

# Det snævre aktiemarked

2024 vil gå over i aktiehistorien som ”koncentrationens år”. Et år, hvor kapitalstrømmene flød til de få og store aktier. Vi fik et aktiemarked ført an af et meget smalt felt. De syv førende amerikanske virksomheder nåede en samlet markedsværdi på hele 17.000 mia. USD. Et ekstremt niveau, der svarer til ca. 16 pct. af verdensøkonomien, og de fem største udgør over 28% af S&P 500-indekset. Det sidste kan sammenlignes med det historiske gennemsnit over de seneste 60 år, som er på 17 pct. Den tidligere rekord fra midten af 60’erne havde en koncentrationsgrad på 25 pct. – dengang ført an af IBM og AT&T.

I denne artikel forklarer vi, hvorfor denne ensidige likviditetstilstrømning mod nogle få, store selskaber ikke kan fortsætte i en længere periode. Desuden deler vi vores syn på vigtige investeringstemaer for 2025 og fremover.

## **Kan den snævre udvikling fortsætte?**

I det nuværende miljø bliver de store selskaber via netværkseffekter og skalafordele større og større med stigende indtjening og lønsomhed til følge. Dette understøtter værdiansættelsen af disse selskaber i højere grad end det var tilfældet ved sidste tech boom omkring år 2000, hvor der ikke var samme indtjeningsstøtte. Dengang var der dog gang i globaliseringen med Kinas økonomi i hastig fremgang og fart på verdenshandlen. I dag er vi på vej mod

—  
*“Magnificent Seven-aktierne dominerede aktiemarkederne i 2024 og nåede en markedsværdi svarende til 16 pct. af verdensøkonomien.”*



**Bo Knudsen**  
**Adm. direktør og Porteføljeformaler**  
C WorldWide Asset Management




---

***“Vi tror på, at virksomheder med det rette mindset kan blive på toppen i en meget lang periode. Men der er trods alt fysiske love, som gælder for selv kraftfulde vækstmotorer.”***

en mere multipolær verden, hvor nationalstaten spiller en større rolle, hvorfor det bliver sværere for virksomhederne at skalere globalt.

De førende syv amerikanske virksomheder har skabt et gennemsnitligt årligt afkast på omkring 22 pct. (målt i USD) gennem det seneste årti. Hvis denne udvikling fortsætter de næste ti år, og vi antager en vækstrate for verdensøkonomien på 6 pct. årligt, vil de syv virksomheder om ti år udgøre 64 pct. af verdensøkonomien. Dette er ikke realistisk, da politisk indgriben, regulering og konkurrenceforhold vil modvirke et så ekstremt scenarie. Vi er passionerede for langsigtede aktieinvesteringer og tror på, at virksomheder også blandt disse med det rette mindset kan blive på toppen i en meget lang periode. Men ikke alle syv kan vinde. Der er trods alt fysiske love, som gælder for selv kraftfulde vækstmotorer.

---

***“Vi nærmer os et niveau, hvor man må begynde at bekymre sig om de potentielt negative konsekvenser af den stigende indeksering.”***

### **Indekseringens konsekvenser**

Automatiske køb af indeksfonde har nået et historisk højt niveau. Er det den berømte, men kun meget sjældne ”gratis frokost”?

Vi nærmer os et niveau, hvor man må begynde at bekymre sig om de potentielt negative konsekvenser af den stigende indeksering – også kaldet passiv investering. Med den ekstreme markedsconcentration på få aktier, afhænger den global pensionsopsparing mere end nogensinde af kursudviklingen i de syv ledende selskaber, hvor Nvidia, Apple og Microsoft er de tre største. Selvom indeksering har fungeret godt indtil nu i de opadgående markeder, så har indeksinvestering i dag en meget specifik selskabsmæssig risiko. Hvad vil der ske, når strømmene vender, og salgspresset vokser? At sætte noget på autopilot med bind for øjnene er sjældent en langsigtet god idé. At stole på indeksinvestering er som at stole på AI uden at sikre et ordentligt datagrundlag og verificere resultatet. Med dårlige underliggende data, kan man ikke stole på AI. Når strømmen vender er fundamentalt vækst helt afgørende.

USA har et stort betalingsbalanceunderskud, hvilket skaber en stor dollarindtjening til internationale selskaber. Historisk set har USA’s handelspartnere brugt en stor del af disse indtjente dollars til at købe amerikanske statsobligationer. Dog tyder det på, at en stigende del af denne kapital nu ikke alene går til amerikanske obligationer, men i stigende grad til aktieinvesteringer i S&P 500. Analysehuset Gavekal Research vurderer, at der de seneste par år er flyttet omkring 1.200 mia. USD fra investering i statsobligationer til andre aktiver såsom S&P500, hvor indeksinvestering er særligt udbredt.

I en kommende artikel ser vi nærmere på betydningen af den stigende indeksering, og hvordan det påvirker prisfastsættelsen af enkeltaktier. En overraskende indsigt er, at de store aktier rent faktisk har en lavere handelslikviditet målt i forhold til deres markedsværdi. Dette betyder,

---

***“Likviditetsstrømmene fra passiv investering skaber en kunstig medvind til de ultrastore selskaber, hvilket presser deres aktiekurser højere op.”***

at likviditetsstrømmene fra passiv investering skaber en kunstig medvind til de ultrastore selskaber, hvilket presser deres aktiekurser højere op end stigningerne for mellemstore virksomheder. Dette er en væsentlig årsag til, at aktiemarkedet bliver så snævret og koncentreret.

### **Muligheder ud over Nvidia**

Halvlederindustrien har historisk været cyklisk, og Nvidia er nu sammen med Apple de to største selskaber i verden. Deres størrelse skaber i sig selv mere kursvolatilitet. Vi må ærligt indrømme, at Nvidia har gjort det langt bedre, end vi havde forudset. Deres markedsposition og evne til at hæve priserne har været undervurderet af mange, inklusive os. Selskabet har øget omsætningen fra omkring 11 mia. USD i 2020 til en forventning om ca. 125 mia. USD i 2025. For 2030 ligger konsensusestimater på omkring 370 mia. USD. Dette illustrerer investorerens høje forventninger. Vi har indtil videre ikke deltaget i Nvidias vækstrejse, men omvendt har vi været tro mod vores grundliggende investeringskoncept om at investere langsigtet i kvalitetsselskaber med dokumenterede, holdbare forretningsmodeller. For os er det varigheden mere end eksplosiviteten i indtjeningen, der er afgørende.

Vi ser ”cloud-hosting” som en langsigtet investeringsmulighed. I stedet for at opbygge egen it-infrastruktur kan virksomheder tilslutte sig skyen, som primært leveres af Microsoft, Amazon og Alphabet. Hermed opnås adgang til computerkraft, tjenester og mulighed for at bygge neurale netværk og træne de såkaldte sprogmodeller (Large Language Models (LLM)) på højeste niveau. For eksempel fremhæver Microsoft, at de håndterer 1.700 LLM’ere, hvilket skaber enorme stordriftsfordele til fordel for deres kunder. ”Quantum computing” kan blive den næste store revolution, og det er reelt kun disse giganter, som har ressourcerne til at investere her. Denne nye teknologi

vil forhåbentlig vise sig at være mere energieffektiv, idet energiforbruget er en reel udfordring med de eksisterende teknologier. Disse cloud-udbydere har derfor efter vores opfattelse en langsigtet, holdbar forretningsmodel.

Industripolitikken verden over bliver afgørende, hvor trenden om at hjemtage produktion, særligt i USA, vil fortsætte. Dette kræver dog en god økonomi for at kunne finansiere disse massive investeringer, særligt inden for halvlederindustrien, hvor statstilskud er nødvendige for at bringe produktionskapaciteten hjem. USA’s budgetunderskud på omkring 6% af BNP er massivt og det dobbelte af EU-zonen, som ligger omkring 3%. Dette kan blive en begrænsende faktor. Efter en periode med et politisk tomrum, kan 2025 måske blive året, hvor Europa med Tyskland og Frankrig i spidsen får skabt en vækstplan. Udbygning af egen produktion er også en prioritet for Japan, hvor der er særligt fokus på at genopbygge kapacitet inden for halvlederindustrien. Vi har beskrevet denne udvikling i artiklen ”Japan tiltrækker giganter til produktion af mikrochips”.

Indien er stadig en af de mest interessante investeringsmuligheder, hvor præsident Modi fortsætter reformpolitikken med stærkt fokus på digitalisering. Udviklingen i Indien er understøttet af en gunstig demografi, hvor ca. 65 pct. af befolkningen er under 35 år. Dette understøtter en forventet realøkonomisk gennemsnitsvækst på over 7 pct. årligt for de næste 25 år<sup>1</sup>\* Dette er en særlig mulighed, hvor de fleste andre lande kæmper med en høj gældsætning, som dæmper de reale vækstudsigter. Vores Indien afdeling er efter flere år med gode afkast fortsat en mulighed for private investorer for at få eksponering til udviklingen i Indien.

Endelig er temaet ”Bigger Government” mere relevant end nogensinde. Ifølge opgørelser fra Stanford universitetet er der i øjeblikket 165 populistiske ledere verden over. I

---

***“Indien er stadig en af de mest interessante investeringsmuligheder, hvor præsident Modi fortsætter reformpolitikken med stærkt fokus på digitalisering.”***

---

1 International Financial Services Center Authority



1950 var der kun 26. Vi må derfor forvente, at vælgeres præferencer i stigende grad vil påvirke de politiske prioriteringer i en mere lokal retning sammenlignet med tidligere, hvor globaliseringen var højest på agendaen. Den mere nationalistiske politiske linje betyder, at landefaktoren igen får større betydning for os som globale aktieinvestorer. Det bliver mere vigtigt at forstå de nationale politikker, og om virksomhederne er på den rigtige side af disse politikker.

### **Optimisme for 2025, når man ser på det bredere marked**

Valget af Donald Trump vil få stor indflydelse på verdensøkonomien og aktiemarkedene. Hans hensigter er for så vidt klare. Trump kan lide stigende aktiemarkeder og faldende renter, og han vil genopbygge USA under sit slogan "Make America Great Again". Toldafgifter kan være et stærkt forhandlingsværkstøj, men tid er en risikofaktor. Hvis forhandlingerne trækker ud, er risikoen, at hans politik kan vise sig inflationær. En udvikling, der kan være svær at kontrollere for Trump, selv som USA's præsident. Langvarige handelskonflikter er dermed en risikofaktor.

Aktiemarkedet fejrede afslutningen af 2024 med valget af Trump for anden gang. Efter hans tiltræden melder

---

***“Aktiemarkedene har haft høj fart på, og vi må formentlig indstille os på mere moderate markedsafkast det næste årti.”***

hverdagen sig med mange udfordringer. Vores hverdag – uanset præsident – fokuserer på at finde selskaber med langsigtet, holdbar vækst i indtjeningen.

Aktiemarkedene har haft høj fart på, hvilket formentligt betyder, at vi må indstille os på mere moderate markedsafkast det næste årti. Men i forhold til markedsafkast, bliver det centralt, hvilket markedsindeks, vi taler om. Ser man på det brede marked – altså de ligevægtede indeks (dvs. indeks, hvor alle aktier fylder det samme) – har disse givet markant lavere afkast end de markedsværdivægtede indekser. Paradoksalt nok kræver passiv investering nu en aktiv beslutning, på grund af den ekstreme koncentration inden for de indeks, som er vægtet efter markedsværdier. I tidligere perioder har ligevægtede og markedsværdivægtede indeks mere eller mindre haft samme afkastudvikling. Men dette er ikke tilfældet i dag, så passive investorer står derfor med et vigtigt valg: hvilket indeks skal jeg følge? Hvilken absolut indeksrisiko er jeg tryk ved?

Vi foretrækker at kende, hvad vi investerer i. Det er vores grundliggende filosofi. 30 globale selskaber af høj kvalitet, der er godt positioneret til fremtiden. Nogle selskaber i vores globale portefølje har i en årrække skabt en solid årlig indtjeningsvækst omkring 10-15 pct. Uden at dette er blevet belønnet af aktiemarkedet. Dette skyldes blandt andet koncentrationsfaktoren. Når lederskabet på aktiemarkedet udvides, har disse selskaber et betydeligt potentiale at indhente.

Vi anbefaler fortsat en langsigtet tankegang med ydmyghed over for mere kortsigtede markedsbevægelser. Som langsigtet investor anbefaler vi at holde fast i den langsigtede strategi og forblive investeret i aktier. Den globale økonomi er udfordret, især i forhold til den geopolitiske udvikling. Vi ser dog fortsat mange virksomheder med et godt potentiale for vækst i indtjeningen i de kommende år og fraset en negativ overraskelse på inflationsfronten, bør den fremtidige pengepolitik være understøttende for en fortsat positiv udvikling på aktiemarkedet.

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](http://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](http://cww.dk)

Q1 2025