

Q2 2025

Teknologi, politik og udsigter for aktiemarkedet

Selvom vi tidligere har peget på fremkomsten af en multipolær verdensorden med flere geopolitiske magtcentre, synes markedet i øjeblikket drevet af en unipolær virkelighed, hvor USA og præsident Trump dominerer den globale dagsorden. Dette har skabt et komplekst kortsigtet investeringsmiljø.

Efter Anden Verdenskrig spillede USA en ledende rolle i opbygningen og styringen af den regelbaserede internationale orden. Men i dag signalerer USA et skifte, hvor magt og nationale interesser sættes foran regelsæt. Hvad er de langsigtede konsekvenser af denne udvikling og risikerer den at underminere det amerikanske lederskab og den amerikanske økonomi? I givet fald – hvilken betydning får dette for den globale økonomi og aktiemarkedet?

En magtbaseret lederskabsmodel er forankret i militær magt, og USA folder nu delvist sin historiske globale sikkerhedsparaply sammen. Dette har store konsekvenser, og har tvunget Europa til at løse de tidligere stramme finanspolitiske

tøjler og investere betydeligt mere i eget forsvar. Fremtidens krigsførelse vil være teknologidrevet, hvor droner er billige, mens avancerede forsvarssystemer er dyre.

Vil AI FOMO skabe en investeringsboble?

Teknologi og AI er således epicentret på en global slagmark, hvor teknologigiganter, egoer og nationer deltager i et investeringskapløb i jagten på herredømmet. Der er en frygt for at gå glip af noget nyt og vigtigt (Fear Of Missing Out), og aktørerne har dybe lommer. Denne cocktail indeholder opskriften på en potentiell investeringsboble, hvor investeringsafkastet i sidste ende kan risikere at skuffe.

“

Teknologi og AI er epicentret på en global slagmark og aktørerne har dybe lommer.



Bo Knudsen
Direktør og porteføljeforvalter
C WorldWide Asset Management



I et historisk perspektiv har der i løbet af de sidste 100 år har der været fire store investeringsbølger, der kunne sammenlignes med den nuværende AI-investeringsbølge. I 1920'ernes USA var der elektrificeringsbølgen, i 1950'erne og 60'erne den store motorvejsudbygning i USA, og omkring år 2000 med internetboommet skete der en markant udbygning af fiberoptiske telenetværk. Fra 2010 og frem kom der en fjerde bølge med massive investeringer i cloud-infrastruktur.

Disse investeringsbølger varede i en årrække og udgjorde omkring 0,5 pct. til 1 pct. af BNP årligt¹ – med respekt for en vis datausikkerhed. De nuværende AI-investeringer i USA er på omkring 300 milliarder USD årligt, hvilket kan sammenholdes med den amerikanske økonomi, som er på næsten 30 billioner USD, dvs. et investeringsomfang på ca. 1 pct.². Det amerikanske semiconductorselskab Marvell forudsage for nyligt, at AI-investeringerne ville nå et årligt niveau på USD 1.000 mia. svarende til godt 3 pct. af BNP.

Selvom man altid skal være forsigtig med at drage konklusioner ud fra historiske paralleller, har vi allerede i år set nogle interessante udviklinger.

F.eks. "Deep Seek"-øjeblikket drevet af prisbillige innovationer fra Kina, og for nylig fremhævede en kritisk artikel fra Apple, at AI-teknologien og de nuværende store sprogmodeller har deres begrænsninger, og at de ikke vil være i stand til at skabe superintelligens. Der er derfor en risiko for, at begejstringen tager overhånd.

Særligt det amerikanske indeks S&P500, men også verdensindekset er i høj grad drevet af AI-selskaberne. Blandt disse selskaber leverer infrastrukturleverandørerne som f.eks. Nvidia, TSMC og Broadcom udstyr til infrastrukturejere og -operatører, som typisk er cloud-udbydere som Amazon og Microsoft.

Anlægsinvesteringer er i sagens natur cykliske, især når der er tale om nye projekter i modsætning til f.eks. vedligeholdelsesinvesteringer. En positiv faktor i denne investeringsbølge er, at den ikke er gældsfinansieret, idet selskaberne, der investerer, har store likviditetsstrømme fra solide eksisterende forretninger. Men som altid skal en investering i sidste ende levere et attraktivt afkast. Så det store spørgsmål er, hvordan man tjener penge på AI? Hvem skal eller vil betale for fordelene?

“

AI vil utvivlsomt skabe produktivitetsgevinster, men der er fortsat ubesvarede spørgsmål omkring fremtidens forretningsmodeller inden for AI.

¹ "Are we in an AI Capex Bubble" af Ian Graham, maj 2025

² Google, US GDP, Juni 2025

AI vil utvivlsomt skabe produktivitetsgevinster, men der er fortsat ubesvarede spørgsmål omkring fremtidens forretningsmodeller inden for AI.

Historien viser, at infrastrukturleverandørerne kan have en overnormal indtjening i et stykke tid, men at konkurrencen før eller siden vil presse indtjeningen. Nvidia nyder i øjeblikket godt af disse fordele. Deres salg til datacentre var i 2020 3 milliarder USD. En omsætning, der af UBS³ forventes at nå hele 257 milliarder USD i 2027. Dette svarer til mere end 0,7 pct. af det amerikanske BNP – meget højere end hvad Cisco Systems, der svarede til dagens Nvidia i telekom-boomet i 1990'erne, opnåede.

Med vores langsigtede og fokuserede strategi med kun 30 aktier foretrækker vi at investere i ejerne af AI-infrastrukturen frem for leverandørerne, dog med eksponering til det bredere eksponerede selskab TSMC. De virksomheder, der bygger og ejer infrastrukturen, har mulighed for mere langsigtet vækst og samtidig opbygge tætte og langvarige kunderelationer.

“

Med vores langsigtede og fokuserede strategi med kun 30 aktier foretrækker vi at investere i ejerne af AI-infrastrukturen frem for leverandørerne.

Bredere udfaldsrum for den økonomiske udvikling

Politik, teknologi og økonomi er tæt forbundet, især hvis en amerikansk recession udfolder sig. En amerikansk recession vil formentlig dæmpe AI-investeringerne, da kundernes forretning uundgåeligt vil blive påvirket og dermed dæmpe investeringslysten.

Der er modsatrettede tendenser, når vi analyserer de økonomiske udsigter. Den aktuelle politiske usikkerhed samt konsekvenserne af Trumps handelspolitik og toldsatser kan ikke undgå at

påvirke tilliden blandt virksomheder, såvel som forbrugere og dermed dæmpe investeringslysten. Derudover trækker den stigende amerikanske statsgæld og de højere rentebetalinger også i retning af en mulig recession. Omvendt fortsætter de offentlige udgifter på et højt niveau, stort set i et tempo som under Biden-administrationen. Udfordringerne for Elon Musk og Dodge-programmet har vist, at det er vanskeligt at skære i de offentlige udgifter, og med udsigten til store skattelettelser, en faldende amerikansk dollar og mulige nye rentesænkninger fra den amerikanske centralbank er der også faktorer, som trækker i retning af fortsat økonomisk vækst.

I det nuværende politisk ustabile miljø er begge scenarier sandsynlige, hvorfor det forventede udfaldsrum for den amerikanske økonomi og aktiemarkederne er bredere end normalt.

En modvind for investorer i amerikanske aktier er den faldende dollar, og med finanspolitiske lemper og en generelt lavere værdiansættelse af



europæiske aktier, og en svagere dollar, der giver medvind til aktier i Asien og Emerging Markets, ser vi mere positivt på aktiemarkedene uden for USA.

“Gyldne investeringsregler” i opbrud

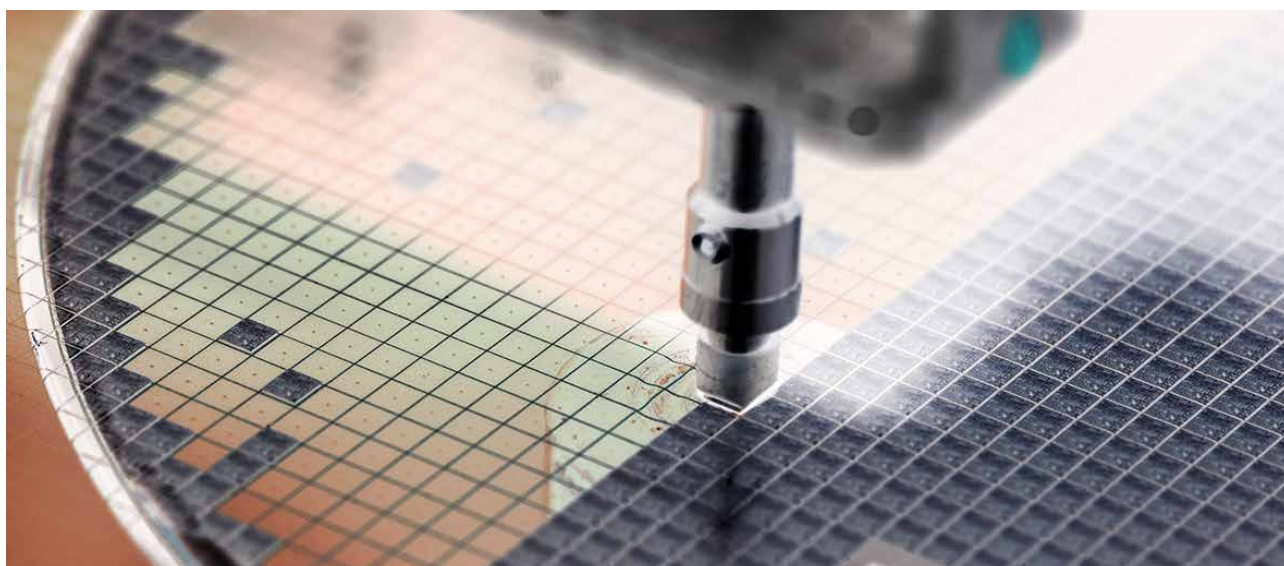
Når vi forsøger at forudsige fremtiden, baserer vi vores analyser på bl.a. økonomisk teori, historiske forgangstilfælde og historiske korrelationer. Indimellem tænker man, at “tingene er anderledes denne gang”, men disse er farlige ord i investeringsverdenen. Dog sker der forandringer over tid, og lige nu ser vi nogle af de historiske “gyldne investeringsregler” falde fra hinanden.

En af de “store” klassikere, som har været gældende i C WorldWides snart 40-årige historie, er, at en omvendt rentekurve (korte renter, der er højere end de lange renter) i USA før eller siden efterfølges af en recession i den amerikanske økonomi. Dette skete bare ikke denne gang efter de kraftige rentestigninger i 2022 og frem – hvilket er særligt overraskende i lyset af den gældstunge globale og amerikansk økonomi, hvilket – alt andet lige – burde øge økonomiens rentefølsomhed.

USA har en stor indenlandsk økonomi, og en anden “gylden huskeregel” er den enorme betydning

af værdien af boliger og fast ejendom for forbrugerne og virksomhederne. Ligesom en modstandsdygtig bokser, der tager det ene slag efter det andet, står den amerikanske økonomi fortsat oprejst trods svag aktivitet på boligmarkedet og store udfordringer i erhvervsejendomssektoren. Og selv nedlukningerne ifm. Covid-19 førte kun til et midlertidigt tilbageslag. Lige nu skaber den amerikanske administration stor usikkerhed med en radikal og forandringsdrevet dagsorden, men til trods sætter de amerikanske indeks i skrivende stund nye kursrekorder.

Så er amerikanske recessioner nu kun for historiebøgerne? Vil den “teflonbelagte” amerikanske økonomi også klare sig gennem toldsatter, aggressive politiske initiativer, et historisk højt geopolitisk spændingsniveau og en statsgældskrise truet af høje renter? Og hvis økonomien skulle falde i recession – ville den tætte relation mellem recession og kraftige fald på aktiemarkedet så også vakle? Disse seneste udviklinger fordrer bestemt en høj grad af ydmyghed, hvis man skal forudsige en nedtur for økonomien og aktiemarkedene. Vi synes, det er en interessant refleksion, hvorfor systemet klarer sig så godt, og hvorfor der tilsyneladende er intet, der går i stykker? Og er det klassiske spørgsmål “om recession eller ej” så det rigtige spørgsmål at fokusere på som investor?



De rullende recessioner

Det er sandt, at den samlede globale økonomi klarer sig godt, ikke mindst støttet af de massive AI-investeringer og fortsat høje offentlige udgifter. Men nedenunder sker der faktisk en masse mindre "lokale recessioner", der løbende har ramt udvalgte sektorer og aktiegrupper hårdt. To eksempler i USA er krisen i erhvervsejendomme og et svagt forbrug blandt husholdninger med lav indkomst.

Det er derfor ikke tilstrækkeligt blot at se på den overordnede makroøkonomiske udvikling. Det er vigtigt at analysere og forstå udviklingen og de tematiske vinde, der driver virksomhedernes specifikke afsætningsmarkeder for at kunne skelne cykliske variationer fra underliggende strukturelle ændringer.

Forudsigelig vækst, frem for høj vækst alene

Vi forstår bestemt den stigende popularitet af passive investeringer (indeksinvestering). Vores langsigtede investeringstilgang har haft modvind i et stykke tid, bl.a. som følge af en undervægt i USA og teknologisektoren, som har drevet det globale indeks som aldrig før. Men denne udvikling betyder nu, at indeksinvestorer påtager sig en betydelig koncentrationsrisiko.

Vi lægger vægt på forudsigeligheden af en virksomheds vækstudsigter frem for alene at søge virksomheder med de højest forventede vækstrater. Virksomheder med en stabil og forudsigelig vækst har dog ikke ført an på aktiemarkederne de sidste par år, hvor investorernes tidshorisont er faldet markant. Den mere kortsigtede tilgang skyldtes i første omgang de stigende realrenter oven

på den stigende inflation, der startede i 2022. I indeværende år har den stigende politiske usikkerhed og uforudsigelighed forstærket investorernes kortsigtede tilgang og forværret tendensen, hvor langsigtet vækst bliver devalueret.

Historien viser dog, at strategien med fokus på forudsigelig vækst vinder i takt med, at investorernes fokus vender tilbage mod selskabernes fundamentale udvikling. I vores globale strategi har porteføljevirkomhederne rent faktisk leveret solid indtjeningsvækst de seneste 5 år, hvor indtjeningen pr. aktie i gennemsnit er steget ca. 13 pct. om året⁴. Dette er markant bedre markedsudviklingen, hvor indtjeningen for alle virksomheder i MSCI's verdensindeks er steget med ca. 5,5 pct.⁵ Indtjeningen i porteføljevirkomhederne er desuden steget mere end markedet i de seneste 4 ud af 5 kalenderår. Dette illustrerer, at markedet har devalueret værdiansættelsen af vores kvalitetsvirksomheder med en mere stabil og forudsigelig indtjeningsudvikling, samt at det fremadrettede potentiale er intakt. Vores analyser viser, at mange af virksomhederne nu har en attraktiv prisfastsættelse sammenlignet med historikken.

Vi lægger altid vægt på det langsigtede. Vores strategi er at finde de virksomheder, som er bedst positionerede til at blive dominerende på et langsigtet, attraktivt marked og således sammensætte en portefølje af nogle af de bedste kvalitetsvirksomheder i verden. Det er i princippet aktier, man kan eje de næste ti år uden større bekymring. Risikomæssigt er den vigtigste faktor i den tematiske analyse at forstå, når der sker fundamentale forandringer, og hvordan dette påvirker omsætningsmulighederne for vores porteføljevirkomheder.

“

Strategien med fokus på forudsigelig vækst vinder i takt med, at investorernes fokus vender tilbage mod selskabernes fundamentale udvikling.

⁴ FactSet og egne beregninger. Beregningerne er baseret på beholdninger primo hvert kalenderår, hvor vi måler virksomhedernes indtjeningsvækst i det pågældende kalenderår. Metoden ser bort fra porteføljeændringer i løbet af året, men denne faktor burde ikke ændre resultaterne væsentligt.

⁵ MSCI, Juni 2025

**C WorldWide Asset
Management
Fondsmæglerselskab
A/S**

Dampfærgevej 26
2100 København

Tel.: +45 35 46 35 00
Web: cww.dk
Mail: cww@cww.dk

Dette er markedsføringsmateriale. Denne publikation er udarbejdet af C WorldWide Asset Management Fondsmæglerselskab A/S (CWW AM). CWW AM er et dansk registreret selskab med adresse på Dampfærgevej 26, 2100 København, Danmark, med CVR-nummer 78420510. CWW AM er porteføljeforvalter for Investeringsforeningen C WorldWide. Publikationen 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. De tilkendegivne holdninger er alene gældende på datoen for publikationen. Publikationen er udarbejdet på baggrund af kilder, som CWW AM anser for at være pålidelige. Alle rimelige forholdsregler er taget for at sikre informationens korrekthed og nøjagtighed. Dog garanteres korrekthed og nøjagtighed ikke, og CWW AM påtager sig intet ansvar for eventuelle fejl eller udeladelser. Alle tal er baseret på historiske afkast. Historiske afkast er ingen indikation for fremtidigt afkast. Afkast kan stige eller falde som følge af udsving i valutakurserne. Publikationen må ikke reproducere eller distribueres, hverken helt eller delvist, uden forudgående skriftlig tilladelse fra CWW AM. Der henvises til prospektet for Investeringsforeningen C WorldWide og dokumentet med central information, inden der træffes en endelig investeringsbeslutning. Dokumenterne kan, sammen med et sammendrag af investorerrettigheder, findes på cww.dk.