver, halv- og helårsrapporter, generalforsamling og arrangementer. Vores information er målrettet både private og professionelle investorer. BLS Capital vurderer, at løbende information fremmer mulighederne for medinvestorer for over tid at opnå et vellykket, langsigtet investeringsforløb.

Dette perspektiv er udarbejdet af BLS Capital Fondsmæglerselskab A/S på baggrund af offentlige tilgængelige oplysninger og egne beregninger. BLS Capital forbeholder sig alle rettigheder til at ændre holdning. Det er ikke en opfordring til at købe eller sælge nogle former for værdipapirer. Husk, at historiske afkast ikke er nogen indikation på fremtidige afkast, og at skøn om fremtidig udvikling kan vise sig at være forkerte.











Send gerne perspektivet videre til venner og bekendte,  
der kunne have glæde af det. Tilmelding til mailservice HER.

Har du spørgsmål eller kommentarer til nyhedsbrevet,  
er du velkommen til at kontakte  
BLS Capital på [info@blscapital.dk](mailto:info@blscapital.dk) eller 4558 4020.

**BLS**  
CAPITAL