

# Lys i mørket

Aktieinvestering handler ikke kun om risiko-forståelse, men også om at se muligheder. I 2022 var vi vidner til kulminationen på en historisk pengepolitisk ekspansion. Dette markerede samtidigt et toppunkt på kapitalmarkederne – og så kom forandringen; som når en sten kastes i vandet med en efterdønning af bølger og ringe. Den negative stemning har samtidig trukket så store overskrifter i medierne, at de positive dynamiske effekter – altså lyspunkterne – er blevet ignoreret og dermed undervurderet.

To store begivenheder i 2022 resulterede i betydelige bølgeskulp, der påvirkede både det kort- og langsigtede investeringsmiljø.

## **Putins invasion af Ukraine**

Putin invaderede Ukraine den 24. februar 2022. Dette forårsagede en trist human katastrofe, der fik og fortsat har betydelige globale konsekvenser. Det var et skelsættende øjeblik for den globale sikkerhedssituation, der bl.a. fik Sverige og Finland til at søge medlemskab af et genfødt

---

*“Der er tegn på, at inflationen er ved at aftage. Dette kan blive et lys i mørket og bane vejen for, at den strukturelle medvind til kvalitetsvirkosomheder genvinder sin styrke.”*



**Bo Knudsen**

Adm. direktør og porteføljeformaler  
C WorldWide Asset Management

NATO. Tyskland og resten af EU fik et massivt energipolitisk "wake up call" og en øjeblikkelig "energiskilsmisse" fra Rusland blev en realitet.

Nok har invasionen af Ukraine ført til et mere realistisk syn på energiomstillingen, herunder til betydelige ændringer af den nye og omfattende EU-regulering på energiområdet. Men truslen om en kold vinter har ført til en yderligere mobilisering af ressourcer og acceleration af omstillingen. Denne med et øget fokus på alternativ energi, energieffektivitet og betydningen af de såkaldte naturlige kulstofdræn.

Koblingen mellem energi- og sikkerhedspolitik gør det komplekst at forstå den fremtidige udvikling af globaliseringstrenden. Gamle venner og allierede rykker tættere sammen, og nye alliancer bliver dannet i en mere kompleks struktur med flere lokale og regionale partnerskaber.

Netværksudfordringer kræver netværksbaserede løsninger. Både den fysiske og den virtuelle verden har brug for energi for at fungere. Et sikkert lyspunkt er de voldsomme og nødvendige investeringer i ny energiinfrastruktur og nye energiteknologier. Dette skaber store muligheder for energieffektive produkter og tjenester. Dette tema vil gennem resten af dette årti, og sandsynligvis længere, skabe høj vækst for virksomheder, der fokuserer her og muliggør omstillingen til en mere bæredygtig fremtid. Dog skal man som investor være opmærksom på "Big Government" dvs. at staten holder øje, da der er en grænse for, hvor meget afkast, der kan komme aktionærerne i visse følsomme områder til gode. Investering i temaet er kompliceret, så man kan ikke blot købe en passiv 'Energy Transition ETF' og tro, at man er gunstigt eksponeret til temaet. Eksempelvis har selskaberne inden for sol- og vindenergi haft stor vækst i omsætningen, men disse har generelt haft svært ved at skabe værdi til aktionærerne. Energiomstillingen er et område, hvor aktieudvælgelse er vigtigere end nogensinde, og hvor centrale dele af analysen ikke bare kan sættes ind i et regneark eller løses af et AI-værktøj (kunstig intelligens). Vi har eksponering til industrigasser, hvor vi ser en




---

*“Et sikkert lyspunkt er de voldsomme og nødvendige investeringer i ny energiinfrastruktur og nye energiteknologier. Dette skaber store muligheder for energieffektive produkter og tjenester.”*

mulighed i at bruge eksisterende brændsler mere effektivt ved hjælp af teknologier fra industrigasproducenterne.

### **Den amerikanske centralbanks kamp mod inflation**

Den amerikanske centralbankdirektør Powell ændrede pengepolitikken markant i marts 2022. Ændringen kom sent, omend den var nødvendig – men kan verden klare det accelererede tempo i renteforhøjelserne? Følgevirkningerne på kapitalmarkederne har været voldsomme, og effekten på de gældsbelastede vestlige økonomier er endnu ikke slået fuldt igennem. En tommelfingerregel er, at pengepolitiske stramninger først rigtigt rammer realøkonomien 9-12 måneder efter, de er trådt i kraft – så altså i løbet af 2023.



*“En tommelfingerregel er, at pengepolitiske stramninger først rigtigt rammer realøkonomien 9-12 måneder efter, de er trådt i kraft – så altså engang i 2023.”*

### **Højere realrenter rammer værdiansættelsen**

Den hurtige og voldsomme stigning i de korte renter og obligationsrenter har skabt en usædvanlig høj korrelation mellem aktivklasser med prisfald inden for både guld, metaller, obligationer, aktier og på boligmarkedet. I løbet af de seneste 10 år har aktivmarkederne nydt godt af et fald i realrenten fra det historiske gennemsnit på ca. 2 pct. til et interval mellem -1 pct. og +1 pct., som det fremgår af figur 1 på næste side.

Centralbankernes aktuelle kamp mod inflationen har løftet realrenten i USA til ca. 1,5 pct. Dette målt på markedets forventninger til de 10-årige inflationsudsigter (TIPS), jf. den orange

*“P/e på verdensindekset faldt ca. 5 multiple point i 2022. Da indtjeningen faktisk voksede, kan hele markedsfaldet tilskrives den lavere værdiansættelse.”*

kurve. Effekten på aktiemarkederne har været et fald på ca. 5 multiple point (p/e) til en aktuel vurdering af verdensmarkedet på ca. 14 gange på 2023-indtjeningen. Da indtjeningen faktisk voksede i 2022, kan hele markedsfaldet i 2022 således tilskrives den lavere værdiansættelse.

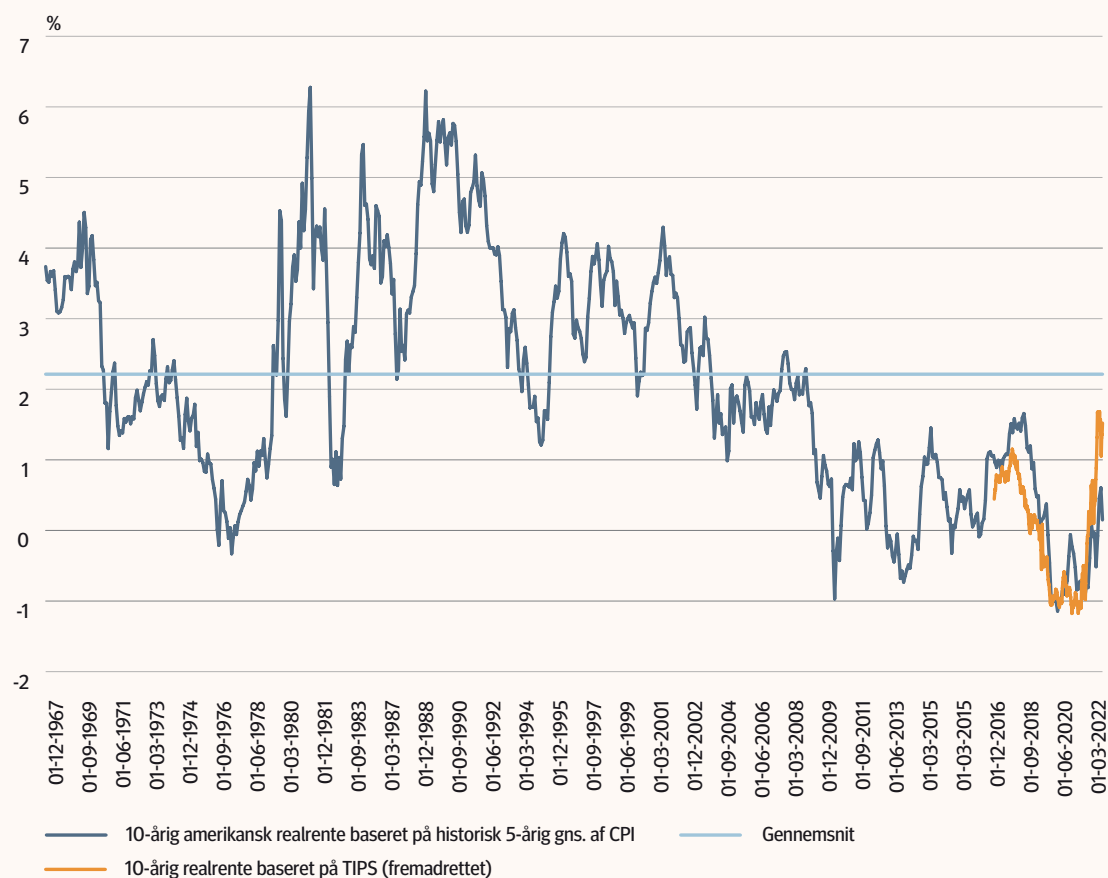
En investor i amerikanske 30-årige statsobligationer tabte i 2022 mere end 30 pct. (målt i USD). Dette havde konsekvenser for alle aktiver med lang varighed, herunder vækstvirksomheder af høj kvalitet. For eksempel var afkastforskellen mellem MSCIs kvalitetsindeks og valueindeks hele 16 pct.-point. Dette skabte et svært miljø for aktieinvesteringer i kvalitetsselskaber.

Powell forsøger at trække plasteret af så hurtigt som muligt. Dette for at komme tilbage til en mere afbalanceret pengepolitik og formentlig med et langsigtet mål om realrenter tæt på nul procent. Verden har brug for lave renter pga. den rekordhøje statsgæld og de rekordhøje aktivmarkeder målt i forhold til BNP. Lave renter er desuden nødvendige for at sikre de massive investeringer, der skal til for at skabe en ny energiinfrastruktur og øget energieffektivitet. Altså mere investering i fysisk infrastruktur (atomer) og måske lidt mindre i ”bits og bytes”.

Boligmarkederne fungerer ikke godt med høje realrenter, og gennem velfærdseffekter er værdien af boligen en vigtig drivkraft for forbrugerne, der styrer retningen i de to største økonomier og vækstlokomotiver i verden, nemlig Kina og USA.

Som følge af Feds mange pengepolitiske stramninger kan USA i 2023 ende i en recession, men kan også byde på en vending på aktiemarkedet

Figur 1  
Udviklingen i realrenten (USA)



Kilde: FactSet og Bloomberg, december 2022.

**“Verden har brug for lave renter pga. den rekordhøje statsgæld og for at sikre de massive investeringer, der skal til for at skabe en ny energiinfrastruktur og øget energieffektivitet.”**

omend nok med høj markedsvolatilitet. Det er altid svært at forudsige fremtiden, særligt inden for et enkelt kalenderår, men der er tegn på, at inflationen er ved at aftage, hvilket muliggør, at rentestigningerne kan toppe i løbet af 2023. Dette kan blive et lys i mørket. Et faldende rentescenarie vil dæmpe den cykliske modvind og kan bane vejen for, at den underliggende og strukturelle medvind til kvalitetsvirksomheder genvinder sin styrke. Den lavere risikovillighed og tilgængelighed af kapital kan dog fortsat ramme højrisikområder som f.eks. højt prisfast-

satte aktier, ”startups”/teknologivirksomheder uden indtjening samt kryptoområdet i mange år fremover. Dette parallelt til udviklingen inden for teknologiaktier efter IT-krakket i år 2000. Unicorninvesteringer er pludselig blevet mere udfordrende i et miljø med mere konkurrence om kapitalen. Som stof til eftertanke kan man f.eks. spørge hvor mange leveringsapps, vi egentlig har brug for?

Efterhånden som centralbankerne standser deres stramninger, vil realrenterne sandsynligvis

---

*“Vi foretager investeringer, der strækker sig ud over ét kalenderår. Investeringer, der vokser sig større over tid – dette er tanken bag Compounding. Enkelt og kraftfuldt.”*

falde tilbage mod nul, som er gennemsnittet det seneste årti. Dette burde have positive markedsimplikationer i form af en højere værdiansættelse end aktuelt, omend den sandsynligvis bliver lavere end de høje niveauer de seneste 5 år. Udfordringen i 2023 bliver virksomhedernes indtjening, da en økonomisk afmatning og en mulig recession synes uundgåelig. Indtjeningsrisikoen er dog lavere blandt strukturelle vækstvirksomheder, der understøttes af positive tendenser sammenlignet med de cykliske virksomheder. For os er det essentielle at forstå trenden i indtjeningen.

### **Covid**

Allerede i starten af 2020 fik Covid-19-pandemien gennemgribende konsekvenser – både varige og midlertidige. Heldigvis er de fleste lande tilbage til en mere normal tilværelse, som vi kendte før pandemien.

Der er dog undtagelser. I Kina er hverken dagligdagen, erhvervslivet eller rejseaktiviteten tilbage til det normale, selvom vi nu begynder at se lempelser i Covid-restriktionerne, som omtalt i vores indsigte [“Protester i Kina kan føre til en hurtigere genåbning”](#). Det samme er tilfældet for Japan, som vi for nyligt besøgte og som fortsat er præget af vidtgående restriktioner. F.eks. var vi på de fleste møder med japanske virksomhedsledere udover masker også adskilt af plexiglas. Japan er fortsat demografisk udfordret, men landet er et globalt magtcenter, når det gælder fremtidens produktive og digitale samfund. Japan er førende inden for robotteknologier, medicinaludstyr samt højteknologiske komponenter og materialer. Det er imponerende.

### **Konklusion**

Vi foretager investeringer, der strækker sig ud over ét kalenderår. Investeringer, der vokser sig større over tid – dette er tanken bag Compounding. Enkelt og kraftfuldt. Omvendt er det på kort sigt svært at time markedet. Hvis man f.eks. er ude af markedet på de to bedste dage i et år, mister man hele årets opgang, og så er der ingen Compounding. Og hvem ved på forhånd, hvilke dage, der giver de store kursopgange? Kortsigtet handel, hvad enten det er på dagsbasis eller inden for et kalenderår, er sjældent en lukrativ investeringstilgang.

Compounding vinder i det lange løb – nøglen er at forstå de langvarige strukturelle samfundstendenser. Denne tankegang vinder dog ikke altid på de kortere distancer. Det er en del af omkostningen for at vinde et maraton. Vores fokus er på at vinde konsistent over rullende femårige tidshorisonter.

---

*“Compounding vinder maratons, men vinder ikke altid på de kortere distancer.”*

Vi ser ind i et hårdere investeringsmiljø resten af dette årti med volatile realrenter omkring nul procent. Men kan man finde virksomheder, der vokser i reelle termer, vil investorerne belønne disse virksomheder med en høj værdiansættelse.

Investering er som en flod, der skærer gennem sten eller klipper, ikke med kortsigtet rå kraft, men ved langsigtet tålmodighed og vedholdenhed. Det er en mentalt hård, men givende vej at følge.

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 investeringsanalyzers 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](http://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](http://cww.dk)

Indsigt Q1 2023