



10/2020

# Forventninger til aktiemarkedet

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

---

## Hvorfor er vækstaktier så attraktive?

Gennem de seneste par kvartaler har vi beskrevet de centrale drivkræfter på aktiemarkedene, hvor myndighedernes tiltag for at inddæmme Corona-pandemien har skabt økonomisk usikkerhed, mens de historiske finans- og pengepolitiske tiltag for at understøtte økonomier og kapitalmarkeder har skabt kraftig medvind. Hvis man alene har fokuseret på de restriktive indgreb, kan man have haft svært ved at forstå det markante comeback på aktiemarkedene. Men de finans- og pengepolitiske tiltag har domineret. Reelt signalerer centralbanker og regeringer, at de ikke vil tillade store fald på bolig- og aktiemarkedene, da de afledte konsekvenser er for store. Dette ændrer risikobalancen til fordel for aktier.

Udsigt til negative realrenter i lang tid fremover løfter investorernes villighed til at betale mere for en fremtidig indtjeningskrone. Derved stiger prisfastsættelsen af aktier. De aktuelle lave renter er ikke nødvendigvis – som ellers – et signal om lave vækstudsigter,



**Reelt signalerer centralbanker og regeringer, at de ikke vil tillade store fald på bolig- og aktiemarkedet, da de afledte konsekvenser er for store. Dette ændrer risikobalancen til fordel for aktier.**

da de er en konsekvens af centralbankernes bevidste handling. Vi ser desuden en økonomisk todeling, hvor nogle selskaber oplever god vækst, som fx sundhedssektoren og de digitale selskaber, mens andre selskaber åbenlyst er i tilbagegang. Alene i forhold til vækstdelen af økonomien er renten for lav, men renten fastsættes ikke efter dette segment. Herved er der strukturel medvind til vækstselskaberne i en rum tid fremover.



**Set i forhold til vækstdelen af økonomien er renten for lav, men renten fastsættes ikke efter dette segment. Herved er der strukturel medvind til vækstselskaberne i en rum tid fremover.**

### **Vækstudsigter understøttes af grønne investeringer og automatisering**

Efter normaliseringen af aktiemarkedene de seneste kvartaler er fokus nu i stigende grad på de langsigtede vækst- og inflationsudsigter. I takt med at vi lærer at leve med Covid-19 uden omfattende nedlukninger, er recessionsfrygten lagt bag os. 2021 bliver efter al sandsynlighed ”vaccinationsåret”, hvorfor aktiemarkedene i stigende grad vil blive drevet af realøkonomien og selskabernes indtjeningsudvikling.

Privatforbruget er den mest betydningsfulde faktor for væksten. Politikernes villighed til at føre ekspansiv finanspolitik sammen med centralbankernes hånd under bolig- og aktiemarkedene understøtter væksten i privatforbruget. Dernæst står vi foran en lang global, grøn investeringsperiode, hvor både Europa, USA (særligt, hvis Biden bliver præsident) og Kina vil investere massive summer i den nødvendige energitransformation.

Brint/hydrogen produceret med vedvarende energi ses i stigende grad som ”the missing link” i skiftet mod et fossilfrit energisystem. Brint kan bruges som brænd-



stof, men også som lagringsmedie. Brint kan ligeledes anvendes i industriprocesser inden for stål, cement, tung transport og raffinaderi og kan dermed dekarbonisere industriprocesser, hvor man ikke kan anvende grøn elektricitet. Hydrogen er i dag ikke konkurrencedygtigt med fossile energikilder, men det er vores forventning, at brint gradvist vil blive det. Dette er noget, som EU aktivt vil understøtte, som beskrevet i materialet ”Hydrogen Plan”.

Brint vil derfor være afgørende for realiseringen af klimamålsætningerne. Organisationer som ”The Hydrogen Council” og Bloomberg New Energy Finance (BNEF) forventer, at brint vil stå for 20-25 pct. af verdens energiforbrug i 2050. Vores nuværende kapacitet fra sol og vind skal tidobles frem mod 2050 for at realisere disse visioner – noget som analysehuset UBS forventer vil kræve yderligere investeringer i sol og vind samt netværk på USD 250 mia. årligt frem til 2050. Denne investeringsbølge vil understøtte en langvarig væksts-cyklus og skabe fundamentet for en mere holdbar og – i sidste ende – mere produktivitetsdrevet vækst.

Oven i dette ser vi, at selskaberne vil øge kapitalinvesteringerne for at udbygge deres værdikæder og organisere forsyningskæderne mere lokalt og tættere på forbrugerne. Dette sker som en konsekvens af handelskrigen mellem USA og Kina, som sammen med Covid-19 har blotlagt sårbarheden af de nuværende enstrengede forsyningskæder. Hjemtagningen af produktionen til Vesten vil bl.a. medføre en stor efterspørgsel efter automatiseringsteknologier og digitalisering af produktionen, som vi tidligere har beskrevet i artiklen [Fragmentering af forsyningskæder øger brug af robotter](#).

### Fortsat udsigt til mild inflation

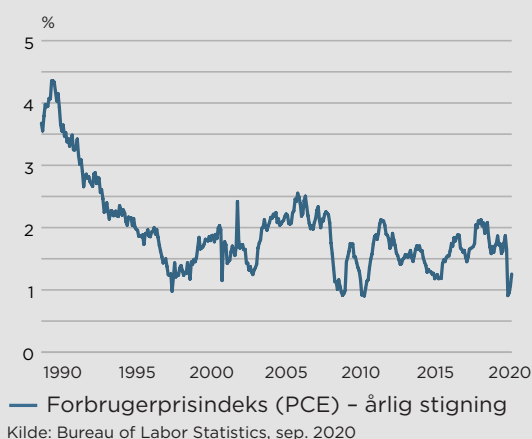
Centralbankerne har i dag forskellige pengepolitiske værktøjer til rådighed. En af mulighederne er ”helikopter-vejen”, hvor nye penge trykkes og derefter uddeles til forbrugerne. En anden vej er at udstede lånegarantier til bankerne for derigennem at fremme udlån, mens en tredje vej er, at centralbankerne opkøber obligationer og andre aktiver via kapitalmarkederne. De to første muligheder indebærer de største inflationsrisici og er dermed mindst attraktive set for en aktie-

investor. Centralbankerne gør i dag primært brug af den tredje mulighed. Transmissionsmekanismen via kapitalmarkederne har vist sig mindre inflationær og med en direkte positiv indvirkning på aktiver som aktier og obligationer.

Som vi har beskrevet i tidligere artikler, viser historiske erfaringer, at pandemier efterlader markante deflationære aftryk. Dette er primært forankret i ledig produktionskapacitet forårsaget af pandemien samt en mere forsigtig forbrugeradfærd. Kombineret med de inflationsdæmpende effekter af den digitale transformation er risikoen for eskalerende inflation forårsaget af de ekspansive finans- og pengepolitiske tiltag begrænset for de kommende år.

Som det ses af figur 1 nedenfor, som viser inflationsudviklingen i USA, har inflationen siden starten af 1990’erne ikke været over 2,5 pct. Dette illustrerer effekten af dagens strukturelle deflationære kræfter og forklarer samtidigt, hvorfor markedets inflationsforventninger i USA fortsat holder sig lave på omkring 1,6 pct. årligt over de næste ti år.

**Figur 1:**  
Inflationsudviklingen i USA



Omvendt er det nu en langsigtet politisk målsætning at få løftet inflationen. Årsagen er, at dette er den eneste samfundsmæssige acceptable måde at håndtere de høje gælds niveauer på. Dette er også baggrunden for den

amerikanske centralbanks nylige ændrede inflationsstyring, hvor inflationsmålet på 2 pct. vil blive anskuet ud fra en gennemsnitsbetragtning – og ikke



**Den amerikanske centralbank vil tillade en lidt højere inflation, før pengepolitikken strammes. De lave renter vil således fortsætte i længere tid. Dette er drejebogen til positive aktiemarkeder.**

som tidligere – som et absolut mål. Hermed vil centralbanken tillade en lidt højere inflation, før pengepolitikken strammes. De lave renter vil således fortsætte i længere tid. Dette er drejebogen til positive aktiemarkeder. Lave renter understøtter værdiansættelsen, og de selskaber, som har ”pricing power”, altså evnen til at hæve priserne, vil opleve indtjeningsinflation. Aktier har dermed evnen til at være en forsikring mod let stigende inflation. Dette i modsætning til obligationer, hvor ejerne vil opleve en erodering af den nominelle værdi.



**Vi står foran en global grøn investeringsperiode, hvor både Europa, USA og Kina vil investere massive summer i den nødvendige energitransformation.**

### **Vækst eller value?**

Debatten om vækst- eller valueaktier har været udbredt i takt med, at afkastdivergensen mellem de to aktivklasser forøges. Kursforskellene er i år større end tidligere, hvor flere af de digitale selskaber er steget mere end 30 pct, mens der blandt taberne såsom banker, energiselskaber og transportindustrien har været fald på over

30 pct. Denne polarisering er en konsekvens af en acceleration i de underliggende trends, hvor Covid-19 fremmer digitaliseringstrenden, mens udsigten til fortsatte lave renter og en flad rentekurve fx forværrer udsigterne for bankerne.

Som en fundamental investor er det vores grundholdning, at aktier prisfastsættes ud fra selskaberne evne til at skabe indtjening og ledelsens evne til at allokere kapital. Begrebet valueaktie handler i bund og grund om, hvorvidt en aktie er lavere prisfastsat end ens egne forventninger til selskabet. Ofte er valueaktier dog forbundet med selskaber med lave vækstudsigter og en lav forrentning af egenkapitalen. Vi har en præference for selskaber, som har en holdbar og forudsigelig vækst og samtidigt skaber en høj forrentning af deres kapital.



**I et miljø med let stigende inflation er det centralt at investere i selskaber, der kan hæve priserne. Dette er typisk de markedsledende selskaber med differentierede produkter.**

Mange af de stabilt voksende selskaber kan i dag – i vores optik – betegnes som valueaktier. Et eksempel er fødevarer-selskabet Nestlé – et selskab med gode vækstudsigter og en høj egenkapitalforretning. Hvis vi antager, at selskabets indtjening kan vokse ca. 5 pct. årligt de næste fem år, og at selskabet vil udbetale et årligt udbytte på ca. 2,5 pct., giver dette forventninger om et årligt afkast til aktionærerne på 7-8 pct. målt i schweiziske franc. Til sammenligning må en investor i schweiziske statsobligationer acceptere et negativt afkast på ca. 0,5 pct.

### **Kortsigtet støj versus værdien af holdbar vækst**

Det kommende amerikanske præsidentvalg kommer uden tvivl til at præge overskrifterne i fjerde kvartal og kan skabe kortsigtet støj på aktiemarkederne. Når vi analyserer den historiske udvikling, viser det sig dog, at

den politiske farve på den siddende præsident sjældent har varig indflydelse på aktiemarkederne eller de enkelte sektors udvikling.

Vi bruger derfor i højere grad tiden på at forstå de langsigtede udviklingstendenser. Meget tyder på, at vi kan se frem mod en ny positiv investeringsdrevet vækstperiode. Centralbankernes metodevalg gennem opkøb er positivt for aktier. Inflationen vil på sigt kunne stige en smule, da dette er et politisk ønske. I et miljø med let stigende inflation er det centralt at investere i selskaber, der kan

hæve priserne. Dette er typisk de markedsledende selskaber med differentierede produkter. Med lave renter vil selskaber, der kan leve op til vækstforventningerne, blive efterspurgt. Kunsten er at finde disse selskaber. Compounding (dvs. rentes rene-effekten) er død i store dele af kapitalmarkederne. Derfor er Compounding gennem vækstselskaber, der kan levere varen, mere værdifuld end nogensinde.

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.

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.

Alle tal er baseret på historiske afkast. Historiske afkast er ingen garanti for fremtidige afkast, ligesom afkastet kan øges eller mindskes på grund af udsving i valutakurserne.

## INVESTERINGSFORENINGEN C WORLDWIDE

Dampfærgevej 26 · 2100 København Ø

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