



04/2021

# Forventninger til aktiemarkedet

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

## Stigende renter er ikke ”Breaking News”

”Breaking News”-begrebet bliver flittigt brugt. Det gælder også i kommentarer til udviklingen på aktier, hvor både centrale såvel som uvæsentlige nyheder kan blive ophøjede til ”breaking”. Investeringsmæssig succes er knyttet til at kunne skelne mellem, hvad der er vigtigt, og hvad der er mindre vigtigt. Information, der knytter sig til det langsigtede, er kernen. Udviklingen og værdien af en aktie er bestemt af den fremtidige udvikling i hele selskabets levetid og ikke kun indtjeningen i et enkelt år.

Mens Covid-19-pandemien stadig præger vores samfund og økonomi, er aktiemarkedet for længst kommet videre. På mange måder i en tilstand, hvor nyheder ikke er ”breaking” i forhold til for alvor at ødelægge et robust aktiemarked, hvor tendensen fortsat peger op. Dette på et fundament af gode udsigter for en lang række selskaber, og udsigt til en snarlig bedring for de selskaber, som



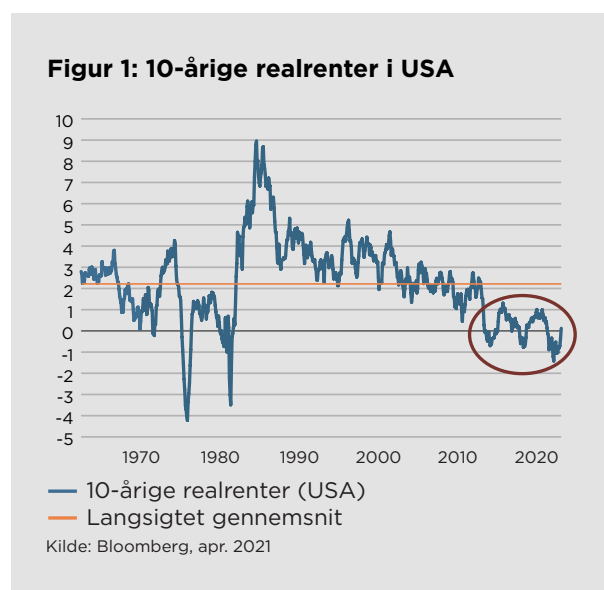
//

**Hvis hurtige  
rentestigninger  
fortsætter, forventer vi,  
at Fed – enten direkte via  
øgede opkøb eller mere  
verbalt – vil forsøge at  
lægge låg over den  
lange rente.**

har været presset under nedlukningerne. Samtidigt og måske vigtigst er renterne fortsat lave trods de seneste stigninger i obligationsrenterne.

Den amerikanske 10-årige rente er siden sensommeren 2020 steget fra 0,5 pct. til ca. 1,6 pct. Dette er isoleret set en voldsom stigning, men reelt blot en tilbagevenden til niveauet fra før Covid-19-pandemien indtraf. Omvendt er udviklingen også en påmindelse om, at når renten er tæt på nul, er investeringer i statsobligationer ikke længere "risikofrie". Investorer i lange obligationer – særligt de amerikanske – har i denne periode typisk oplevet tab på 5-10 pct.

Rentestigningen har også præget aktiemarkedet, men for en langsigtet investor er dette ikke "Breaking News", men er mere en normalisering af renteniveauet, herunder niveauet for realrenterne (dvs. renten fratrukket inflationen). Som det ses i figur 1, faldt realrenten i USA i 2020 til omkring minus 1 pct. som følge af Covid-19-pandemien.



Med udsigt til et forholdsvis stærkt cyklisk opsving i 2021 særligt i USA, hvor prognosen nu er en vækst på 6-7 pct., er det naturligt, at obligationsinvestorerne forlanger en højere rente og samtidigt tester Feds villighed til at holde de lange renter i skak. Hvis hurtige rentestigninger fortsætter, forventer vi, at Fed – enten direkte via øgede opkøb eller mere verbalt – vil forsøge at lægge låg over den lange rente. En sådan udmelding vil være positiv for aktiemarkedene – og i særdeleshed vækstaktierne, som har haltet lidt efter de cykliske aktier i 2021 under rentestigningen.

Et vigtigt anker for investeringsudsigterne de kommende år er det fremtidige niveau for realrenterne. Skal vi tilbage til det historiske gennemsnit (siden 1960'erne) på ca. 2 pct. jf. figur 1, eller er det nye normalniveau i intervallet minus 1 pct. til plus 1 pct.? Altså det niveau som realrenterne har befundet sig i de sidste 10 år siden finanskrisen. Vi tror, at det fremtidige niveau for realrenten er omkring nul procent, og dette som en af konsekvenserne af den meget høje gældsætning, som særligt er i offentligt regi. Verden og staterne har ikke råd til høje renter. Derfor er centralbankerne nødsaget til at sikre realrenter tæt på nul procent. Læg dertil behovet for den grønne energitransformation, som vil kræve investeringer af historiske dimensioner. Denne omstilling vil komme til at ske meget langsommere end ønsket i et miljø med højere realrenter.

### **Aktiemarkedet er prifsatsat ud fra realrenter omkring nul procent**

Aktiemarkedet har under ét ikke været påvirket af den let stigende inflation og de stigende renter. Dette bl.a. fordi stigningen skyldes stigende økonomisk vækst og dermed forbedrede indtjeningsmuligheder for selskaberne. I Europa og USA forventes aktuelt en indtjeningsfremgang på ca. 25 pct. for 2021 (noget af denne stigning er en normalisering ift. nedgangen i 2020). Men måske allervigtigst har aktieinvestorerne

ikke indregnet en negativ realrente i prisfastsættelsen. En realrente på -1 pct. vil kunne give en teoretisk værdiansættelse (p/e) af aktiemarkedet på op imod 30 gange, hvis vi bruger en model med en risikopræmie på 4,5 pct. (Tidligere beskrevet i artiklen ”Forventninger” for 2. kvartal 2020). Aktuelt handler det amerikanske aktiemarked (målt på S&P 500) med en p/e på ca. 22 gange, hvilket er en fair værdiansættelse, når realrenten som nu er nul pct. Vi forventer, at realrenten vil forblive tæt på nul, hvilket understøtter værdiansættelsen på aktiemarkedet fremadrettet.



**Vi forventer, at realrenten vil forblive tæt på nul, hvilket understøtter værdiansættelsen på aktiemarkedet fremadrettet.**

Lave renter har den bivirkning, at den fordrer til spekulation. Et såkaldt ”Special-purpose acquisition company” (SPAC’s), som er et tomt selskab, der bruges til lettere at kunne rejse kapital via en børsnotering, har eksempelvis udgjort en markant andel af alle nyudstedelser på den amerikanske børs. Men det er ikke alt nyt, som er værd at investere i, og da SPAC’s er et instrument, som først henter kapital og dernæst skal investere typisk inden for en 2-årig periode, ved man som investor i et SPAC-selskab ikke, hvad der underliggende investeres i. Det strider imod vores principper, hvor kernen for os er at forstå det underliggende selskab. Intens spekulation vil skabe nyheder og dramatik, men vil formentligt og forhåbentligt ikke være ”breaking” for de fundamentalt stærke selskabers kurspotentiale.

I de kommende år ser vi, at afkastet fra aktier i stigende omfang vil komme fra indtjeningsvæksten i de enkelte selskaber. Vi er særligt positive på dem som over tid vokser sig større, og som gennem Compounding skaber værdi for aktionærene.



**I de kommende år ser vi, at afkastet fra aktier i stigende omfang vil komme fra indtjeningsvæksten i de enkelte selskaber. Vi er særligt positive på dem som over tid vokser sig større, og som gennem Compounding skaber værdi for aktionærene.**

En risikofaktor er, at inflationsudviklingen bliver højere end ventet, hvilket vi dog ikke ser som hovedscenariet. Som vi tidligere har beskrevet, er centralbankernes primære pengepolitiske redskab i dag opkøb af obligationer via kapitalmarkederne, og derved sker stimuleringen i høj grad via kapitalmarkederne. De aktuelle finanspolitiske hjælpepakker er mere direkte rettede mod forbrugerne og kunne i praksis være inflationære, men de sker netop for at afbøde et stort fald i forbruget og ikke for at accelerere forbruget. Samtidigt viser historikken, at pandemier har langsigtede deflationære konsekvenser, idet forbrugerne bliver mere forsigtige og øger opsparingskvoten. Endelig har vores mere og mere virtuelle verden ikke samme kapacitetsbegrænsninger som en fysisk verden.

### **En mere rationel ”Biden”-tilgang til Kina kan være ”Breaking News”**

Ansvarlig global samhandel er på mange måder til gavn for alle, da verden gennem arbejdsdeling opnår højere produktivitet, hvilket samtidigt er inflationsdæmpende. Her spiller relationen mellem Kina og USA en afgørende rolle. Ex-præsident Trump fik på afgørende vis krystalliseret den latente konflikt mellem de to lande med indførelsen af tariffer og sanktioner over for Kina. Spørgsmålet er i hvilken retning, præsident Biden vil tage konflikten?

Helt grundlæggende, og forankret i teorier formuleret af økonomen David Ricardo, er samhandel på lige konkurrencevilkår en fordel for alle lande. Global frihandel øger produktiviteten, dæmper inflationen og øger velstanden. USA og Kina er i en langvarig kamp om det globale lederskab, men det bør være i USA's langsigtede interesse at sikre en god handelsrelation med Kina frem for en "kold krigsagtig"-konfrontation.

Præsident Biden har indtil videre fastholdt Trumps tiltag over for Kina, men har samtidigt nedsat en komite, der skal evaluere den fremtidige strategi. I lyset af den store indbyrdes økonomiske afhængighed er en "kold krig" mellem de to lande ikke rationel. Økonomiske analyser peger på, at handelsrelationen mellem de to lande, trods anklagerne mod Kina om unfair konkurrence, har været og er i USA's interesse. Amerikanske selskaber og forbrugere har nydt godt af adgang til billig kinesisk produktion, der har sænket omkostningerne for selskaberne, som derigennem har kunnet øge produktionen, effektiviteten og hæve lønningerne for de amerikanske medarbejdere. Samtidigt har de amerikanske forbrugere nydt godt af lavere forbrugerpriser. Endeligt har Kina været det vigtigste vækstmarked for de amerikanske selskaber, som over de seneste 20 år har mere end femdoblet eksporten til Kina. Alene i 2020 øgede de amerikanske selskaber eksporten til Kina med 17 pct., mens eksporten til resten af verden faldt 15 pct.

Effekten af de aktuelle amerikanske sanktioner mod Kina er begrænset, men Kinas reaktion har haft et langsigtet strategisk sigte med opprioritering af målet om selvforsyning inden for kritiske produktions- og teknologiområder. Samtidigt har Kina gjort det mere fordelagtigt for amerikanske selskaber at tilgå det kinesiske marked for derigennem at øge USA's afhængighed af Kina. Men politiske hensyn kan i sidste ende veje tungere end realøkonomiske, og eksempelvis er spændingerne omkring Taiwan intense og et reelt langsigtet kernepunkt.



**Bidens seneste udmelding om en global minimumsbeskatning af selskaber er ligeledes en positiv tanke i retning af en mere fair og ansvarlig global samhandel.**

Præsident Biden har af indenrigspolitiske årsager brug for at signalere en hård tilgang over for Kina, men vi tror, at hans mere samarbejdende fremgangsmåde åbner mulighed for en øget rationel tilgang, hvor USA ser Kina som en konkurrent frem for en fjende. Samtidigt vil demokraterne kunne vinde genhør for deres indenrigspolitiske investeringsprogram som en nødvendighed for at øge konkurrenceevnen over for Kina. Hvis USA går denne vej, vil det betyde øgede investeringer i infrastruktur, stimuleringer til erhvervslivet og øgede investeringer inden for forskning og udvikling. Bidens seneste udmelding om en global minimumsbeskatning af selskaber er ligeledes en positiv tanke i retning af en mere fair og ansvarlig global samhandel. Ligeledes kunne Kina og USA finde fælles fodslag om nødvendige klimatiltag. Alt i alt kan det være positive tiltag til gavn for væksten i USA og en tiltrængt medvind til en moderne udgave af "Ricardo-funderet" vækst gennem frihandel.

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.

Meninge 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.

Historiske afkast er ingen garanti for fremtidige afkast. Prospekt, dokument med central investorinformation, og den seneste årsrapport og halvårsrapport er tilgængelig på [www.cww.dk](http://www.cww.dk).

## INVESTERINGSFORENINGEN C WORLDWIDE

Dampfærgevej 26 · 2100 København Ø

[cww.dk](http://cww.dk) · Tlf: 35 46 35 46 · [cww@cww.dk](mailto:cww@cww.dk) · CVR 14 21 13 49