



01/2021

Forventninger til aktiemarkedet

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

Vi kan bedst lide det, vi kender og kan kontrollere. Covid-19 kom som en skræmmende faktor, der tog kontrollen med verden og skabte usikkerhed. Virussen skabte den mest markante og hurtigste nedgang i den økonomiske aktivitet siden 2. verdenskrig – en blitzrecession. Hvor forventningen var en positiv vækst på 3 pct. for 2020, bliver resultatet et minus på 4 pct. – hele 7 pct.point i forskel – og dette trods ekstreme hjælpepakker. Recession og aktienedtur rejste også denne gang sammen.

Markante indgreb på finansmarkederne, hvor den amerikanske centralbank opkøbte obligationer for, hvad der svarer til USD 140 mio. i minuttet! Hjemmearbejde, vacciner og sociale restriktioner – ser ud til at betyde, at det nu bliver menneskeheden, der kontrollerer virus og ikke virus, der kontrollerer menneskeheden. Aktieinvestorerne kigger nok gennem denne tunge vinter, fejrer på forskud i kraft af de lovende vacciner – som var de selve symbolet på menneskehedens forhåbentligt kommende sejr over Covid-19.



**Aktieinvestorerne kigger
nok gennem denne
tunge vinter, fejrer på
forskud i kraft af de
lovende vacciner – som
var de selve symbolet
på menneskehedens
forhåbentligt kommende
sejr over Covid-19.**

Når vi forhåbentligt ikke ser en slem mutering af virus, kan vi til gengæld forvente, at centralbankerne ikke justerer renterne. Vil centralbankerne ligefrem sikre markederne mod stigende renter? Det bliver et af de afgørende spørgsmål i 2021 og frem. Vi tror, at de vil gå langt.



Vil centralbankerne ligefrem sikre markederne mod stigende renter? Det bliver et af de afgørende spørgsmål i 2021 og frem. Vi tror, at de vil gå langt.

Vi har en stærk tro på at sejre på aktiemarkedet kommer, fordi vi tænker langsigtet. Vi tænker i Compounding og ser dermed på 2020'erne som helhed mere end året 2021. Så bliver det de brølende 20'ere igen – som vi så det i 1920'erne – og ikke mindst, hvad sker der på den anden side af pandemien? Med et vaccinepas i hånden kan vi frem for alt igen søge oplevelser uden for hjemmet, gå i byen og rejse. Men vi tror, at denne skræmmende kollektive sygdoms oplevelse – den værste siden den spanske syge for 100 år siden og konsekvenserne af de massive hjælpepakker – vil sætte sig som langsigtede effekter i verdens økonomien såvel som i forbrugeradfærden som til sidst altid spejler sig i – og giver muligheder – på aktiemarkedet!

Hjemmet spiller en nøglerolle

Du sidder nok hjemme og læser dette pga. pandemien. Hjemmet er ikke blot et sted til afslapning. Nu er det også omdannet til kontor, restaurant, børnehave og fitnesscenter. Trods dette, lader det til, at 70 pct. af os i fremtiden – frivilligt – vil vælge at arbejde hjemme to dage om ugen. Selskaber øjner besparelser og motivationsfordele, og trenden er klar – *hjemmet* får en endnu mere ophøjet rolle i vores liv. Det bliver med tiden måske både større, bedre og fornyet, så det ikke alene kan skabe mere hjerterum, men simpelthen rumme flere funktioner.

Hjemmet er for de fleste forbundet med tryghed – men også der bliver vi udsat for et frygtbaseret mediebombardement omkring pandemien. Det sætter sig nok i den kollektive bevidsthed og har samfundsøkonomiske konsekvenser. Ser man på det akademiske studie ["Longer-run economic consequences of pandemics?"](#) fra San Francisco Fed fra 2020, der analyserer de makroøkonomiske effekter af 12 pandemier siden 1300-tallet, peges der på klare makroøkonomiske effekter. Pladsen her tillader mig ikke at gå i dybden, men en konklusion er, at pandemier giver langvarigt nedadgående pres på realrenter, og en del af forklaringen er en frygtrevet lyst til at spare mere op – for måske at beskytte sig mod den næste pandemi.

Det er ikke tilfældigt, at også centralbankchefer i årtier er blevet mere og mere optaget af hjemmet – eller rettere huspriserne – særligt i USA, der fortsat er nøglen til de finansielle markeder. Der er nemlig en tæt sammenhæng mellem økonomisk vækst og huspriser – særligt i verdens to største økonomier Kina og USA.

Høj gæld skaber høj rentefølsomhed

Forbrugeren, der i USA udgør 70 pct. af økonomien, føler sig også økonomisk mere tryk, hvis deres ejerbolig er blevet mere værd. Velstanden i det amerikanske samfund knytter sig derfor til bolig- og finansmarkedet og udgør nu seks gange BNP – i forhold til historiske tre gange.

Centralbankchefer og politikere forstår, at følsomheden aldrig har været højere – og at særligt faldende priser på ejerboliger og andre aktiver kan skabe sammenbrud i beskæftigelse og økonomi. Læg dertil, at statsgæld verden over og særligt i USA er eksploderet fra et allerede højt niveau under Corona-krisen. Gælden i verdensøkonomien estimeres nu til at være 365 pct. af det globale BNP.

Rentefølsomheden er med andre ord enorm, og politikere/stater, der i sidste ende sætter renten, er de største tabere på højere renter. Vi tror derfor, at renten bevidst holdes lav, og vi er optimister, når det gælder boligmarkedet – med den ekstra krølle, at der er omkring 3,3 mio. unge mennesker i USA ekstra i forhold til det normale niveau, som ikke har haft mulighed for at

flytte hjemmefra – og som vil komme på boligmarkedet over de næste fem til ti år. Dette vil understøtte en pæn, økonomisk vækst i USA.



Staterne er de største tabere på højere renter. Vi tror, at renten derfor bevidst holdes lav.

Centralbankdirektør Powell forsøgte at hæve renterne i 2018, men markedsreaktionen blev for voldsom, og han måtte ændre strategi. USA's nye finansminister Yellen – forhenværende centralbankchef – skal fremover lede den økonomiske politik. Der er ingen garantier, men hun har i hvert fald en enorm erfaring. Denne fælles forståelse på de ledende poster de næste fire år øger chancen for en understøttende penge- og finanspolitik i USA.

Tilbage i 2012 var renten på en græsk 5-årig obligation 60 pct. I dag er den næsten nul. Dette er et af mange eksempler på, at renterne har nået et historisk lavt niveau. Var det ikke for den massive intervention, ville renterne være højere. Mange kan synes, at renter ikke bør være så lave som nu, men der skal mere end moralsk baserede argumenter til, før specielt realrenterne for alvor stiger.



En fælles forståelse på de ledende poster de næste fire år øger chancen for en understøttende penge- og finanspolitik i USA.

Vacciner hjælper nok mod Covid-19, men de er ikke kuren mod den høje gæld i samfundet. Ej heller er de en magisk indsprøjtning mod en globalt aldrende befolkning. Vi kan se på Japan, hvad aldrig betyder for

økonomisk vækst og inflation. Vi ser fortsat en lav risiko for permanent højere inflation, og selv hvis vi skulle få et inflationsscenario, vil vi klart foretrække aktier frem for obligationer.

Billig kapital fremmer innovation og bæredygtighed

Der er en tendens til, at de mange dollars og euro, der trykkes, bliver i finansmarkederne, hvor resultatet er adgang til billig kapital. I Sverige og Norge er der sket en eksplosion af nye selskaber på børsen. Dette skaber nye jobs. Visse firmaer har nu adgang til meget billig innovations- og ekspansionskapital. Andre har det svært. Et større amerikansk kulselskab kunne ikke hente kortsigtet finansiering trods en god underliggende indtjening, mens et firma som Tesla lige nu har fri adgang til al den kapital, de har brug for.



Vi befinder os på et interessant tidspunkt i verdenshistorien, hvor kapitalismen moderniseres og transformerer sig til en mere bæredygtig form for kapitalisme.

Vi befinder os på et interessant tidspunkt i verdenshistorien, hvor kapitalismen moderniseres og transformerer sig til en mere bæredygtig form for kapitalisme. Det er drevet af politikere, og det er sandsynligt, at denne dagsorden giver nyt liv til et stærkere og mere forenet Europa. Men påvirkningen kommer også fra de største selskaber og investorer som C WorldWide og andre. I symbiose driver dette et historisk skifte. Kapitalforvaltere presser på for en mere ansvarlig og langsigtet forretningsskik. Nestlé fremhæver eksempelvis, at det, at være et ansvarligt og bæredygtigt selskab, styrker selskabets konkurrencekraft og selskabet har lige annonceret en markant fem års "Climate Change" plan.

De lave renter har konsekvenser

Let og billig adgang til innovationskapital i 2020'erne kan fortsætte med at sætte prisen på arbejdskraft under pres og lede til fortsat lav inflation i verdenssamfundet. Der findes læseværdige bøger om, at vi hastigt bevæger os ind i en verden, hvor menneskets arbejdskraft bliver overflødig, da vi undervurderer, hvad selvprogrammerende maskiner og kunstig intelligens bliver i stand til (Daniel Susskind: "A World Without Work"). Vi er meget mere optimistiske på menneskets vegne, selvom vi også deler synspunktet, at der sker en accelererende udvikling inden for robot- og automatiseringsområdet. Dette tema er vi eksponeret til i vores porteføljer.

I 1484 kunne Columbus hverken rejse kapital fra Portugals konge eller andre til skibe for at finde en ny handelsrute til Østasien. Som en moderne entreprenør gav han ikke op og fik endelig penge fra den spanske dronning Isabella. Som vi ved, erobrede Spanien dermed et nyt kontinent med sukker, tobak, guld- og sølvforekomster. De næste ekspeditioner var noget lettere at skaffe risikovillig kapital til, hvorved hele grundlaget for den imperialistiske kapitalisme blev grundlagt.

Efter den enorme økonomiske succes for de store digitale platforme som Amazon, Google og Facebook er der mange der – i potentialets og Columbus' navn – stiller kapital til rådighed for nye produkter og services i det digitale samfund. Det skaber et selvkørende momentum. Data er det nye værdifulde råstof, der kan udnyttes. Kunstig intelligens bruges til at skaffe flere datapunkter om, hvad der foregår i vores samfund, og derefter udlede mønstre af data for derigennem at skabe bedre løsninger og nye produkter og services. Det er her, det boomer inden for globale patenter.

Det kan fint kobles med en mere bæredygtig dagsorden. Visse byer er f.eks. nået langt i forhold til at forstå miljødata og bruge teknologi til at undgå vandspild og opnå en bedre udnyttelse af knappe ferskvandsressourcer. Indsamling af bedre og større mængder af data kan hjælpe til at løse samfundsproblemer og samtidigt skabe nye slagkraftige selskaber og kursopgang på børsen.

5G, Kina og Indien er interessante områder

Der er andre interessante væksttemaer derude. Lad mig nævne tre:

1) 5G

Vi har brugt de sidste par år på at forstå, hvad den revolutionerende 5G-teknologi, hvor ekstreme mængder data kan flyttes på øjeblikke, kommer til at betyde. Her vil nye produkter og services opstå, og vi ser få, men klare vindere.

2) Kina

Kina kommer til at fortsætte fremad, og væksten vil være drevet af indenlandsk forbrug. Kina rykker sin position frem både ved ambitiøst at sigte mod at være CO2-neutrale i 2060, men også ved at vise, hvem der bestemmer i Hong Kong. Kina plejer at lykkes med deres målsætninger. Med størrelse følger ønsket om mere indflydelse, og her står teknologi i centrum og teknologi er et magtinstrument. Kina er fortsat afhængig af særligt USA og Taiwan for adgangen til de nyeste teknologier, og en stor geopolitisk risiko, som også kan ramme aktiemarkederne, er knyttet til situationen omkring Taiwan. Et emne, som vi har analyseret og skrevet om i tidligere artikler f.eks. [Sommerfugleeffekten og Taiwan som nutidens IT-hotspot](#).

3) Indien

Vi ser Indien som landet med de allerstørste muligheder, som kan få geopolitisk medvind og stigende direkte investeringer fra selskaber i Europa og USA, der nu ønsker at etablere sig i Indien i stedet for Kina. Generelt ser vi mange spændende investeringsmuligheder i emerging markets.

Teknologi både ødelægger og skaber jobs. Teknologi skaber underholdning og glæde, men også angst og risiko for politisk indblanding – verden er fuld af dilemmaer, mens aktiemarkedet summer videre som et spejl på den forunderlige tid, vi lever i.

Spekulation eller bæredygtige investeringer i 2020'erne?

Vi ser ind i et investeringsmiljø, hvor det er svært at forestille sig mere støtte til aktier end nu. Når renten er nul, spekuleres der livligt. Vi vil opfordre til forsigtighed, særligt i de mest oplagte instrumenter, inklusive kryptovalutaer og udvalgte enkeltaktier, hvor spekulationen ofte drives for langt. Vi er dog i et miljø, der inviterer til spekulation, og dette må forventes at føre til et miljø med større kursudsving. En høj prisfastsættelse kan dog ofte retfærdiggøres af de lave renter, hvis der følger en reel indtjeningsfremgang med. Der er bare få selskaber, der virkelig leverer fundamental fremgang på den lange bane.



Det er kun knap 1 pct. af selskaberne i S&P 500, der har leveret mere end 5 pct. i årlig indtjeningsvækst målt over rullende 10-års perioder.



Vi står ikke foran de brølende 20'ere – men de nye bæredygtige 20'ere.

Således er det ifølge Bernstein kun knap 1 pct. af selskaberne i det store amerikanske indeks S&P 500, der har leveret mere end 5 pct. i årlig indtjeningsvækst målt over rullende 10-års perioder. Altså kun 5 ud af 500! Der er så mange selskaber på børsene, som det faktisk ikke er værd at investere i. Det er de få, som virkelig gør en forskel. De historiske rentefald har givet en særlig medvind til verdens aktiemarkeder. Men der kommer nu en tid, hvor man skal være selektiv – hvor langsigtet og fundamental analyse skal tages særligt i brug for at kunne vælge den rette aktie og skabe gode risikostyret afkast. Vi står ikke foran de brølende 20'ere – men de nye bæredygtige 20'ere.

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 investeringsanalyser uafhængighed, og artiklen er ikke genstand for noget forbud mod at handle forud for udbredelsen af investeringsanalyse.

Mening 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