

Politik betyder mere i 2020'erne

2024 er et af de største valgår nogensinde med omkring halvdelen af verdens befolkning, der skal til stemmerne. Er dette vigtigt for en langsigtet investor?

Ingen virksomhed eller aktie eksisterer i et vakuum. Regeringer har muligheden for grundlæggende at ændre den kort- og langsigtede indtjening efter skat for virksomheder og dermed afkastet til aktionærene. Sandsynligheden for politisk indblanding er høj, og denne faktor betyder mere end nogensinde, illustreret ved at de offentlige udgifter i hele verden er på et historisk højt niveau. Det betyder noget, hvordan regering, centralbank og centraladministration bruger deres betydningsfulde rolle i samfundet. Figur 1 på næste side viser regeringens historiske støt stigende involvering i den altafgørende amerikanske økonomi. Billedet med stigende offentligt forbrug målt i forhold til økonomiens størrelse er gældende for stort set alle lande verden over.

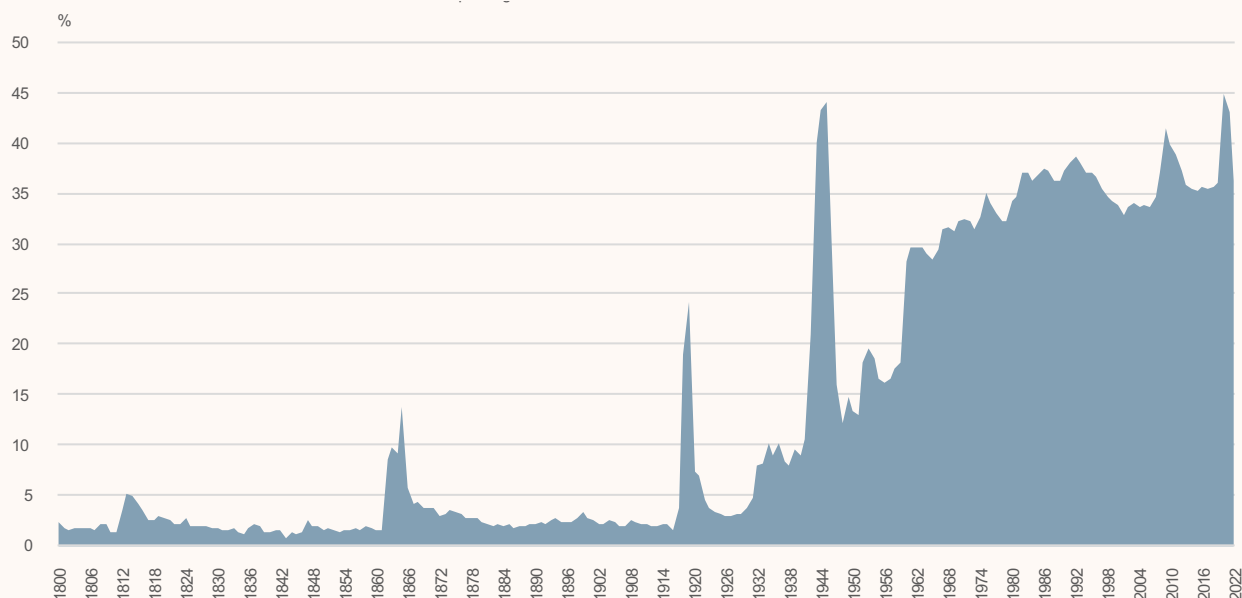
Vi lever i en verden domineret af ”Big Government”. En udvikling, som vi beskrev allerede i 2022 i to artikler ”Big Governments fremmarch – Investeringskonsekvenser, [del 1](#) og [del 2](#)”, og som vi påtænker at opdatere med en ny publikation senere i år. I dag har regeringer mere magt

Bo Knudsen
Adm. direktør og Porteføljemanager
C WorldWide Asset Management

—
“Sandsynligheden for politisk indblanding er høj, og denne faktor betyder mere end nogensinde.”



Figur 1

Det offentlige forbrug i USA målt i % af BNP.

Kilde: IMF, 2024

sammenlignet med perioden efter Berlinmurens fald, hvor de frie markeds kræfter dominerede agendaen. På trods af den stigende usikkerhed kan vi dog fortsat identificere interessante langsigtede investeringstemaer og -tendenser, som kan eksistere side om side med ”Big Government”. Dette bliver en vigtig del af den kommende publikation.

Vigtige lande som Indien, Mexico og Indonesien har allerede afholdt valg i år med overraskende valgresultater. Konsekvenserne af dem er endnu uafklarede. Netop hjemvendt fra en tur med virksomhedsbesøg i Indonesien (med befolkning på 275 millioner og en gennemsnitsalder på 29 år) ville de lokale eksperter ikke dele deres synspunkter om den politiske fremtid. Og det er netop pointen; et mere politisk miljø kan føre til et mere uforudsigeligt investeringsmiljø på kort sigt.

Indien, Mexico og Indonesien skal og vil fortsætte med at skabe bedre levevilkår for deres store og unge befolkninger. Dette skaber samfund, der med tiden rykker op i værdikæden og op ad forbrugsstigen for at opnå en bedre livskvalitet. Det er den naturlige udvikling hen imod

at skabe en grundlæggende sundere økonomi – ikke ulig mennesker, der arbejder hen imod en grundlæggende sundere krop og helbred. Dette er bygget gennem et fundament af bedre indkomster, der giver adgang til mere protein- og fedtrige kostvaner. Hertil opbygning af en grundlæggende infrastruktur til at understøtte væksten, hvor hovedelementerne er et sundt finansielt system og en regering- og regeringsstruktur med lav korruption, som befolkningen dermed kan stole på. Dette er bygget på et grundlæggende velfærdssystem og sikkerhedsnet, der giver universel adgang til uddannelse og sundhedspleje. Alle tre lande har en rigtig god chance for en positiv udvikling de kommende årtier, selvom der er dukket spørgsmålstejn op i forlængelse af de ændrede regeringsmandater efter valgene. Spørgsmål, som vi venter, bliver besvaret i de kommende kvartaler.

Et lands regering og dets ledes tankegang betyder noget. Politikerne styrer retningen for deres land, og dermed er landefaktoren for en aktieinvestor kommet tilbage her i 2020’erne efter en periode, hvor den fælles globaliseringsagenda i højere grad udviskede landefaktoren. Ligesom ledelsens tankegang betyder noget i en virksomhed,

“Det amerikanske valg symboliserer en politisk splittelse, men en mindre synlig og vigtig faktor er det amerikanske erhvervslivs styrke.”

hvor vi har været vidne til skabelsen af billioner af amerikanske dollars i markedsværdi drevet af nogle få individers visionære tankegang. De sidste 10 års fremskridt i Indien har været markant påvirket af præsident Modis reformtankegang.

Den aktuelle politiske usikkerhed er ikke afgrænset til Emerging Markets. Det hurtige valg i Frankrig, som Macron udskrev, rejser et grundlæggende spørgsmål. Vil valgene i 2024 øge eller mindske samfundspolariseringen verden over? Tager man Frankrig og Europa som eksempler, ser det ud til, at nutidens ekstreme venstre- og højrefløj er mindre homogene end tidligere, hvilket kan ende med, at magten bevares på midten.

Internettet og teknologi, senest suppleret med generativ AI, har kraftigt reduceret omkostningerne til skabelse og distribution af indhold, hvilket øger risikoen for, at vælgerne bliver bombarderet med falsk information. Den gode nyhed er dog, at de fleste vælgere i dag er ret vant til at navigere i en broget informationsstrøm.

Mange beskriver det amerikanske præsidentvalg som afgørende for udsigterne for verdensøkonomien og aktiemarkedene. Dette kan meget vel være tilfældet – i hvert fald på kort sigt. Valget symboliserer en dyb politisk splittelse, der går ud over Washington. Alligevel er der en mindre synlig, men vigtig faktor, som vi iagttager, når vi rejser og besøger virksomheder i hele USA. Det er det amerikanske erhvervslivs styrke og imponerende dybde. Dette glemmes ofte af de brede medier. Denne styrke er ikke kun begrænset til S&P 500-virksomhederne og teknologigiganterne som Apple og Alphabet. Vores hovedscenarie er, at den stærke værdiskabelse i USA vil fortsætte givet landets langvarige historik, hvor et stærkt innovationsmiljø og en rigelighed af risikovillig kapital har suppleret hinanden symbiotisk. Dette til gavn for stakeholders og aktionærer, hvor USA er førende inden for, det vi kalder det ”Produktive og Digitale Samfund” og



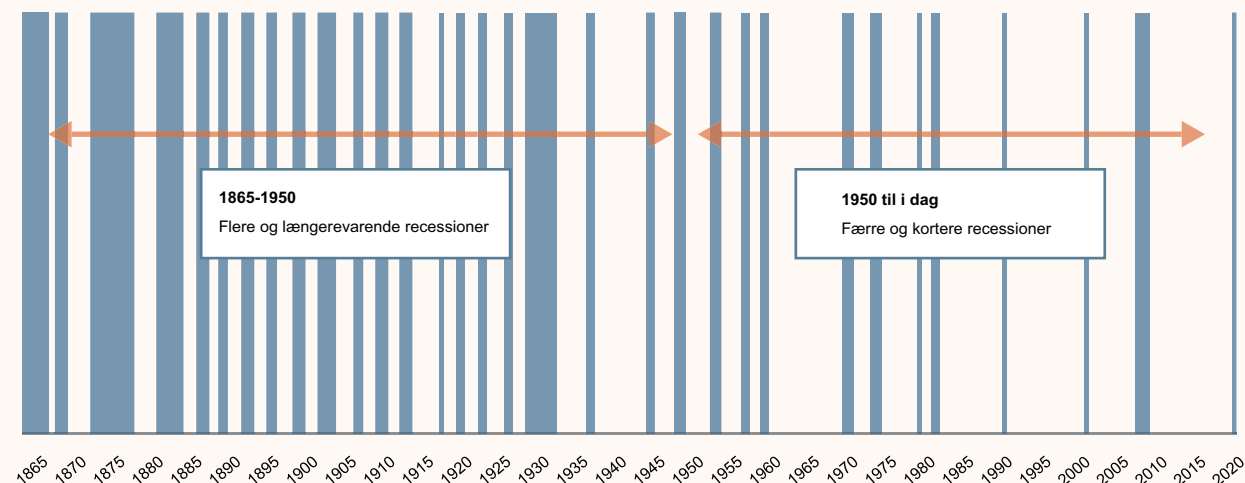
“Når den globale magtbalance er mindre klar, er der risiko for, at lande kæmper mod hinanden med monetær og politisk magt.”

områder som bioteknologi, AI, kvanteteknologi, rumfart med mere.

En ny geopolitisk virkelighed

Uanset hvem der vinder det kommende amerikanske valg, har verden ændret sig. Vi er gået fra en såkaldt unipolær verden til en multipolær verden. Kinas fremgang, og hvad nogle kalder det Globale Syd, har øget deres andel af det globale BNP, og de ønsker derfor at have en større rolle på den globale scene. Dette er en anderledes og mere dynamisk geopolitisk virkelighed. Et eksempel på dette er mindsket indflydelse for nogle af de globale institutioner, det blev etableret efter Anden Verdenskrig, såsom World Trade Organisation (WTO) og Verdensbanken. Verden står over for en række udfordringer, hvor der er behov for reformerede og nye globale institutioner til at håndtere vores store udfordringer mere effektivt; klimaændringer, teknologiske forandringer, demografi og rumfart.

Figur 2

Recessioner i USA i perioden 1865-2023

Kilde: Macquarie Global Strategy, 7. juni 2024

Der er nu gået 15 år siden den store finanskrisen. På det tidspunkt var én økonomi dominerende, og USA kunne bruge sin overvældende politiske og monetære magt til at stabilisere situationen. Økonomen Elise Brezis konkluderer i hendes artikel ”Do Financial Crises Differ Between Periods of Hegemony and Power Struggles?” (juni 2024), at når den globale magtbalance er mindre klar, er der risiko for, at lande kæmper mod hinanden med monetær og politisk magt, hvilket øger sandsynligheden for, at en krise spredt sig og kommer ud af kontrol. Som årene går, og investorerne glemmer den seneste krise, er der større risiko for, at en kritisk situation kan udvikle sig i en multipolær krise i verden.

Hvis amerikansk recession kan defineres som en krise, er der en væsentlig historisk observation at huske på, at en større rolle for det offentlige også kan have spillet en stabiliserende rolle. Som det fremgår af figur 2, er både antallet og varigheden af recessioner faldet over de sidste 75 år sammenlignet med tidligere. Prisen er et

“Antallet og varigheden af recessioner er faldet over de sidste 75 år sammenlignet med tidligere.”

“Verden og USA har brug for lave realrenter med budgetunderskud og statsgæld, der er på rekordniveauer.”

større samlet gældsniveau og risikoen for, at det offentlige system træffer forkerte beslutninger.

Med forbehold for statistisk datausikkerhed i så lange tidsserier, har recessionerne været kortere, og på det seneste har de ofte foregået skiftevis mellem de forskellige sektorer, hvorfor det bliver endnu sværere at identificere de økonomiske cyklusser. Centralbankernes ageren har været og vil fortsat være afgørende for udviklingen i en meget rentefølsom verden. I en Trump-ledet amerikansk økonomi vil der være et intenst pres på den siddende og kommende formand for centralbanken (formanden kommer på valg i maj 2026), da verden og USA har brug for lave realrenter med budgetunderskud og statsgæld, der er på rekordniveauer.

Verdenspolitik og udviklingen i den globale økonomi er i dag tæt forbundne. Kina har en mere betydningsfuld rolle. Som anekdote var denne udvikling meget tydelig under vores seneste besøg i Indonesien, hvor Kina er den



største udenlandske direkte investor, der blandt andet bygger fabrikker til forædling af nikkel. Nikkel er en kritisk ressource, særligt inden for den grønne omstilling og produktion af batterier. Nikkel findes i store mængder i Indonesien, hvilket giver et betydelig boost til landets økonomi. Handel finder således veje – nye arterier i den globale økonomi.

Det ustoppelige aktiemarked

På trods af de beskrevne modvinde med massive rentestigninger og øgede politiske og geopolitiske risici har aktiemarkedene de seneste 18 måneder været ekstremt robuste. Ikke mange modeller ville have forudsagt disse stigninger med inverse rentekurver i USA og Europa (den korte rente er højere end den lange rente) og en historisk stigning i særligt den amerikanske realrente.

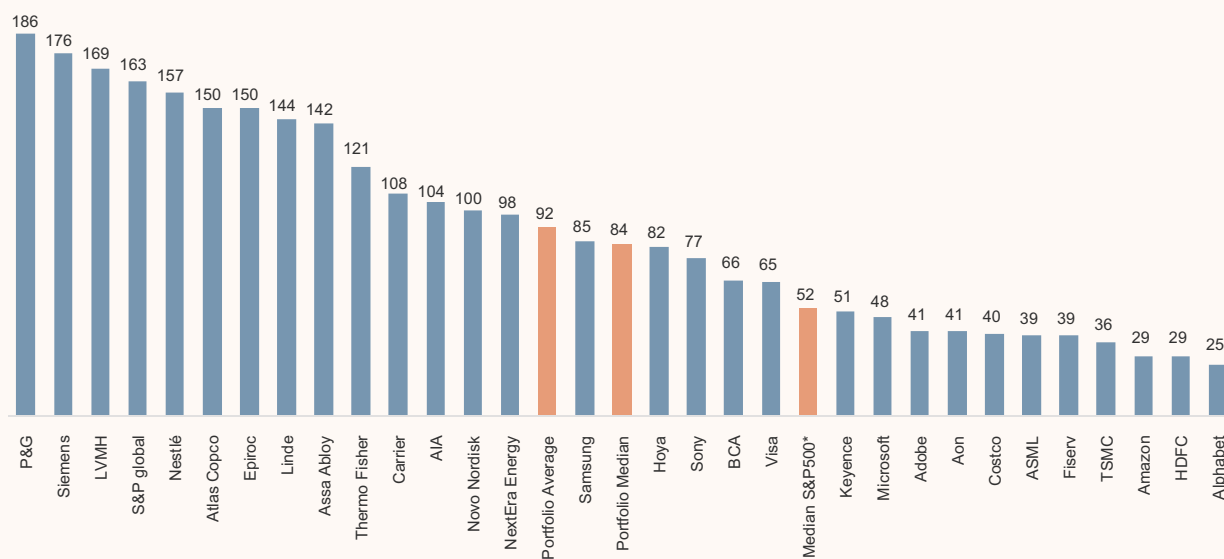
Den strammere likviditet har dog ramt visse segmenter af aktiemarkedet, hvor gældstunge virksomheder er et eksempel. Der har dog stadig været en tilstrækkelig likviditet til at understøtte markederne samt mindst tre yderligere støttende faktorer:

1. Faldende inflation og normalisering af inflationsforventningerne. Inflationsforventningerne hos den amerikanske forbruger (målt ét år frem af University

of Michigan) er tilbage på sit 10-årige gennemsnit på 3 pct., hvilket dog stadig højere end perioden før Covid-19, hvor den var 2,5 pct. Faldet i inflationsforventningerne mindsker usikkerheden for aktiemarkedsinvestorerne.

2. Det Covid-19-relaterede boom i de offentlige udgifter og forbrugernes initiale øgede opsparing har spillet en rolle for den robuste amerikanske økonomi. De store budgetunderskud er fortsat efter Covid-19, men forbrugernes udskudte forbrug er efterfølgende blevet forløst. Dertil har stigende investeringer bl.a. i forbindelse med hjemtagning af produktion støttet den amerikanske økonomi.
3. En tredje vigtig faktor er todelingen af aktiemarkedet drevet af AI-boomet, der startede med lanceringen af generativ AI og ChatGPT i november 2022. Nvidia er blevet symbolet på denne udvikling og er gået fra at udgøre 0,7 pct. af det globale verdensindeks (MSCI) til 4,2 pct. her ved halvåret 2024. Andre selskaber såsom Microsoft og ASML har også nydt godt af generativ AI. Modsat de store teknologiselskaber har store dele af det globale aktiemarked kun skabt små afkast de sidste tre et halvt år. Til illustration er det ligevægtede globale verdensindeks (MSCI) steget 14 pct. (målt i DKK) siden starten af 2021, mens det almindelige markedsværdivægtede indeks er steget med 51 pt. (DKK).

Figur 3

Levetid på porteføljeselskaber i afdeling Globale Aktier (antal år)

Kilde CWW, 2024

Udsigter

Den globale pandemi øgede staternes gældsniveau til historiske højder. Dette øger økonomiernes konjunkturfølsomhed. Som globale supermagter har USA og Kina måder at håndtere de store statsgælds niveauer. Andre lande har typisk behov for finanspolitisk disciplin og en god ledelse for at klare kommende kriser. Dette er ikke meget anderledes end menneskers fokus på sundhed og et stærkt immunforsvar.

Bank of Canada var den første G7-centralbank, der sænkede renten fra 5 pct. til 4,75 pct. i begyndelsen af juni. Som i mange andre lande er inflationen faldet til 2-3 pct. fra et toppunkt på over 8 pct. for to år siden. Tegn på en svagere økonomisk udvikling i Canada og en arbejdsløshed på 6,1 pct. var sandsynligvis en del af årsagen. Ligesom på tilsvarende vis, at den langsomme vækst i EU i juni fik Den Europæiske Centralbank til at sænke indlånsrenten fra 4 pct. til 3,75 pct. Dette er formentlig startskuddet på en kommende rentenedsættelsescyklus. Vi kender endnu ikke hastigheden af de kommende ned sættelser, men retningen er understøttende for langvarige aktiver.

Vi tror, at de kommende år vil være et miljø med medvind i forhold til markedet til vores investeringsstrategi med

“Vi tror, at de kommende år vil være et miljø med medvind i forhold til markedet til vores investeringsstrategi med fokus på langsigtede kvalitetsselskaber.”

fokus på langsigtede kvalitetsselskaber. Det handler om den underliggende indtjeningssevne i selskaberne, ligesom faldende renter understøtter værdiansættelsen af langsigtede aktiver. Vi ser fortsat interessante muligheder inden for det ”Produktive og Digitale Samfund”. Vi er formentligt i begyndelsen af den næste teknologiske revolution drevet af AI, som vil få bred udbredelse i takt med, at virksomheder og forbrugere finder de rigtige anvendelsesmuligheder.

Vi har eksponering til virksomheder, der er velplacerede fra et politisk og tematisk perspektiv. Afdeling Globale Aktier består eksempelvis af selskaber, som har en gennemsnitlig levetid på omkring 100 år, jf. figur 3. Stamina – en langsigtet tankegang og stærke forretningsmodeller er nøgleingredienser bag C WorldWide-tankegangen, og det at skabe gode langsigtede afkast gennem compounding.

Dette er markedsføringsmateriale. Denne artikel er udarbejdet af C WorldWide Asset Management Fondsmæglerselskab A/S (CWW AM). Artiklen er alene ment som generel information og udgør ikke et tilbud eller en opfordring til at gøre tilbud, ligesom den ikke skal betragtes som investeringsrådgivning eller som investeringsanalyse. Artiklen er således ikke udarbejdet i henhold til de regler, der er fastsat for at fremme investeringsanalysers uafhængighed, og artiklen er ikke genstand for noget forbud mod at handle forud for udbredelsen af investeringsanalyse. Meninger og holdninger gengivet i artiklen er alene aktuelle pr. publikationsdatoen. Artiklen er udarbejdet på baggrund af kilder, som CWW AM anser for pålidelige, og CWW AM har taget alle rimelige forholdsregler for at sikre, at informationen er så korrekt som muligt. CWW AM kan dog ikke garantere informationens korrekthed og påtager sig intet ansvar for fejl eller udeladelser. Historiske resultater er ingen indikation for fremtidigt afkast. Artiklen må ikke gengives eller videredistribueres helt eller delvist uden CWW AM's forudgående skriftlige samtykke. Prospekt, dokument med central investorinformation, og den seneste årsrapport og halvårsrapport er tilgængelig på www.cww.dk.

INVESTERINGSFORENINGEN C WORLDWIDE

Dampfærgevej 26 · 2100 København Ø · Tlf: 35 46 35 46 · Fax: +45 35 46 35 00 · CVR 14 21 13 49 · cww.dk

Indsigt Q2 2024