



07/2021

Forventninger til aktiemarkedet

Af adm. direktør og porteføljeforvalter **Bo Knudsen**,
C WorldWide Asset Management Fondsmæglerselskab A/S.

Stop/start-effekten skaber kortsigtede flaskehalse

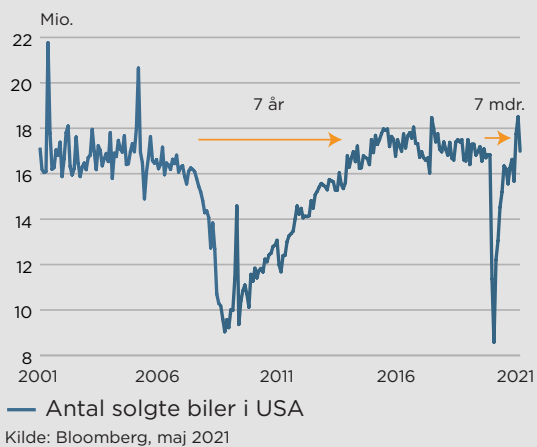
Vi har tidligere manet til ro ift. de stigende lange obligationsrenter. Vi ser primært rente- og inflationsudviklingen i 2021 og de afledte markedsrotationer som en konsekvens af, at verdensøkonomien er i ubalance efter nedlukningen i 2020. I takt med genåbningerne har den økonomiske vækst overrasket positivt drevet af vaccineudbredelsen og velpolstrede opsparingskonti hos forbrugerne. Den høje forbrugsefterspørgsel har ledt til kortsigtede flaskehalse inden for en række områder – f.eks. i teknologisektoren. Bilsektoren i USA er et andet illustrativt eksempel, hvor salget – som det fremgår af figur 1 på næste side – historisk har svinget omkring 17 mio. biler årligt. Faldet i bilsalget i 2020 minder på mange måder om udviklingen under finanskrisen, men hvor det under finanskrisen tog syv år at genvinde det tabte, vendte salget denne gang tilbage på blot syv måneder. Salgsrekylen har faktisk været så stærk, at salget kortvarigt har overgået den langsigtede trend. Denne dramatiske stop/start-effekt skaber ubalancer og udfordringer i produk-



//

Denne dramatiske stop/start-effekt skaber ubalancer og udfordringer i produktionsleddene, hvorfor vi nu ser flaskehalse med stigende priser til følge.

Figur 1: Udvikling i bilsalget i USA



tionsleddene, hvorfor vi nu ser flaskehalse med stigende priser til følge. Inden for langt de fleste områder mangler der ikke langsigtet kapacitet – det tager blot lidt tid at skrue op.

Herudover har der været et markant skifte i forbrugsmønstret – først fra services til produkter, og nu modsatrettet, hvor serviceerhvervene oplever høj vækst. Disse markante forbrugsskift stiller store krav til omstillingsevnen hos selskaberne og på arbejdsmarkedet. Markedsskift som igen kan forårsage kortvarige flaskehalse. Samlet set har den globale økonomi håndteret denne situation rimeligt godt – ikke mindst med hjælp af effektive teknologi- og kommunikationsværktøjer.

Disse forbrugseffekter er også tydelige i forbrugerpriserne, hvor den seneste måling i USA viser en årsstigning på 5 pct. Denne udvikling har også forplantet sig i de mere langsigtede inflationsforventninger, som nu er ca. 2,5 pct. og dermed ligger over den amerikanske centralbanks (Fed) langsigtede mål på 2 pct.

Inflationsudviklingen har dog ikke presset de lange renter yderligere op. Den 10-årige amerikanske rente er derimod faldet en smule de seneste par måneder. Den selvskabte recession og den efterfølgende genåbning har skabt ubalancer i økonomierne. Vi er nu i en situation, hvor selskaberne skal recalibrere deres produktionskapacitet og medarbejderbehov,

hvorefter vækst, renter og inflation vil vende tilbage til den langsigtede trend. I USA har man under nedlukningen øget støtten til arbejdsløse, men disse programmer udfases nu frem til september. Dette vil hjælpe med at øge arbejdsudbuddet og dermed lægge en dæmper på løninflationen. Volatiliteten virker som en fjeder med kraftige svingninger i starten, hvorefter udsvingene mindskes, og den fundamentale udvikling igen tager over.

Vi tror, at obligationsinvestorer betragter den aktuelle udvikling gennem denne linse samtidigt med, at centralbankerne – trods begyndende drøftelser om mulige renteforhøjelser i 2023 – fortsætter deres massive støtteopkøb på obligationsmarkederne.

De cykliske sektorer i fokus

De cykliske sektorer, såsom råvarer, banker, bilsektoren og andre forbrugscykliske sektorer har efter de store kurstab i foråret 2020 generelt oplevet et comeback de seneste 6-9 måneder og er steget mere end de strukturelt og stabilt voksende selskaber. Investorerne har i denne fase søgt ”høj oktan”-selskaber, hvor de cykliske selskaber i Europa f.eks. er steget ca. 50 pct. mere end de mere defensiv selskaber. Vi har en præference for selskaber, der gennem en stærk markedsposition har ”pricing power” (evnen til at hæve priserne på deres produkter/ydelser), attraktive investeringsmuligheder og gennem rentes rente-effekten løbende forøger selskabets værdi. Dette i modsætning til selskaber, der kun kan hæve priserne i den tidlige del af genåbningsfasen, hvor udbud og efterspørgsel er i ubalance. Udviklingen i Kina har afgørende betydning for retningen på råvaremarkederne, og da Kina er i gang med kreditstramninger, er vi begyndt at se en afsmittende og afdæmpende effekt på råvarepriserne og de afledte cykliske industrier. Når åbningsfesten er overstået, og markedet genfinder den naturlige balance, forventer vi, at den fundamentale og langsigtede indtjeningsudvikling i selskaberne igen vil blive ankeret for kursudviklingen på aktiemarkedet.

Selskaberne i vores globale portefølje formåede under Corona-pandemien at øge indtjeningen med 9 pct. i 2020, hvor indtjeningen i de globale selskaber

over en bred kam faldt 16 pct. I 2021 forsætter vores selskaber den positive udvikling med en forventet vækst på ca. 20 pct. Men nu oplever de cykliske selskaber en vækstrekyl, som driver markedsvæksten op med mere end 30 pct. Denne effekt har styret markedsudviklingen i 2021, hvor cykliske sektorer har ført an. I sådanne perioder har de strukturelt voksende selskaber naturligt haltet lidt efter markedsudviklingen, hvilket er baggrunden for, at vores globale afdeling i første halvår – modsat sidste år – ikke er steget så meget som det brede aktiemarked. I takt med at genåbningseffekten aftager, og økonomierne genfinder deres balance, ser vi, at investorernes fokus vender tilbage til Compounding – investeringer i den langsigtede indtjeningsudvikling og holdbar vækst.

De store selskaber trodser tyngdeloven

Det er bemærkelsesværdigt, at flere af de store selskaber, særligt inden for internetsektoren, p.t. accelererer deres vækstrater på trods af deres allerede store størrelse. Eksempelvis præsterede Alphabet (Google) i det seneste kvartal en omsætningsvækst på 34 pct., mens Amazon.com løftede omsætningen 44 pct. Nok så vigtigt er denne udvikling ikke sket oven på et nedgangsår i 2020, men blot endnu et år i en kontinuerlig vækstperiode. Vi ser hermed et billede, hvor de store selskaber nærmest trodser tyngdeloven, forsætter med at tage markedsansede og øger væksttempoet som følge af digitaliseringstrenden. Dette illustrerer værdien af at finde de sande Compounding-selskaber, hvor risikoen inden for de førende teknologiselskaber i dag primært synes at relatere sig til regulatoriske indgreb.



Vi er nu i en situation, hvor selskaberne skal rekalkibrere deres produktionskapacitet og medarbejderbehov, hvorefter vækst, renter og inflation vil vende tilbage til den langsigtede trend.



I takt med at genåbningseffekten aftager, og økonomierne genfinder deres balance, ser vi, at investorernes fokus vender tilbage til Compounding-investeringer.

Fortsat positive markedsudsigter

Det kan være en ydmygende disciplin at udtale sig om de kortsigtede aktiemarkedsudsigter, men vi ser fortsat en positiv underliggende markedsudvikling trods mulige risikofaktorer. Den største aktuelle risiko er en fortsat stigende inflationsudvikling, som tvinger centralbankerne til at stramme pengepolitikken mere end kapitalmarkederne kan bære. De store stigninger på aktie- og boligmarkederne – drevet af bl.a. lave renter – skaber sårbarhed over for større rentestigninger. Men vi tror ikke, at dette er det mest sandsynlige scenarie. Der er som nævnt gode argumenter for, at den stigende inflation er kortvarig. Skulle vi eventuelt få højere inflation, vil dette ikke automatisk lede til højere renter i et fortsat centralbankstyret rentemiljø. Staternes høje gældsætning og store behov for bæredygtige investeringer er tungtvejende argumenter for fortsat lave realrenter.

Som kompas til at forstå markedsudviklingen har vi tre pejlemærker, hvor to ud af tre i øjeblikket er positive. Første indikator er den amerikanske økonomi, som fortsat er ankeret for den globale økonomi og kapitalmarkederne. Prognosen for den amerikanske økonomi oven på genåbningen er en vækst på lidt over 6 pct. i 2021. Dette er drevet af forbrugerne, som er godt konsoliderede bl.a. pga. de store stigninger på aktie- og boligmarkederne. I USA er huspriserne eksempelvis steget hele 24 pct. det seneste år. Et andet vigtigt pejlemærke er rentekurven, hvor en negativ rentekurve (situationen, når den korte rente er højere end den lave rente) signalerer frygt for en mulig recession. Med stigningen i de lange renter er rentekurven nu positiv, hvilket også understøtter banksektoren. Den sidste faktor er centralbankernes adfærd. De seneste 12 måneder har Den Europæiske Centralbank (ECB) og



Vi ser hermed et billede, hvor de store selskaber nærmest trodser tyngdeloven, forsætter med at tage markedsandele og øger væksttempoet som følge af digitaliseringstrenden.

Fed opkøbt obligationer for ca. USD 8 billioner. Dette er et gigantisk beløb og opkøb, der er foretaget som følge af behovet for stimulanser under den nedlukningskabte recession i 2020. Opkøbstempoet er stadig højt, om end det nu er faldet til omkring det halve. I lyset af den stigende inflation er debatten om en hurtigere stramning af pengepolitikken begyndt. En stramning af pengepolitikken har historisk været problematisk for aktiemarkedene, men da opkøbene vil fortsætte en rum tid endnu, er pengepolitikken forsat understøttende – omend mindre positiv end tidligere.

Der er således fortsat to medvinde til aktiemarkedene samt en tredje positiv, men aftagende faktor. Vi ser fortsat mange interessante investeringskandidater med en rimelig prisfastsættelse, så længe vi ikke får markant højere renter. I takt med at økonomierne genfinder deres naturlige udbuds- og efterspørgselsbalance, tror vi, at inflationsfrygten vil aftage, lavvækstmiljøet vil tage over, og vækstaktier, der langsigtet kan vokse sig større end den nominelle vækst i samfundet, vil igen blive det efterspurgte investeringsobjekt.



Som kompas til at forstå markedsudviklingen har vi tre pejlemærker, hvor to ud af tre i øjeblikket er positive.

Denne artikel er markedsføringsmateriale 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.

Meninge 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.

Artiklen må ikke gengives eller videredistribueres helt eller delvist uden CWW AM's forudgående skriftlige samtykke.

Historiske afkast er ingen garanti for fremtidige afkast. 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

cww.dk · Tlf: 35 46 35 46 · cww@cww.dk · CVR 14 21 13 49