

PERSPEKTIV

BIG GOVERNMENTS FREMMARCH

– INVESTERINGSKONSEKVENSER

DEL 2.

Big Governments fremmarch – investeringskonsekvenser

Del 2.

Bo Knudsen, Adm. direktør og Porteføljeforvalter & Morten Springborg, Temaspecialist
C WorldWide Asset Management

“The nine most terrifying words in the English language are: I’m from the Government, and I’m here to help.”

– President Ronald Reagan, August 1986

“Regarding the activities that are the most a question of national sovereignty, it must be considered that the state should retake the capital of EDF (Electricite de France).”

– President Emmanuel Macron, Marts 2022

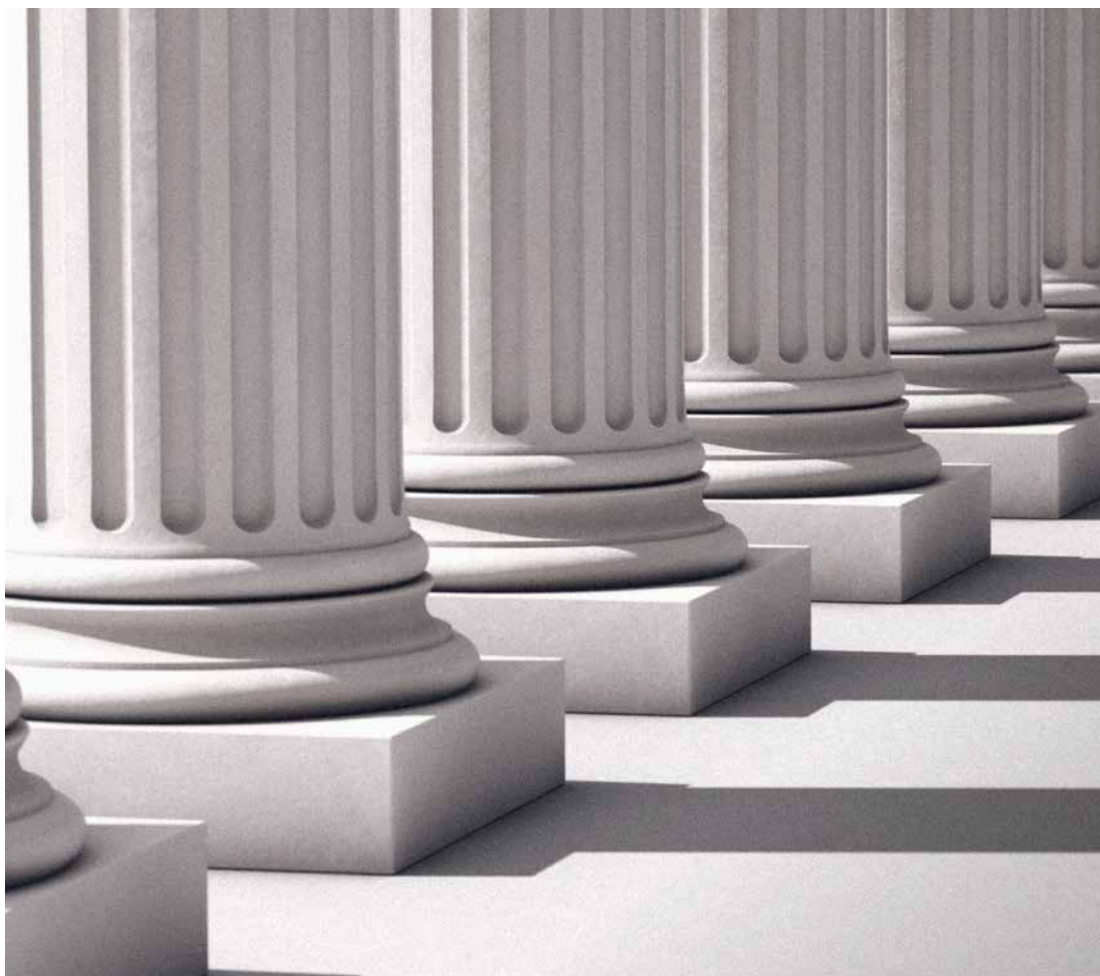
samfundet, hvilket varede det meste af det 20. århundrede – en tendens, der kulminerede i de kaotiske og inflationære 1970'ere – skiftede holdningen i 1980'erne. Opfattelsen var ifølge Reagan (og tidens tidsånd), at staten er så ineffektiv, at den ofte gør større skade end gavn. Statens udgifter, der egentlig skal fremme væksten, er i stedet ofte med til at mindske de private investeringer og innovationen. Staten er også med til at skabe større uforudsigelighed som følge af de konstant skiftende politikker – en uforudsigelighed, der de senere år sandsynligvis er blevet forstærket af de sociale mediers øgede rolle og nødvendigheden af konstant at skulle forholde sig til de skiftende politikker – en uforudsigelighed, der i de senere år sandsynligvis er blevet forstærket af de sociale mediers øgede rolle og nødvendigheden af konstant at skulle forholde sig til de skiftende stemninger på selvsamme medier.

Resumé

Ovenstående to citater kan betragtes som begyndelsen og enden for en kortere periode i den moderne historie, der strækker sig over en periode på 40 år – perioden med den frie markeds kapitalisme, der udsprang af de inflationære 1970'ere blot for til sidst at blive stoppet af COVID-19 og den russiske invasion af Ukraine.

Præsident Ronald Reagans berømte citat indrammer en unik og kortvarig periode i den moderne økonomiske historie. Efter mange årtier, hvor staten havde spillet en stadig større rolle i

Siden vi identificerede temaet “Big Government” i 2009, er det kun blevet mere relevant, men højdepunktet venter stadig forude. En vigtig pointe er, at Big Government gør det umuligt at normalisere pengepolitikken, og at dette sandsynligvis fører til en yderligere styring af obligationsrenterne de kommende år. Således vil landefaktoren – i modsætning til den tidligere globaliseringsperiode – igen være vigtig for kapitalallokeringen. Indien og USA er to lande, der skiller sig positivt ud i et generelt sværere investeringsmiljø. Big Government-temaet går på tværs af og påvirker mange af vores



“Big Government gør det umuligt at normalisere pengepolitikken, og at dette sandsynligvis fører til en yderligere styring af obligationsrenterne de kommende år.”

temaer. Når vi tænker på fremtiden og leder efter tematisk medvind, bliver det endnu vigtigere at forstå statens langsigtede prioriteter.

I Perspektiverne Big Governments fremmarch – investeringskonsekvenser del 1 og 2 undersøger vi, hvordan en stadig mere almægtig stat påvirker det globale investeringsmiljø i 2020'erne. I del 1 gennemgik vi de 5 faser i temaet “Big Government”, og hvordan de seneste geopolitiske begivenheder tager temaet til et nyt niveau. I denne del 2 gennemgår vi de vigtigste investeringsimplikationer.

Big Government – Konsekvenser

I det følgende gennemgår vi de væsentligste investeringsmæssige implikationer af temaet Big Government:

Makro: Såfremt centralbankerne får bekæmpet inflationen via en kraftig forhøjelse af realrenten, vil der ske en markant nedgang i efterspørgslen efter varer og tjenesteydelser. Dette sker som en direkte følge af de højere realrenter og de negative velstandseffekter som følge af et prisfald på aktiver. Og endelig vil det være sværere at opretholde en

“At hævde at være den dominerende supermagt, strider mod at være kritisk afhængig af forsyningskæder, der kontrolleres af ens modstander.”

ekspansiv finanspolitik med højere realrenter. Omkostningerne ved at bekæmpe inflationen i form af tabt velstand, aktivitet og arbejdspladser vil derfor være meget høje. Er dette acceptabelt? Det mener vi ikke, og i en tid med Big Government, hvor staten kontrollerer kapitalomkostningerne, vil en længerevarende normalisering af realrenten ikke blive tolereret. 2020'erne kræver styring af renterne og eventuelt kapitalkontrol, som det var tilfældet indtil begyndelsen af 1980'erne.

Land: Lande-faktoren har i de seneste årtier mistet betydning ved allokering af kapital. Dette er med en splittet verdensøkonomi og fremgangen af Big Government ved at ændre sig – fordi staten i sagens natur styrer et land.

Kina har den tungeste udgave af Big Government, hvor systemet altid har været vigtigere end den enkeltes rettigheder. Præsident Xi har på det seneste taget dette til nye højder med sine indgreb over for uddannelses-, teknologi- og ejendomssektorerne og ved at nedprioritere aktionærer i forhold til andre interessenter.

Det kinesiske kommunistpartis overordnede mål er at bevare magten ved at realisere “Et smukt Kina” med Vision 2049 gennem principperne “fælles velstand” og “dual circulation”-strategi, (dvs. udvikling af økonomien i to mere eller mindre uafhængige økonomiske systemer, et indenlandsk og et internationalt økonomisk system). Dette skaber medvind for virksomheder, der beskæftiger sig med vedvarende energi, kinesisk udviklet teknologi, automatisering og forsvar, mens virksomheder inden for bolig- og

uddannelsessektoren vil opleve modvind, fordi færre og færre aktiviteter får lov til at blive drevet af private virksomheder på kommercielle vilkår.

USA har en lang og stærk tradition for isolationisme – en praksis, der har ligget i dvale siden 2. verdenskrig, men som for nylig er genopstået. Der er i stigende grad en usædvanlig konsensus i amerikansk politik om, at den amerikanske økonomi har betalt en høj pris for globaliseringen i form af tabte arbejdspladser inden for produktion og stigende ulighed på nationalt plan. USA er i gang med at trække sig ud af Mellemøsten, da de efter succesen med udvinding af skifergas er blevet væsentligt mindre afhængige af importeret energi. Fokus er i stedet rettet mod den voksende konflikt med Kina, hvor det primære fokus nu er behovet for at udvikle egen økonomisk styrke ved at genopbygge lokal produktionskapacitet (herunder højt betalte produktionsjobs) ved over tid at flytte fremstillingsindustrier tilbage til Nordamerika. Dette er især tilfældet inden for teknologisektoren, hvor halvledere er blevet afgørende for alle økonomiske og militære aktiviteter. At hævde at være den dominerende supermagt, strider mod at være kritisk afhængig af forsyningskæder, der kontrolleres af ens modstander. Den amerikanske regering vil derfor i det kommende årti støtte opbygningen af avanceret halvlederkapacitet i USA for at reetablere selvforsyningen på dette vigtige område. Reetableringen af produktion i USA vil dog ikke være begrænset til avanceret teknologi, da USA og Canada er så heldige at have strukturelt lavere energiomkostninger end de fleste andre regioner i verden. Derfor vil mange energitunge industrier flytte til USA og eksportere til energi-

“Politikerne støtter generelt indenlandsk produktion frem for udenlandsk produktion, og i en verden med Big Government vil de amerikanske selskaber flytte kapitalinvesteringerne hjem.”

fattige regioner, først og fremmest Europa. Generelt set vil politikerne støtte indenlandsk produktion frem for udenlandsk produktion, og i en verden med Big Government vil de amerikanske selskaber flytte kapitalinvesteringerne hjem som følge af den stigende amerikanske nationalisme i lyset af den optrappende konflikt med Kina.

Indien ser ud til at være en langsigtet vinder. I en geopolitisk splittet verden, der i stigende grad vil være delt mellem Kina-venlige og vestlige nationer, står et stærkt, voksende og uafhængigt Indien som en neutral observatør, der sandsynligvis vil drage fordel af den voksende fjendtlighed mellem øst og vest. Indien har noget, som kun få store lande har, nemlig en positiv, demografisk udvikling. Landet har en positiv reformdagsorden, der har iværksat dybe strukturelle ændringer på tværs af hele subkontinentet. Finansiell inklusion og en hurtigt voksende boligsektor er stærke investeringstemaer for 2020'erne og understøttes af regeringens reforminitiativer.

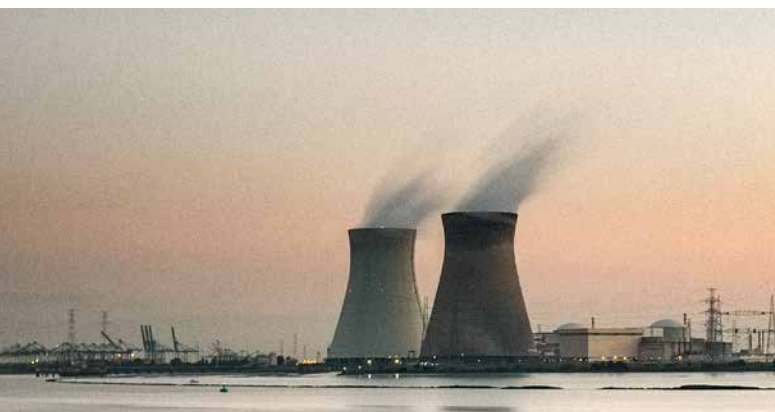
Den indiske økonomiske akilleshæl har historisk set været stor følsomhed over for energipriser og faldende dollarlikviditet, hvilket senest kom

til udtryk under de pengepolitiske stramninger i 2013 (hvor den daværende amerikanske centralbankchef Ben Bernanke udløste et kraftigt dyk på finansmarkederne, og i særdeleshed de finansielle markeder i udviklingsøkonomierne, herunder Indien). Indien står som en af de store vindere af Ukraine-krigen, idet indefrysningen af russiske reserveaktiver vil føre til en fragmentering af de globale reserveaktiver samt en accept af at betale for importeret energi i andre valutaer end dollar. Indien (samt Kina) vil betale for russisk olie i deres egen valuta, hvilket er et kæmpe privilegium og noget, som kun USA historisk set har kunnet. Dette vil mindske den indiske konjunkturfølsomhed og gøre økonomien mere modstandsdygtig over for udsving i råvarepriserne og dollarlikviditeten.

Vesteuropa er sandsynligvis det kontinent, der vil opleve mest modvind fra opsplitningen af det internationale, regelbaserede system, fordi EU har været så afhængig af at eksportere til hele verden i et stadigt mere globaliseret system. Globaliseringens skifte er et stort slag for Europa. Man kan næsten sige, at Europas "forretningsmodel" er ved at blive vendt på hovedet. Indtil i dag har Europa udliciteret

“Indien står som en af de store vindere af Ukraine-krigen, idet indefrysningen af russiske reserveaktiver vil føre til en fragmentering af de globale reserveaktiver samt en accept af at betale for importeret energi i andre valutaer end dollar.”





—
“Europa vil blive smedet sammen i kriser og vil være summen af de løsninger, der vedtages under disse kriser”.

energi behovet til Rusland og forsvaret til USA, og samtidig tilbudt borgerne en dyr velfærdsstat. Desuden har Europa, som produktionsbase for resten af verden, haft stor gavn af Kinas fremgang de seneste årtier. Den tid er ved at være ovre. Europa må frigøre sig af sin afhængighed af russisk energi og samtidig opruste for at kunne forsvare sig selv, eftersom USA vender sig væk fra Europa og retter fokus mod konflikten med Kina. Lyspunktet er et mere samlet Europa – både omkring et dybere forsvarssamarbejde og en dybere finanspolitisk integration; når ”barbarerne” står ved portene, har vi tendens til at stå sammen. Som Jean Monnet, en af EU’s grundlæggere, formulerede det: “Europa vil blive smedet sammen i kriser og vil være summen af de løsninger, der vedtages under disse kriser”.

Europa er nødt til at fremskynde energiomstillingen, men vedvarende energi vil ikke kunne kompensere meningsfyldt for den reducerede import fra Rusland. Import af gas fra venligtsindede lande vil være af afgørende betydning – og dyrt. Logikken – men endnu ikke EU-politikken – dikterer, at atomkraft i sidste ende vil blive en vigtig del af løsningen i Europa, men at den ikke vil kunne lukke hullet før tidligst

i midten af 2030’erne. Konklusionen må derfor være, at Europa står over for strukturelt højere energipriser i det kommende årti. Politikerne vil igen føle trang til at “gøre noget”, og dette “noget” vil sandsynligvis indebære endnu mere statslig indblanding i de europæiske energimarkeder, herunder nationalisering af energiselskaber, fordi tidsånden er, at markedet har fejlet, og at staten må gribe ind.

Europa oplever i dag den største trussel ved den østlige grænse med et fjendtligt og aggressivt Rusland. Rusland er imidlertid ikke den eneste “besværlige nabo”; den virkelige langsigtede udfordring for Europa er fortsat befolkningsekspllosionen i de fattige lande i Mellemøsten og Afrika – et problem der kun er blevet værre som følge af fødevarekrisen og krigen i Ukraine. Det politiske fokus i Europa har hidtil ikke været, hvordan Europa vil sikre økonomisk fremgang i de fattige lande i Mellemøsten og Afrika, så indvandringsstrømmene ikke overvælder Europas migrationskapacitet. Dette må være den største udfordring for Europa på længere sigt og noget, som synes næsten umuligt for politikerne at løse i betragtning af de sociale mediers fokus på aktualitet og de korte valgcykluser.

Hvordan påvirker Big Government vores tanker om trends og temaer?

Big Government er et ud af 42 temaer, vi har identificeret, der i det kommende årti vil ændre den globale udvikling. Men Big Government er mere end et enkeltstående tema, idet det går på tværs af og påvirker mange andre temaer. I takt med at Big Government udbredes, er det centralt at forstå, hvordan dette “supertema” interagerer med og påvirker andre identificerede tematiske ændringer.

Når vi tænker på fremtiden og leder efter tematisk medvind, og undgår tematisk modvind, bliver det stadig vigtigere at forstå de enkelte staters langsigtede prioriteter. Hvad er sandsynligheden for indgreb, og hvordan opnås et højt og bære-

“Big Government går hånd i hånd med nationalstatens fremvækst og stakeholder-kapitalisme over aktionærkapitalisme.”

dygtigt afkast i en verden, hvor staten fylder mere end tidligere?

Vi mener, at risikoen ved en enkel ”value”- eller sektorbaseret strategi er for høj, og man er nødt til at basere aktieudvælgelsen med en tematisk og landespecifik indgangsvinkel. Det er ganske enkelt sværere at finde høje, bæredygtige afkast med lav risiko i dagens verden.

Risikoen for indgreb, hvis et selskab opnår unormalt høje afkast i tider som disse, er stor – privatuddannelse i Kina, havvindmølleparker i Storbritannien og højere indkomstskat på energiselskaber er blot nylige eksempler. Tematisk tænkning er designet til at tage Big Governments dagsordener i betragtning.

Det produktive og digitale samfund

Trenden ”det produktive og digitale samfund” går hånd-i-hånd med dagsordenen for Big Government. ”Big Brother” vil vide, hvad du laver. Digitaliseringen af samfundet giver staten meget bedre muligheder for at overvåge økonomisk aktivitet, især i en fremtidig verden, hvor centralbankernes digitale valutaer er blevet rullet ud.

Der er sket en massiv stigning i antallet af ansatte, der arbejder hjemmefra som følge af Covid-19. Big Government støtter op om, at der bruges mere tid på at arbejde og nyde at være hjemme med oplevelser i et trygt ”metavers”. Dette bliver nemmere med den fortsatte vækst i de cloud-baserede tjenester og andre avancerede teknologier, og de store teknologiselskaber vil i stigende grad blive betragtet som vestlige fodsoldater i konflikten med Kina, der udruller teknologiske løsninger til gavn for den økonomiske fremgang i vesten. Avanceret produktion er et andet område, der

vil stige med Big Government-agendaerne, så som energieffektivitet, procesoptimering og selvforsyning af halvledere.

Sociodemografiske ændringer

Finansiel inklusion og almene boliger er store statsstøttede indsatser i mange vækstøkonomier, ikke mindst i Indonesien og Indien, hvor hele samfund og individuelle selskaber vil kunne se store muligheder, efterhånden som staten udruller den infrastruktur, der er nødvendig for at øge inklusionen. Lokalisering af produktion og stærke forsyningskæder har fået ny betydning efter Covid-19, krigen i Ukraine og de stigende spændinger mellem øst og vest vil føre til mindre effektive, men mere robuste, produktionssystemer. Big Government går hånd i hånd med nationalstatens fremvækst og stakeholder-kapitalisme over aktionærkapitalisme. Arbejdstageres andel af den samlede indkomst vil sandsynligvis stige i løbet af 2020’erne for at vende tidligere årtiers ulige vækst. Vi er opmærksomme på, at selskaber med en høj andel af lønninger i forhold til den samlede omsætning vil opleve modvind i 2020’erne.

Livsfornödenheder

De store forbrugsmærkevarer er som regel ejet af multinationale selskaber. I de kommende år bliver det afgørende for disse mærkevareejere at blive opfattet som lokale og ikke globale. Det betyder lokal udvikling og produktion, så merværdien går tilbage til det land, hvor produktet forbruges.

Digitaliseringen af betalinger har nået en høj penetration på mange markeder, men det vil fortsat give god defensiv vækst i resten af årtiet, efterhånden som overgangen fra kontanter til kort fuldendes på de fleste markeder. Denne transition

møder stor opbakning, da den reducerer den sorte økonomi, sænker transaktionsomkostningerne og øger den finansielle inklusion for de fattige.

Jagten på et bedre og længere liv

Fremtidens sundhedspleje og livsstilssygdomme er temaer, hvor billedet er mere mudret; teknologiske fremskridt giver lovning om hurtigere udvikling af nye produkter og et større samlet marked for lægemidler. Men lægemiddelproducenterne vil blive mødt med krav om lavere priser. De fleste samfund vil opleve en betydelig omkostningsinflation inden for sundhedsvæsenet på grund af det aldrende samfund samt stadigt dyrere medicin. Kun de tydeligt differentierede produkter, der tilbyder bedre behandling til en lavere pris, vil kunne opretholde høje priser. Man skal være meget selektiv og holde sig på den rigtige side af statens interesser.

Det cirkulære samfund og en effektiv udnyttelse af de knappe ressourcer som energi og vand vil være afgørende de kommende år og vil være centrum for statens opmærksomhed. Der vil blive investeret massivt i vedvarende energi, som ved første øjekast er et attraktivt, hurtigt voksende marked, men for de fleste virksomheder er det ikke muligt at opnå en stor fortjeneste grundet pres fra statens indblanding. For at kunne investere på dette område skal man sikre sig, at det specifikke område er uden for Big Government's radar.

Konklusion

I de kommende år vil det blive mere vigtigt end nogensinde at forholde sig til, hvordan selskabernes aktiviteter flugter med statens prioriteter. Dette har været tilfældet i mange år for investorer på det kinesiske aktiemarked, men efterhånden som vestlige stater bliver mere intervenserende, gør den samme vurdering sig gældende, når der investeres på vestlige markeder. Vi mener, at vores tematiske ramme for at analysere forandringer er godt rustet til at vurdere dette markante skifte i investeringslandskabet

gennem 2020'erne i takt med, at pendulets sving i forhold til statens indblanding i økonomier og markeder fuldendes.

Vores fokus vil fortsat være at finde og analysere strukturelt voksende markeder og identificere compounder-selskaber, der er eksponeret til disse markeder. Staten vil udvide sin rolle, men der vil stadig være gode muligheder for at identificere attraktive selskaber. Gennem koncentreret, tematisk-baseret aktieudvælgelse, ser vi, at de muligheder, der ligger foran os, er større end nogensinde.

Se mere på cww.dk.

“I de kommende år vil det blive mere vigtigt end nogensinde at forholde sig til, hvordan selskabernes aktiviteter flugter med statens prioriteter.”



Bo Knudsen, Adm. direktør og Porteføljeforvalter
& Morten Springborg, Temaspecialist
C WorldWide Asset Management

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.

Aktive Investeringer

Siden 1986 har vi i C WorldWide været dedikerede til at levere langsigtet værdi til vores kunder ved at analysere investeringsmuligheder gennem en global linse. I en stadig mere kompleks og forbunden verden er et globalt udsyn nøglen til holdbare investeringsbeslutninger.

Vores globale indsigter, kombineret med en langsigtet strategi og solid investeringserfaring, gør det muligt for os at udvælge de bedste aktier i verden. Dette har altid været vores grundlæggende ide.

For os er det ikke kun en ambition at skabe gode afkast – det er en passion. Vi har et af branchens mest stabile investeringsteams og en konsistent investeringsmetode, som over de seneste 30 år har skabt markante merafkast. Denne filosofi har vist sit værd på langt sigt, baseret på de tre ufravigelige værdier: Fokus, stabilitet og passion.

Vi vil skabe langsigtede resultater, der overgår markedet, uanset hvor mulighederne befinder sig. Dette er C WorldWides identitet.

Du kan finde flere publikationer på cww.dk

INVESTERINGSFORENINGEN C WORLDWIDE

Dampfærgevej 26 · 2100 København Ø

Tlf.: 35 46 35 00 · Fax: +45 35 46 36 00 · CVR 14 21 13 49 · cww.dk

Q4 2022