



1/2022

En aktieforvalters refleksioner over fremtiden

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

Forventninger til 2022

Når et kalenderår slutter, kalder det på refleksion. Men kalenderåret styrer ikke vores investeringsbeslutninger. Vi tænker ganske enkelt ikke i kalenderår, når vi investerer. Det giver os frihed væk fra kortsigtet tænkning. Det, tror vi, leder til bedre investeringsbeslutninger.

Vi ser vækst inden for særligt to områder: bevidstheden om bæredygtighed og den virtuelle verdensøkonomi. Vores investeringsporteføljer er positionerede til begge dele. I et tilbageblik på 2021 vil jeg i det følgende fremhæve et par signifikante begivenheder, der rækker frem i tiden.

To afgørende begivenheder i 2021

Vi tager ofte det åbenlyse for givet. Det globale finansielle system bygger på tillid og stærke politiske institutioner. Det var derfor



Aktiemarkedene kan håndtere lidt højere renter, så længe de ikke bremser væksten eller øger risikoen for en recession.

surrealistisk at være vidne til angrebet på Capitol Hill den 6. januar 2021. I dette øjeblik blev de politiske institutioners skrøbelighed ift. tillid og styrke afsløret. Handlingerne bliver nu behandlet ved domstolene, hvilket viser styrken af det amerikanske retssystem. Det vigtigste land i det globale finansielle system er fortsat USA. Ikke mindst pga. de adskillige stærke amerikanske virksomheder. Disse virksomheder er ofte innovationsledende og til inspiration for resten af verden. Ikke mindst for kinesiske virksomheder i it-sektoren. I løbet af de sidste 12-18 måneder har Kina og Xi Jinping gjort det tydeligere, at de vil forfølge en anden vej end USA. Kina vil bygge en ny kinesisk samfundsmodel "Common Prosperity" (fælles velstand), hvor aktionærer i visse situationer får andenprioritet ift. den brede middelklasse.

Dette så vi bl.a., da den kinesiske regering med aggressive tiltag i 2021 greb ind i forretningsmodellen for virksomheder i den kinesiske uddannelsessektor, hvorfor aktiekurserne raslede ned. Aktionærerne i disse virksomheder måtte således betale prisen for at tilgodese det stigende antal kinesiske familier i middelklassen, som er tynget af høje udgifter til bolig og uddannelse. Dette blev en anden skelsættende begivenhed.

300

**mio. mennesker i Kina træder ind i
middelklassen.**

Vi har for nylig skrevet en indsigt "Kinas relevans for den globale investor". Vores forventning er fortsat, at Kina vil blive en global supermagt med en forøgelse af middelklassen på mere end 300 mio. mennesker over de kommende 15 år. Dette som en del af Kinas målsætning "Vision 2049". Vækst er en central del af planen for skabelse af fælles velstand. Vi ser derfor fortsat store investeringsmuligheder i Kina, selvom det nu er mere vigtigt end nogensinde før at investere på linje med den kinesiske regering og dennes prioriteter. Derfor er en selektiv investeringstilgang i dagens politiserede verden

altafgørende for en succesfuld investeringsstrategi i Kina.

Forbigående inflationspres?

Et af de mest brugte ord i 2021 var "forbigående" brugt i sammenhæng med inflationstallene. Vi tror og håber i sagens natur, at den indgribende pandemi er forbigående – og at en stor del af forklaringen på de aktuelt høje inflationstal er forankret i de hurtige og voldsomme samfundsnedlukninger i kølvandet på pandemien. Så vil en forbigående pandemi føre til forbigående høj inflation?

//

**Før Covid-19-pandemien
var teknologi, en aldrende
befolkning og et bjerg af
statsgæld prisstabiliserende
kræfter. Disse faktorer er
her stadig.**

Vi er altid ydmyge, når det kommer til makro-forudsigelser. Vi ser en større træfsikkerhed, når det drejer sig om at forstå en virksomheds "fremtidige ret til at vinde" og dermed det langsigtede kurspotentiale. Men ift. inflationsspørgsmålet synes vi alligevel, det er værd at bemærke den megen tale om de voldsomme prisstigninger på tømmer og jernmalm – mens medierne kun har skrevet lidt om de seneste fald i disse priser. Vi ser en verden, hvor markederne fungerer – hvor højere priser fører til en udbudsreaktion, og en ny markedsbalance skabes. Verdensøkonomien har faktisk klaret den markante Covid-19-relaterede stigning i vareefterspørgslen ganske godt. Før Covid-19-pandemien var teknologi, en aldrende befolkning og et bjerg af statsgæld prisstabiliserende kræfter. Disse faktorer er her stadig. Særligt teknologiudviklingen er vigtig. Udbredelsen af prisrobotter og apptjenester, der sammenligner prisen på varer og services, holder konkurrencen høj. I den anden maskinalder, vi lever i, er information nøglen til højere effektivitet. Med nye værktøjer til intelligent dataanalyse bliver vi

mere produktive end nogensinde før. Det virker igen inflationsdæmpende.

På det seneste er lønningerne i USA steget hurtigere end i resten af verden. Under Covid-19-pandemien har vi set, at en del personer i USA er trådt ud af arbejdsstyrken. Det er for tidligt at konkludere, om dette er midlertidigt eller permanent, da Covid-19 igen spiller en afgørende rolle. Mange har været tilbageholdende med at tage udadvendte servicejobs af frygt for at blive smittet. Nogle fremhæver, at behovet for at passe børn hjemme, når børnehaver og skoler er lukket, har resulteret i et større fald af kvinder på arbejdsmarkedet. Dette burde alt andet lige være et midlertidigt fænomen. I mange områder i USA har det desuden være økonomisk fordelagtigt at gå hjemme og få støtte fremfor at arbejde. Disse tilskudsordninger er aftrappet, hvilket igen burde øge arbejdsudbuddet.

//

“Aktiviteter, der ikke kan fortsætte for evigt, må før eller siden stoppe” – men måske det giver bedre mening at sige: “Aktiviteter, der ikke kan fortsætte for evigt, kan vare meget længere, end du tror”

Den amerikanske centralbank strammer – hvad sker der?

Den stigende inflation er et irritationselement for den amerikanske centralbank (Fed). De har brug for at vise handlekraft og ansvarlighed for at bevare troværdigheden. Fed er den vigtigste centralbank i verden, og det at ændre tonen er en del af spillet. De skal kommunikere

det rigtige og så håbe, at markederne falder til ro. Det er tilbage til det grundlæggende tillidsbegreb, som det finansielle system bygger på. Derfor er det forventeligt, at Fed nu vil signalere stramminger. Det er vigtigt, at Fed blot bruger sine beføjelser til udlån, og ikke blander sig i udgiftspolitikken. Den genvalgte formand, Jerome Powell, har understreget, at Fed kun har beføjelser til udlån. Et aggressivt MMT-eksperiment (Modern Monetary Theory), hvor finans- og pengepolitikken blandes sammen, kan føre til tillidsproblemer og mere usikre inflationsudsigter. Der er et ordsprog, der lyder: “Aktiviteter, der ikke kan fortsætte for evigt, må før eller siden stoppe” – men måske det giver bedre mening at sige: “Aktiviteter, der ikke kan fortsætte for evigt, kan vare meget længere, end du tror”.

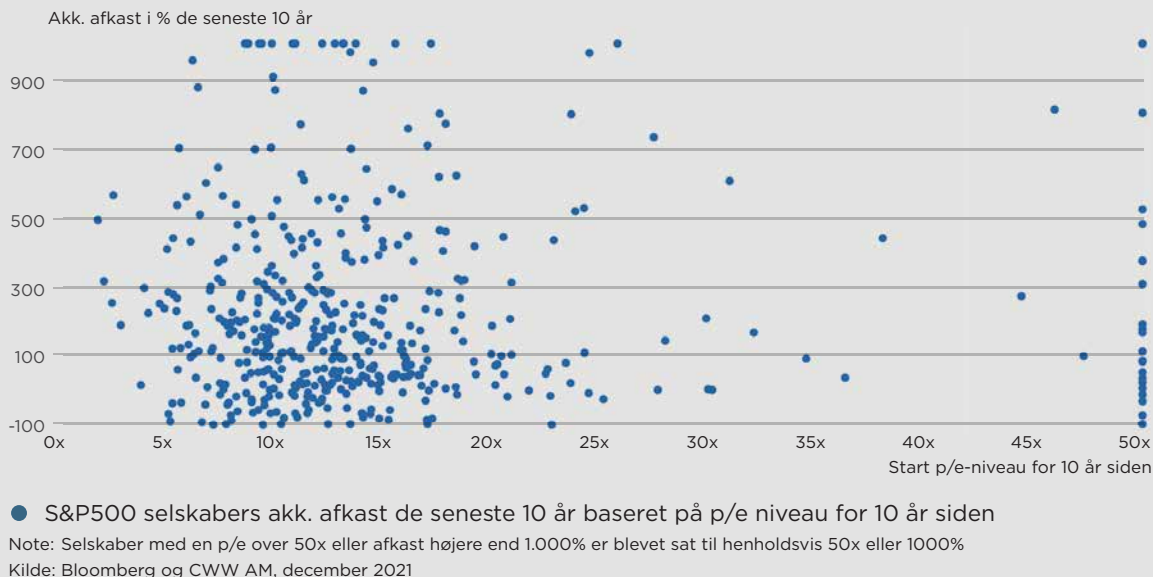
//

En paradoksals indsigt er, at det i dag er finansmarkederne, som driver økonomierne, ikke som historisk omvendt.

Finansmarkederne har modtaget massiv støtte i årevis. Der er skabt en ”superstruktur” på finansmarkederne med ekstremt høj statsgæld, og finansmarkeder, der er dybt afhængige af likviditetstilførsel og lave renter. Så hvem ønsker højere priser? Hvem vinder? Og kan centralbankerne stoppe obligationsopkøbene, uden at renten stiger? Det er de udfordringer, vi står over for i 2022. En paradoksals indsigt er, at det i dag er finansmarkederne, som driver økonomierne og ikke omvendt. Regeringer, obligationsejerne og finansmarkederne udsættes for større risiko med højere renter. Der er for meget på spil. Derfor er det



Figur 1: Ingen klar sammenhæng mellem p/e-niveau og fremtidigt afkast



svært at se et markant løft i renterne. Hertil kommer, at vi har et stort ansvar på tværs af generationer for at gennemføre udfasningen af fossile brændstoffer mod en renere energistruktur, så vi løser klimaudfordringen. Vi kan ikke tillade os andet af hensyn til de kommende generationer. Lave renter gør disse investeringer mulige. Det støtter også udsigten til lave realrenter i mange år fremover.

Porteføljeovervejelser

Vi ser ikke ind i et strukturelt inflationært miljø, men lad mig fremhæve, at det nu er mere vigtigt end tidligere at fokusere på forskellen mellem en midlertidig og en permanent evne til at kunne hæve priserne, uden at salget påvirkes (også kaldet "pricing power"). Vi leder efter virksomheder, der ikke bare historisk, men også fremadrettet besidder en konkurrencemæssig position, der gør virksomheden i stand til at hæve priserne. Vi ser f.eks. bedre muligheder for løbende prisstigninger inden for sikkerheds- og dørlåse end inden for tømmer og brugte biler. Vi er derfor meget opmærksomme på virksomhedernes pricing power i vores investeringsanalyser.

Udsigter for aktiemarkederne

Vi ser ind i et mere svingende 2022, i hvert fald indtil der kommer yderligere afklaring på inflationsudviklingen og Fed's fremtidige pengepolitik. Vi ser dog fortsat en lempelig pengepolitik, som vil sikre lave renter og formentligt også fortsat negative realrenter. Dette er vigtigt. Aktiemarkederne kan håndtere lidt højere renter, så længe de ikke bremser væksten eller øger risikoen for en recession. Indtjeningsvæksten er den vigtigste drivkraft for sunde aktiemarkeder. Indtjeningsvæksten var den vigtigste drivkraft i 2021 og kom fra et relativt lavt niveau i 2020. Vi ser fortsat vækst i virksomhedernes indtjening i 2022, og vi er derfor fortsat positive på udsigterne for aktiemarkederne – også for 2022.

Det værd at bemærke, at en kortsigtet fokus på værdiansættelsesmodeller som p/e-niveau er en dårlig indikator, når man leder efter gode langsigtede investeringer. Dette illustreres i figur 1, som viser relationen mellem p/e-niveauet på S&P 500-selskaberne for ti år siden og deres faktiske afkast ti år senere. Som det ses, er der ingen klar sammenhæng. Ift. langsigtede succesfulde aktieinvesteringer er det således langt vigtigere at forstå en virksomheds strategiske position



og dens ”langsigtede ret til at vinde” frem for et snævert fokus på værdiansættelsen (p/e-niveau).



Vi tror, at det er muligt at sammensætte en portefølje på 30 aktier, der samlet set har en indtjeningsvækst på mere end 10 pct. om året.

Vi tror, at det er muligt at sammensætte en portefølje på 30 aktier, der samlet set har en indtjeningsvækst på mere end 10 pct. om året. Dette i et miljø, hvor markedsvæksten er lavere. Det drejer sig om at finde og investere i virksomheder, der vokser sig større over tid – og dernæst tålmodigt deltage i denne rejse. Dette har været den vigtigste drivkraft for det merafkast, vi har skabt gennem mere end 30 år. Og i en verden med

lave eller negative realrenter er en vækstrate på 10 pct. ganske attraktivt.

ESG-refleksioner

Der er ingen i tvivl om, at ESG (miljø-, samfunds- og ledelsesmæssige forhold) vil få endnu større betydning de kommende år. Men det sker ikke automatisk. Det kræver både en stærk bevidsthed og en prioritering.



I takt med at folk bliver rigere og bedre uddannede, bekymrer vi os simpelthen mere om miljøet.

At investere i holdbare, grønne forretningsmodeller starter med en kollektiv forståelse og bevidsthed om

bæredygtighed samt et overskud til at bekymre sig om de kommende generationer. Udover en bekymring om simpel overlevelse skal vi først og fremmest have mad på bordet og tag over hovedet. Derfra øges forståelsen for bæredygtighed vha. viden, hvor viden bliver nøglen til at finde løsninger og forbedre samfundet. Men her er min pointe: du skal have råd og overskud til at tilegne dig viden og have overskud til at investere tid og penge i uddannelse. I takt med at befolkningen bliver mere velhavende og bedre uddannede, vil vi have overskud til at bekymre os mere om miljøet. Først da vil ESG-spørgsmål blive prioriteret bredt af alle lande. Først da kan vi for alvor løfte bevidsthedsniveauet. Vi skal finde innovative løsninger – og finde finansiering til disse vigtige investeringer. Velstandsfremgang er nøglen, så det, at Kina og Indien bliver rigere, er yderst positivt for planeten. Vi må alle have en dynamisk tankegang. At gå baglæns er ingen løsning! Hvis vi overfører dette til aktieniveau, engagerer vi os aktivt og direkte med virksomhederne i vores porteføljer. Vi arbejder her med flere initiativer – og på det seneste som en del af Climate Action 100+. Vi har en bredere tilgang end blot at analysere diverse klimainitiativer – f.eks. ved at være en del af UN Global Compact og ved ikke at investere i virksomheder, som ikke lever op til de ti principper i FN's Global Compact.

Vi har netop udgivet vores første TCFD-rapport – klimarelaterede oplysninger om vores finansielle investeringer. Gennemsigtighed øger bevidstheden og skaber viden til at kunne træffe bedre beslutninger og prioriteringer. Samarbejde på tværs i den finansielle sektor er påkrævet, og vi deltager aktivt.

Politikernes rolle er helt central. Vi har brug for intelligente reguleringsinitiativer, og vi har delt vores synspunkter i det nylige perspektiv ”CO2-neutral – er det overhovedet muligt?” – hvor vi bl.a. fremhæver vigtigheden af en global model til prissætning af udledningen af drivhusgasser. Igen – der er ingen vej tilbage.

Risikofaktorer?

Ift. risikofaktorer for aktiemarkedene og virksomhederne vil jeg fremhæve tre dimensioner:

- 1) Politiske beslutninger er vigtigere i dag end nogensinde før. Politiske fejltrin – især drevet af nulsumstænkning – er derfor nok den største samlede risikofaktor. Nulsumstænkning bygger på den grundlæggende statiske tankemodel, at gevinst kun kan skabes ved, at andre taber. Den negative side af nationalisme findes her. Konflikter og alvorlige handelskrige med manglende erkendelse af positiv sumtænkning er en risiko. Det er vigtigt i det mindste at have en vis grad af kommunikation på tværs af lande og forskellige politiske regimer. Her skaber klimaudfordringerne en fælles forbindelse – for her skal vi virkelig arbejde sammen. Nogle taler om anti-globalisering. Vi ser blot, at globaliseringen taget nye former. Responsen på Covid-19-udfordringen har været ret ensartet over hele verden, og selvom responsen kunne have været stærkere og mere inkluderende – har indsatsen med udviklingen af vacciner indtil videre været effektiv.
- 2) Der er vækst i den digitale verdensøkonomi. Det er her nuværende og fremtidige generationer vil bruge mere tid og flere penge – dette er disinflationært. Derfor er trusler mod vores digitale infrastruktur samtidigt en betydelig risiko for verdensøkonomien.
- 3) For finansmarkederne er højere renter en risiko. Men det er så vigtig en risikofaktor, at det netop derfor sandsynligvis ikke vil ske. Den fremtidige primære drivkraft for aktiemarkedene vil være indtjeningsvækst, da det er svært at se, at de to andre basale drivkræfter på aktiemarkedene – lavere renter og øget risikovillighed – kan løfte markederne fra disse niveauer. Et investeringsmiljø drevet af indtjeningsvækst kræver, at man som investor tænker mere selektivt.

Bæredygtig kapitalisme kræver langsigtet tænkning

Vi er ikke store tilhængere af tænkning i kalenderår; det kan faktisk være hæmmende for investeringssucces, men mennesket har en tendens til at tænke i kortsigtet overlevelse. Eller endnu værre – at styre sin tidshorisont som en harmonika – ind og ud, nogle gange kortere, nogle gange længere. Som aktiv, langsigtet investor tror

jeg personligt, at dette er en hyppig årsag til manglende investerings succes.



**Bæredygtighed og rigdom
skal gå, og vil gå hånd-i-
hånd – dette er konstruktiv,
positiv tænkning frem for
nulsumstænkning.**

Bæredygtig kapitalisme vil vokse sig større i en verden, der til stadighed bliver rigere. Bæredygtighed og velstand skal og vil gå hånd-i-hånd. Dette er positiv tænkning.



Læs vores Perspektiv

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. 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 afkast er ingen garanti for fremtidige afkast. Artiklen må ikke gengives eller videredistribueres helt eller delvist uden CWW AM's forudgående skriftlige samtykke. Prospekt, dokument med central investoringformation, 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