

Turbulente 2020'ere, men turbo på afkast

Med næsten halvdelen af 2020'erne passeret kan vi konstatere, at perioden har været turbulent med mange modsatte tendenser og historiske begivenheder.

Vi kan se tilbage på en 5-årsperiode med:

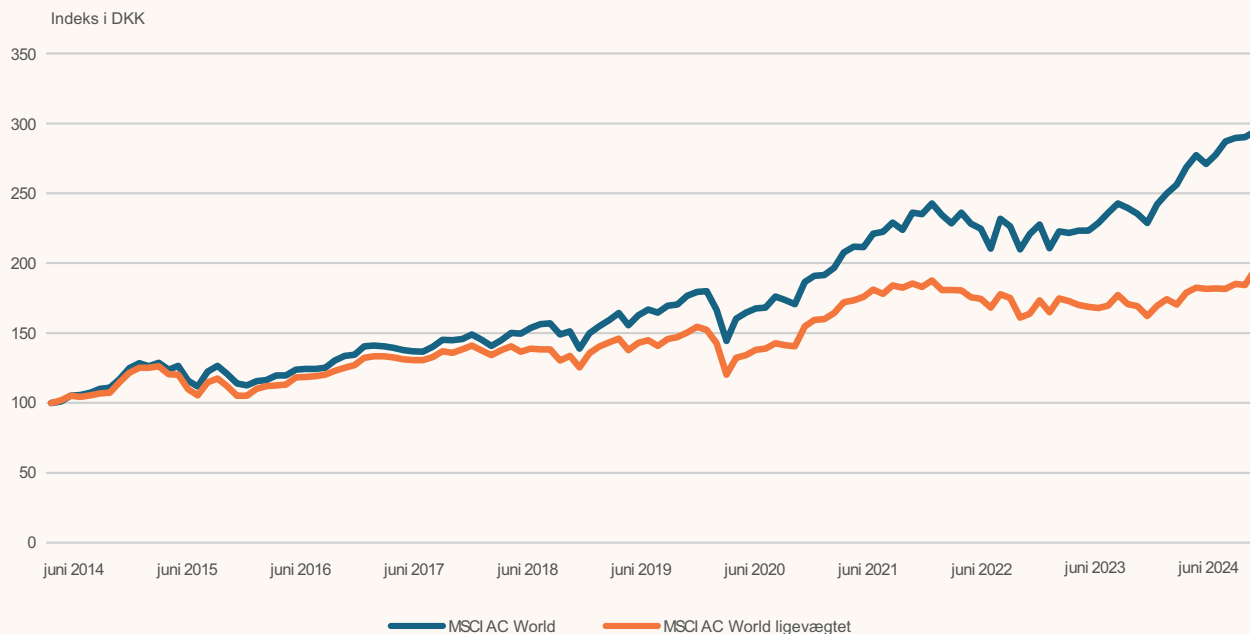
- Overgang fra en unipolar til en multipolar verden. Med Kinas globale aspirationer og USA's stigende prioritet af indenlandske forhold, er USA gradvist ved at miste sin position som den dominerende globale supermagt.
- Geopolitisk omvæltning og to store igangværende krige i den vestlige verden.
- Global Covid-19-pandemi, der forårsager en historisk global nedlukning.
- Klimakrise med behov for at investere billioner af dollars for at sikre en presserende energiomstilling, der er udfordret pga. høje omkostninger ved nye og grønnere teknologier.
- Enden på centralbankernes nulrentepolitik.

Tim Kristiansen
COO & direktør fonde
C WorldWide Asset Management

“De globale aktiemarkeder har siden 2020 givet et imponerende årligt gennemsnitsafkast på 11 pct. Dette er væsentligt højere end det historiske gennemsnit, som er 8 pct. målt over de seneste 30 år.”



Figur 1

Afkast ført an af de store selskaber

Kilde: MSCI, 30. september 2024

- En historisk hurtig pengepolitisk stramning, især i USA, som reaktion på inflationsforskrækkelsen. Stramningen ændrede investeringsmiljøet fra en længere periode med realrenter omkring 0 pct. til 10-årige realrenter, der handlede over 2 pct. Højere realrenter lægger typisk en dæmper på værdiansættelsen af langvarige aktiver som aktier.

Med denne fremsynethed er det kun investorer med en meget optimistisk tankegang, der i starten af 2020'erne ville have forudsagt høje aktiemarkedsafkast i første halvdel af dette år. Her ved udgangen af 3. kvartal har de globale aktiemarkeder givet et imponerende årligt

gennemsnitsafkast på 11 pct. Dette er væsentligt højere end det historiske gennemsnit, som er 8 pct. målt over de seneste 30 år. I nedenstående tabel 1 ses kalenderafkastet, hvor 4 ud af 5 år har givet positive aktieafkast.

Som vi før har skrevet om, blandt andet i artiklen [AI til undsætning](#) fra Q3 2023, har det været et marked drevet af to fortællinger, hvor det amerikanske marked har klaret sig markant bedre end Europa og Asien, særligt drevet af de amerikanske teknologiselskaber understøttet af udviklingen inden for kunstig intelligens. Det har været et marked domineret af de få, som illustreret i figur 1, der viser, at det ligevægtede markedsindeks (hvor alle

Tabel 1

Positive afkast i 4 ud af 5 kalenderår

År	2020	2021	2022	2023	2024
Afkast (MSCI AC World) (DKK)	6%	7%	-13%	18%	17%

Kilde: MSCI, oktober 2024.

selskaber vægter det samme i indekset) har givet markant lavere afkast end det traditionelle indeks, hvor selskaberne vægtes efter markedsværdi.

Et bedre miljø i sigte

Når vi ser fremad, er det svært at forestille sig et sværere miljø for aktier, end det vi har været igennem – måske med undtagelse af en dyb eventuel recession i USA. Et scenarie, vi dog ikke forventer, selvom vi har været bekymrede over de mulige forsinkede effekter af de pengepolitiske stramninger på realøkonomien. På positivsiden er rentekurven i USA nu igen positiv (dvs. forskellen mellem de 2- og 10-årige statsrenter). En negativ rentekurve er normalt et faresignal ift. den økonomiske udvikling. Renterne er på vej nedad – og nok så vigtigt falder de amerikanske realkreditrenter også. Hertil kommer de understøttende formueeffekter fra de stigende aktiegevinster og et fortsat

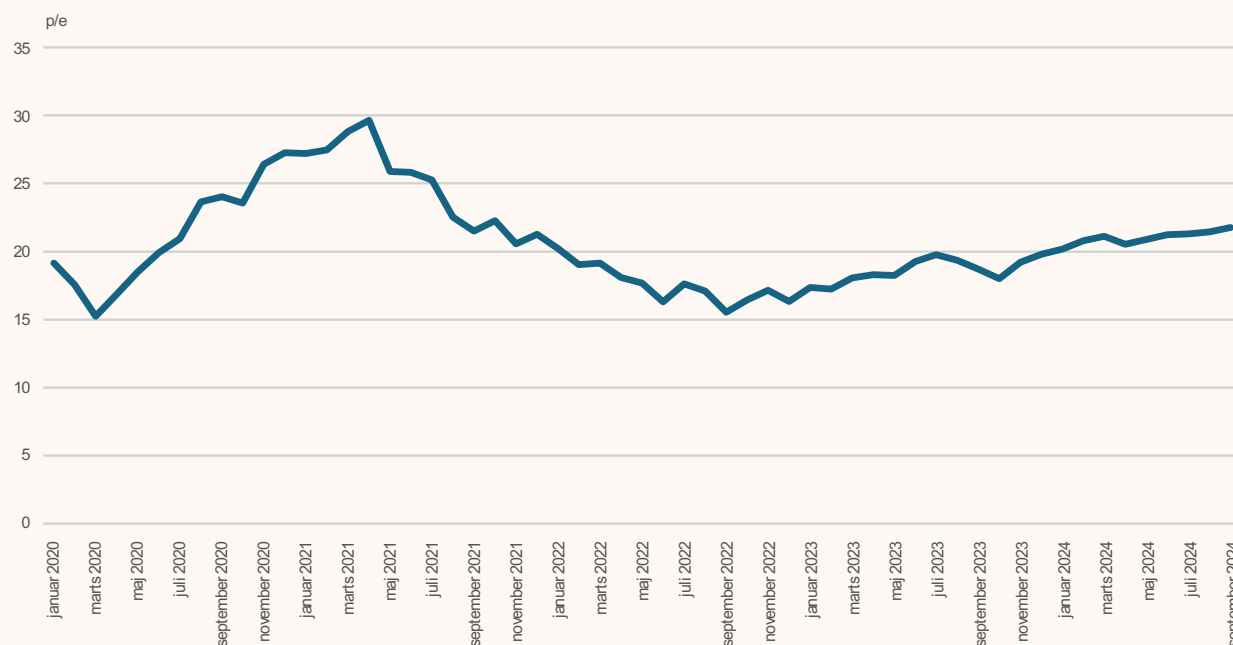
højt beskæftigelsesniveau med pæn vækst i den reale disponible indkomst. Med denne baggrund synes den alt-afgørende amerikanske forbruger at være i stand til at undgå en recession i den amerikanske økonomi.

Et muligt faresignal er dog, at værdiansættelsen på aktier er steget i løbet af de seneste fem år, og dette i et miljø med stigende renter. Figur 2 forneden viser værdiansættelsen af det globale aktiemarked, som er steget fra en p/e på ca. 19x til 21x målt på en 12-måneders historisk indtjening. Målt på den forventede indtjening 12 måneder frem er værdiansættelsen dog mere moderat på ca. 18x.

I betragtning af udsigterne for en global mere lempelig pengepolitik, anser vi ikke den nuværende værdiansættelse for at være en større risikofaktor, særligt med forventningen om en langsigtet vækst i virksomhedernes indtjening.

“Med denne fremsynethed er det kun de mest optimistiske investorer, der ved begyndelsen af 2020 ville have forudset høje afkast på aktiemarkedene i første halvdel af 2020’erne.”

Figur 2
Værdiansættelse af det globale aktiemarked (MSCI AC World)



Kilde: MSCI, oktober 2024.

Genoplivning af Kina?

De kinesiske aktier fik en bemærkelsesværdig opblomstring i slutningen af 3. kvartal, da de kinesiske myndigheder præsenterede en række foranstaltninger for at støtte privatforbruget samt ejendoms- og aktiemarkedet. Det kinesiske aktiemarked har været undertrykt i en lang periode, hvor investorer endog har betragtet markedet som u-investerbart. Denne langvarige negative stemning gjorde markedet klar til en stærk opgang i tilfælde af positive nyheder. Den annoncerede pakke løser ikke udfordringerne på det kinesiske ejendomsmarked eller den lave forbrugertillid med det samme, men omvendt signalerer den, at Kina er indstillet på at føre en mere vækstorienteret politik.

Medvind til stabil vækst?

Stabile vækstselskaber har haltet markant efter det brede marked siden 2020, hvor MSCI Minimum Volatility Index i denne periode blot har leveret et årligt gennemsnitsafkast på 6 pct. Denne type selskaber har generelt leveret en stabil indtjeningsvækst, men de stigende renter har trykket værdiansættelsen. I starten af 2020 handlede de stabile vækstselskaber (målt ved MSCI Minimum Volatility Index) til en præmie målt på p/e til MSCI AC World Index



“I starten af 2020 handlede de stabile vækstselskaber til en præmie på 18 pct., nu handles de til en rabat på 18 pct.”

på 18 pct., nu handles de til en rabat på 18 pct. I takt med at den makroøkonomiske vækst bliver lavere, hvorved det generelt bliver sværere for virksomhederne at opretholde høj indtjeningsvækst, bliver stabil og forudsigelig vækst mere værdifuld. Ligeledes bør lavere renter give de stabile vækstaktier fornyet medvind til værdiansættelsen.

Stærke temaer

Vi er overbeviste om, at AI vil ændre og forbedre verden med stærk vækst, især omkring AI-infrastruktur og halvlederudstyr til chipproduktion. Investeringer i energiomstillingen er også en nødvendighed, og hjemtagning af forsyningskæder vil fortsætte med at drive behovet for avanceret fremstilling. Aktier inden for disse temaer bør fortsat nyde godt af langsigtet strukturel vækst.

Amerikanerne ved en skillevej

Der er meget mediefokus på det amerikanske valg til november, hvor ekstremt tætte meningsmålinger er med til at understrege dramaet. Det amerikanske folk står ved en vigtig skillevej. Et valg mellem to vidt forskellige kandidater og to vidt forskellige retninger. Indenrigspolitisk er forskellene tydelige inden for immigrationspolitik og skattepolitik, mens kandidaterne udenrigspolitisk divergerer ift. USA's rolle som global supermagt, todsatser, grøn energiomstilling og håndtering af presserende geopolitiske spørgsmål, herunder krigen i Ukraine og Gaza.

Fra et porteføljeperspektiv er der kun få investeringer i vores globale afdelinger, der vil blive direkte berørt af valgresultatet. Vores investeringer inden for semi-

“Fra et porteføljeperspektiv er der kun få investeringer i vores globale afdelinger, der vil blive direkte berørt af valgresultatet i USA.”



“Det overordnede miljø for aktier bliver ikke sværere end de forgangne fem år – fem år med turbo på afkastet. Hertil ser den tidligere modvind fra de pengepolitiske stramninger ud til at vende.”

conductor-industrien, bl.a. taiwanske TSMC, er sårbare overfor de stigende geopolitiske spændinger mellem Kina og USA, og vores investeringer inden for luksusvarevirksomheder, bl.a. LVMH, kan blive ramt, hvis handelskrigen med stigende toldsatser eskalerer.

Bevar roen – forbliv investeret

Når vi ser ind i anden halvdel af 2020'erne, tror vi, at det overordnede miljø for aktier, ikke bliver sværere end de forgangne fem år – fem år med turbo på afkastet. Hertil ser

den tidligere modvind fra de pengepolitiske stramninger ud til at vende. Måske får vi ikke en gentagelse af de historisk flotte afkast, men lidt mindre bør også være attraktivt. De højere renter har presset kvalitets- og stabile vækstselskaber de seneste par år, men denne tendens kan være ved at være slut. Med fortsatte konstruktive langsigtede aktiemarkedsudsigter vender vi tilbage til et af vores mantraer: [Bevar roen – forbliv investeret](#).

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 2024