

AI til undsætning

På overfladen ser det ud til, at investorer verden over har ignoreret den udtalte recessionsrisiko med et positivt markedsafkast i 1. halvår på 11,6 pct. (MSCI verdensindeks i DKK).

Men graves der lidt dybere, kan det konstateres, at det gamle amerikanske industriindeks Dow Jones steg 4 pct. (USD), mens det teknologitunge indeks Nasdaq Composite steg 32 pct. (USD).

Denne markante forskel er drevet af lanceringen af ChatGPT i slutningen af 2022. Denne teknologi, der af mange sammenlignes med lanceringen af iPhone i 2007 har sat gang i spekulationer samt håb om fornyet vækst i en teknologisektor, der ellers oplevede et peak i Covid-perioden. Investorerne har særligt belønnet teknologigiganter som Apple, Microsoft, Nvidia, Google, Amazon og Facebook samt bilproducenten Tesla, der alle er steget mere end 35 pct (USD). Denne ekstremt snævre markedsudvikling illustreres ved, at ti ledende aktier i S&P500 har stået for 90 pct. af markedsafkastet her i 2023 (kilde: Bernstein Research, opgjort 12. juni 2023).

“Vores analyse har været, at aktie-markedet er ved at være gennem det værste. Optimismen ser da også ud til at have vundet for nu med AI’s store løfter.”



Bo Knudsen

Adm. direktør og porteføljeformidler
C WorldWide Asset Management



Som vi tidligere har beskrevet, er markedet i en helingsproces efter sårene fra den eksplosive stigning i inflationen efter Covid og centralbankernes kraftfulde og historiske respons. Kursfaldet i 2022 fik prisfastsættelsen på aktiemarkedet til at falde kraftigt, mens den samlede indtjening i virksomhederne fortsatte med at stige. Vores analyse de seneste par kvartaler har været, at aktiemarkedet er ved at være gennem det værste, da toppen på renteforhøjelserne synes i sigte.

Optimismen ser da også ud til at have vundet for nu, og AI's (kunstig intelligens) store løfter har drevet prisfastsættelsen op igen. Anvendelsen af AI vil give mulighed for store produktivetsgevinster på tværs af mange industrier, hvor analysehuset Goldman Sachs vurderer, at 300 millioner administrative jobs på tværs af landegrænserne kan automatiseres. Dagens dominerende teknologiselskaber er i en attraktiv position, idet de både har god adgang til værdifulde data og samtidig besidder de enorme ressourcer, der skal til for at frembringe de bedste AI-løsninger, der siden kan sælges som en integreret del af produkter, der i forvejen er kendt og brugt blandt virksomheder og private forbrugere. Vi ser dog også gode muligheder for de traditionelle industriselskaber, der kan bygge kunstig intelligens ind i produkter og forbedre industriprocesser. Mulighederne rækker dermed også ind i at fremme en mere intelligent og digital

“Vi ser god grund til begejstring men også en vis realisme i forhold til, at AI kan løse alle globale udfordringer.”

infrastruktur i rejsen mod en mere bæredygtig energiinfrastruktur. Ligeledes er der brug for digitale løsninger i en verden, hvor de globale forsyningskæder er i oprud.

Som ved ethvert teknologisk gennembrud er der en begejstringsfase, og det er der, vi er lige nu. Vi ser god grund til begejstring men også en vis realisme i forhold til at forvente, at AI kan løse alle globale udfordringer. Vi følger denne udvikling nøje, og vi er særligt interesseret i at analysere, hvorvidt drømmene bliver til virkelighed i forhold til konkrete produktforbedringer i de enkelte selskabers udbud af varer og services.

Snæver markedsfremgang er ikke nødvendigvis et faresignal

En aktiemarkedsopgang drevet af få aktier kan skabe frygt for holdbarheden af opgangen. F.eks. oplevede vi under IT-boblen omkring årtusindeskiftet, at markedet efter de ekspositive stigninger i IT-aktierne faldt kraftigt og i en længere periode var negativ.

En analyse fra analysehuset Bernstein Research viser dog, at en snæver markedsfremgang ikke nødvendigvis er et faresignal. I slutningen af 1990'erne steg prisfastsættelsen på de ledende selskaber voldsomt, men dette har ikke været tilfældet denne gang. Prisfastsættelsen for de ledende aktier (de ti selskaber, som har drevet fremgangen i år) er steget fra p/e 21x i starten af året til 32x, hvor Microsoft eksempelvis handler på p/e 30x. Selv om det er høje niveauer, er det langt fra værdiansættelsen under IT-boblen efter år 2000. Bernsteins analyse, som går tilbage til 1980, viser, at der generelt set ikke kommer negative aktiemarkeder efter en opgang drevet af få aktier. Det efterfølgende afkast er kun



marginalt lavere end normalt. Der er naturligt nok en lidt større effekt på de ledende aktier, som over de efterfølgende 6-12 måneder stiger lidt mindre end markedet. De tager sig så at sige en puster. Som altid er det centrale for os at vurdere det strategiske potentiale for selskaberne på længere sigt. Her kommer AI til at spille en væsentlig rolle de kommende år.

Risiko for nedjustering af indtjeningsestimater

Den hårde stramning af pengepolitikken gjorde stor skade i 2022. Fremadrettet vil selskabernes fundamentale udvikling i højere grad styre kursudviklingen. I øjeblikket er investorerne euforiske omkring AI for udvalgte selskaber. En optimisme vi et langt stykke hen ad vejen deler.

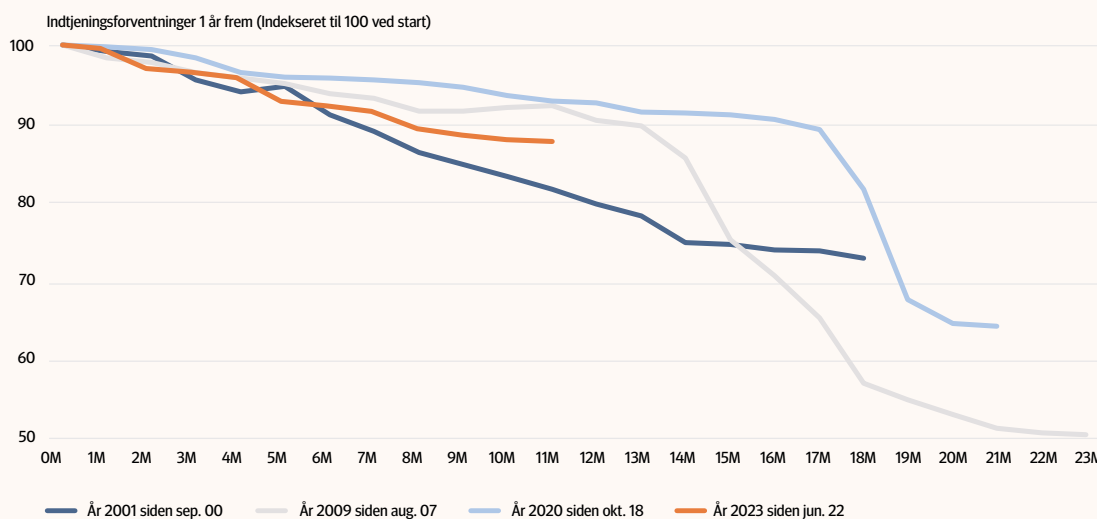
Usikkerhedsmomentet, som kan skabe udsving på aktiemarkedet, er reaktionen fra en mulig og en

sandsynlig recession. En recession, der ikke p.t. er synlig i væksttallene, men fra historien ved vi, at effekten af de pengepolitiske stramninger og særligt effekten af den aktuelle omvendte rentekurve viser sig med en forsinkelse på op til 18 måneder. Sidste kvartal beskrev vi, at jobmarkedet reagerede med en forsinkelse på omkring 18 måneder under finanskrisen. En nylig analyse fra J.P. Morgan viser, at den amerikanske forbruger siden medio 2021 har tæret på den ekstraordinære opsparing fra perioden under Covid svarende til et beløb på ca. USD 1.600 mia. Til sammenligning er det årlige privatforbrug i USA ca. USD 18.000 mia. Denne nedsparring har således haft en markant forbrugseffekt, men ifølge analysen kan de privates opsparing fra Covid-perioden nu være opbrugt, hvorfor der er udsigt til stigende privat opsparing og mindre forbrug.

Med lavere eller negativ økonomisk vækst følger risikoen for nedjusteringer i virksomhedernes indtjening. Figur 1 på næste side viser, hvor meget indtjeningsestimaterne er faldet under tidligere recessioner, og som det fremgår, er der risiko for yderligere nedjusteringer, hvis vi får en recession. Indtjeningen i virksomhederne har udviklet sig positivt trods den stigende inflation, da de har været i stand til at hæve priserne mere end omkostnings-

“Fremadrettet vil selskabernes fundamentale udvikling i højere grad styre kursudviklingen.”

Figur 1

Nedjustering af S&P500 indtjeningsestimater under tidligere recessioner

Kilde: Jefferies, marts 2023

“Fra et markeds perspektiv er effekten af indtjeningsnedjusteringer naturligvis negativ, men på den anden side har centralbankerne med de mange renteforhøjelser fået genopfyldt værktøjskassen til at kunne stimulere økonomierne.”

inflationen. En analyse fra det amerikanske statistisk kontor BEA viser således, at de amerikanske virksomheders marginer og indtjening pr. enhed er på det højeste niveau nogensinde. Fremadrettet bliver det dog væsentligt sværere for alle selskaberne at opretholde de høje priser. Det vil kun være selskaber med en stærk markedsposition, differentierede produkter og selskaber med en høj innovationstakt, som vil kunne fortsætte med at hæve priserne. Et eksempel herpå er Procter & Gamble, som har sat produktinnovation i højsædet for derigennem at kunne løfte priser og marginer.

mange renteforhøjelser fået genopfyldt værktøjskassen til at kunne stimulere økonomierne. Dette er lidt paradoksalt, hvor mange for mindre end to år siden diskuterede, at centralbankerne i lyset af de markant negative renter ville stå med tomme værktøjskasser til at håndtere en ny recession. Det afgørende spørgsmål for aktieinvestorerne bliver derfor, hvor hurtigt centralbankerne vil vende rundt, i takt med at økonomierne svækkes. Deres retorik tilsiger, at de vil holde renterne høje i længere tid for at sikre en solid forandring af lave inflationsforventninger. Omvendt plejer aktieinvestorerne at kigge fremad og tage glæderne på forskud.

Centralbankerne har fået fyldt værktøjskassen

Fra et markeds perspektiv er effekten af indtjeningsnedjusteringer naturligvis negativ, men på den anden side har centralbankerne med de

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.

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

Indsigt Q3 2023