

*Dette er et udklip fra nyhedsbrevet sendt d. 27. november 2023.*

## **Makroøkonomiske og politiske risici**

### **Generelt om vores fokus på væsentlige makroøkonomiske risici og deres betydning for pengestrømme og prisfastsættelse**

Som investorer med fokus på absolut langsigtet afkast interesserer vi os for væsentlige makroøkonomiske og finansielle risici og ubalancer. Især store recessioner har stor betydning for arbejdsløsheden, for efterspørgslen og på risikovilligheden i befolkningerne.

En stor andel af virksomheders indtjening vil falde under en større recession samtidig med, at også prisfastsættelse af aktier og risikofyldte aktiver normalt vil falde som følge af risikoaversion. Cykliske selskaber af lav kvalitet, med store driftsmæssige og finansielle gearinger, vil normalt falde mest. Selskaber af høj kvalitet vil almindeligvis også falde, da investorens krav til fremtidigt afkast stiger pga. den øgede risiko, og fordi alternative investeringer af lavere kvalitet nu tilbyder et meget højt relativt afkast.

Særlig er kombinationen af en dyb recession og/eller et for højt prisfastsat aktiemarked en farlig cocktail, og netop disse to forhold har vi størst fokus på inden for makroøkonomi og finansielle ubalancer. Derudover bruger vi vores økonomiske og politiske vurderinger som støtte til investerings- og risikostyring.

### **Konklusion for porteføljen om strukturelle økonomiske, politiske og finansielle risici**

Hvis vi starter med konklusionen for porteføljen, så ser vi fortsat store makroøkonomiske og politiske risici, men de risici mere end opvejes af kvaliteten og attraktiv prisfastsættelse af porteføljens investeringer.

Usikkerheden er betydelig, men vi forventer ikke en dyb recession som under Finanskrisen og Corona-epidemien, dog er mindre recessioner sandsynlige indenfor de nærmeste år. Inflationen over de nærmeste år ligger mere sandsynligt over centralbankernes mål om 2 pct. end under. Endelig forventer vi ikke, at renterne kommer tilbage nær niveauerne fra 2020 - 2021, men forbliver væsentligt højere.

I forhold til porteføljen forventer vi, at kombinationen af det skitserede scenarie, kvaliteten og undervurderingen af porteføljens selskaber vil være tilstrækkelig til at skabe attraktive afkast over de kommende år.

### **Store strukturelle risici som, for os, er relevante på længere sigt (2-10 års sigt)**

Selvom vi ikke forventer større recessioner, er her eksempler på nogle af de store økonomiske, politiske og finansielle risici, vi følger.

- Krigen i især Ukraine, men også i Israel.
- Kina og Ruslands alliance og "territoriale ambitioner".
- Det amerikanske demokrati.
- Risikoen for fortsat inflation og efterfølgende store rentestigninger.
- Kinesisk økonomi.
- Kombinationen af ubalancer i amerikansk økonomi.

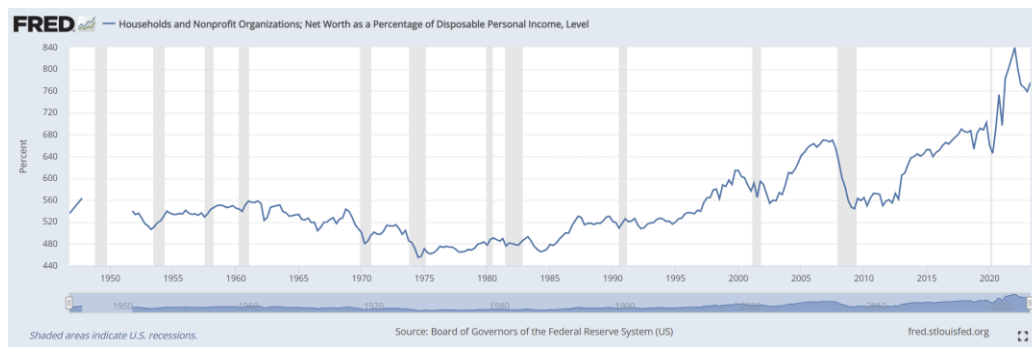
Vi berører kort de enkelte punkter under de afsnit, hvor de naturligt hører til.

## Amerikansk økonomi

Amerikansk økonomi er meget vigtig for verdensøkonomien, og i vores hovedscenarie vil den gennemsnitlige vækst over de nærmeste år være lav, og vi udelukker ikke mindre recessioner.

Den amerikanske centralbank har hævet renterne markant over de seneste mange måneder, men økonomien klarer sig fortsat godt. I det følgende skriver vi kort – og ikke udtømmende – om nogle af de positive og mindre positive forhold, vi ser i amerikansk økonomi.

**På den positive side** står amerikansk økonomi i en situation, hvor arbejdsløsheden er rekordlav. Formuerne befinder sig på et højt niveau relativt til amerikanernes disponible løn, og lønstigninger har afbødet størstedelen af inflationsstigningen. Mange amerikanske boligejere har været i stand til at refinansiere deres boliglån til meget favorable renter, mens renten var lav. Efter massive renteforhøjelser har en stor del af de mere velhavende amerikanske borgere og virksomheder nu mulighed for at få forrentet deres likvide formuer langt højere. Deres aktiebeholdninger er steget i værdi, og deres boliger er ligeledes steget. Grafen viser, at den gennemsnitlige husholdnings nettoformue (efter at gæld er fratrukket) er på godt 760 pct. af deres disponible indkomst. Dette er tæt på historisk højt.



Alt dette er positivt for udsigterne for det amerikanske forbrug, som udgør 68 pct. af den samlede amerikanske økonomi. En risiko er at aktie- og/eller boligmarkedet falder markant, hvilket sandsynligvis vil skabe en recession gennem sammenhængen mellem formuestørrelse og opsparingskvote.

**På den mindre positive side** står, at mennesker og virksomheder med nettogæld og beskedne formuer nu har langt højere finansieringsrenter end før rentestigningerne, og kreditvilkår strammes op.

Økonomisk vækst kræver en kombination af ledige ressourcer og/eller produktivitetstigninger, og ingen af disse forhold er til stede i nævneværdig grad. Risikoen er derfor, at økonomien overopheder, og at inflationen, via høje lønstigningstakter og varepriser, forbliver for høj eller stiger yderligere. Hvis dette sker, vil vi forvente, at centralbanken på et tidspunkt sætter renten så højt, at arbejdsløsheden stiger nok til, at inflationen falder.

Rentestigningerne har vist, at en del mellemstore banker i USA har haft alt for meget renterisiko på deres balancer. Flere banker har af den årsag mistet en stor del af deres egenkapital, hvorefter de er blevet overtaget af mere robuste banker. En sammenlignelig problemstilling gælder centralbanken/den amerikanske stat selv, da centralbanken har opkøbt store obligationsbeholdninger på balancen (Quantitative easing), da man mente at inflationen var faretruende lav. Samtidig har man en relativt kort gennemsnitlig løbetid på statsgælden, som løbende skal refinansieres til en højere rente. Denne rentefølsomhed kan muligvis på kort sigt holde centralbanken tilbage fra at stramme pengepolitikken yderligere.

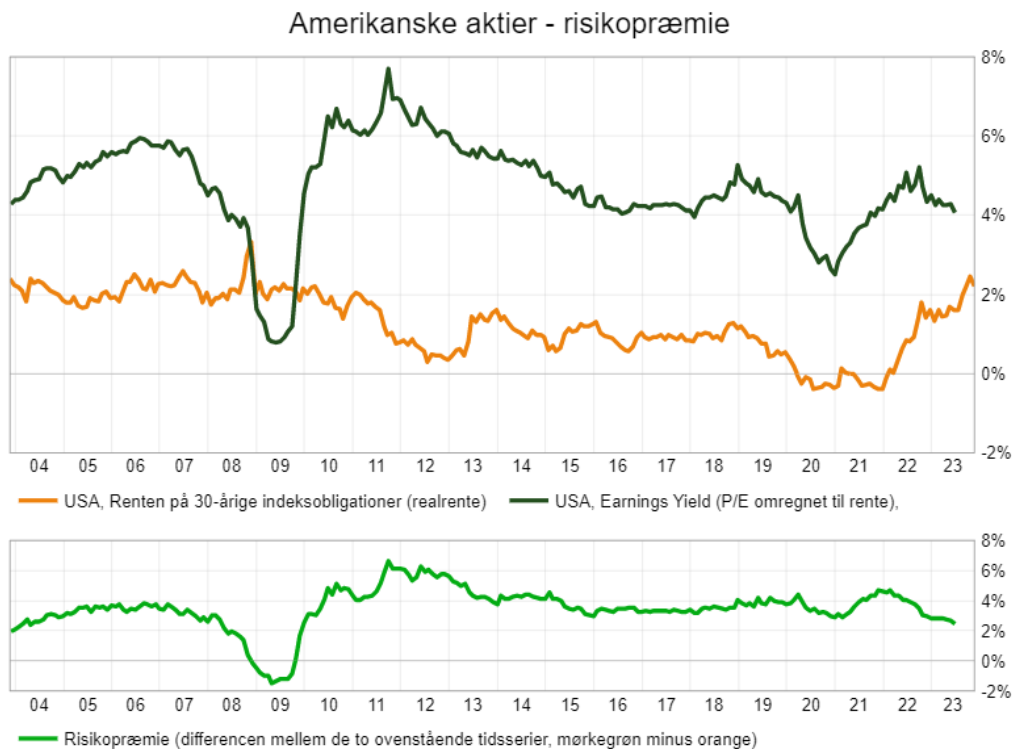
På den mindre positive side står også, at USA har et stort strukturelt budgetunderskud og efterhånden en relativt høj samlet gæld. Den højere rente gør denne problemstilling endnu værre. Højt strukturelt budgetunderskud er vanskelige at gøre noget ved under en recession, da økonomien her har brug for finanspolitisk støtte – ikke det modsatte. Hvis den økonomiske vækst er lav, og hvis der opstår vilje til det, kan noget af ubalancen formentlig reduceres inden for nogle år.

Sidst, men ikke mindst, står splittelsen i det amerikanske samfund og situationen i det amerikanske demokrati. For os er dette en stor risiko, som er svær at kvantificere, men vi følger det tæt.

**Det amerikanske aktiemarked:** Vi forventer et beskedent 10-årigt gennemsnitligt afkast af det amerikanske aktiemarked, da det for os ser højt prisfatsat ud. Det betyder ikke, at det ikke kan stige markant mere, blot at vi forventer et relativt lavt gennemsnitligt afkast over de næste 10 år.

Det amerikanske aktiemarked fylder ca. 70 pct. af det globale aktiemarked MSCI World, så indekset er veldiversificeret på antal selskaber, men knapt så meget på landeeksponering.

På grafen nedenfor ses, at risikopræmien på amerikanske aktier - målt som "earnings yield" (P/E udtrykt som rente) minus renten på 30-årige indeksobligationer - er indsnævret betragteligt over det seneste år.



I modsætning til almindelige obligationer kan en stor del af selskaber over tid "vælte" prisstigninger oven i deres salgspriser; genetablere deres profitmarginer og dermed få et højere overskud, som kompenserer for inflationen. Som investor i indeksobligationer bliver man også kompenseret for inflation, og derfor bruger vi primært indeksobligationer, når vi ser på renteforskellen mellem aktieafkast og obligationsafkast.

Billedet af et højt prisfatsat marked forstærkes, når vi ser på, hvor meget profitter fylder af den samlede økonomi i forhold til det langsigtede gennemsnit.

## Amerikanske selskabers profitter efter skat som andel af BNP



Source: LSEG Datastream

Figuren viser amerikanske selskabers profitter relativt til det samlede BNP over en lang årrække, og det fremgår at selskabers profitandel ligger højt i forhold til det langsigtede gennemsnit. Det stramme arbejdsmarked giver lønmodtagere større forhandlingskraft og er en risiko i forhold til, at arbejdstager får en større bid af den samlede indkomst på bekostning af virksomhedsprofitter.

Endelig ser vi en potentiel udfordring med aktivkvaliteten, hvor goodwill fylder en del i virksomheders kapital. Dette er ikke et problem hvis selskabskvaliteten er tårnhøj og gælden lille i forhold til niveauet af frie pengestrømme. Hvis det modsatte derimod er tilfældet og profitmarginen bliver presset af en dårligere økonomi, rentestigninger eller lønstigninger, er risikoen højere for, at det kan betyde udvanding af eksisterende investorer gennem udstedelse af ny kapital eller konkurs. Når krisen kradsler, er der stor forskel på aktivkvaliteten på likvider midler og på goodwill.

### Europæisk økonomi

I vores mest sandsynlige scenarie vil den gennemsnitlige vækst i europæisk økonomi over de nærmeste år være lav – og vi udelukker ikke mindre recessioner.

Europæiske økonomier har været udsat for mange prøvelser siden euroens indførelse: Finanskrisen 2008, gældskrisen 2012 (Portugal, Italien, Irland, Grækenland og Spanien), Coronakrisen i 2020 og krig i Ukraine kombineret med energikrisen i 2021.

Trods de mange prøvelser er Europa, efter vores opfattelse, blevet stærkere for hver gang og står i dag et godt sted. Samtidig er arbejdsløsheden faldet til det laveste niveau i mange årtier – jævnfør figuren nedenfor.

### Arbejdsløshed i Europa



Source: LSEG Datastream

Der er dog stadig mange udfordringer pga. flygtningekrise, energifafhængighed, grøn omstilling, for store budgetunderskud i visse lande, større afhængighed af Kina og på længere sigt pensionsforpligtelser. I vores optik er de samlede strukturelle risici dog mindre end i USA og de europæiske demokratier er stærkere i gennemsnit.

## Kinesisk økonomi

Vi forventer lav gennemsnitlig vækst og store udfordringer for kinesisk økonomi over de næste 10 år. Efter vores mening har kinesisk økonomi en række store ubalancer, som hver især giver store problemer, og samlet set er de en stor risiko for Kina. Følgende punkter er vores forståelse og vurdering af nogle af de større problemer.

- Demografi – den kinesiske arbejdsstyrke falder markant.
- Samlet gæld er høj i forhold til økonomiens udviklingstrin.
- Boligmarkedet: Et meget højt prisfastsat boligmarked i forhold til lønninger, en del af mange byers budgetter har været finansieret af salg af grunde til boliger; bolig-entreprenørvirksomheder kolliderer under gæld og mange boliger står ufærdige hen.
- Kinas investeringer er store i forhold til økonomien, og nye investeringer med tilfredsstillende afkast kan være en stor udfordring at finde. Hvis investeringsniveauet falder, falder væksten alt andet lige også.
- Politik: Kinas støtte til- og alliance med Putin; Kinas egne militære ”ambitioner” i Taiwan og i det sydkinesiske hav; statslig indblanding og kontrol med vestlige virksomheder; problemer med at overholde patentrettigheder; statsstøtte som beskyldes for at overtræde handelsaftaler etc.

Vi vurderer, at disse problemer har en størrelse, som er vanskelig at håndtere, og at Kinas politik vil betyde, at en stor andel af virksomheder og lande over tid vil nedbringe deres afhængighed af Kina. På et til ti års sigt ser vi Kina som en risiko i forhold til: Globale forsyningskæder; krig; global vækst etc. – men vi håber, at vi er for pessimistiske.

Vi forventer ikke et kollaps i kinesisk økonomi, og vi afskriver ikke virksomheder med eksponering til Kina, men vi kræver højere risikopræmier for at være involverede.

## Ansvarsfraskrivelse

Panorama Invest yder investeringsrådgivning til fonden "PortfolioManager Panorama Invest KL", men yder ikke investeringsrådgivning over for private. Vi udtaler os alene som rådgivere for fonden. Læs venligst vores ansvarsfraskrivelse for flere oplysninger herom.

Dette skriv er udarbejdet af Panorama Invest ApS og er kun beregnet til informationsformål. Vi ønsker at gøre vores læsere opmærksomme på følgende:

1. **Ingen investeringsrådgivning:** Dette skriv udgør ikke, og bør ikke tolkes som, investeringsrådgivning. Vi opfordrer læserne til at konsultere en professionel finansiell rådgiver, inden de træffer beslutninger vedrørende investeringer.
2. **Ingen opfordring til køb eller salg:** Informationerne præsenteret i dette skriv udgør ikke en opfordring eller anbefaling til at købe eller sælge værdipapirer, aktier eller andre finansielle instrumenter.
3. **Risici ved investering:** Investeringer indebærer risici, og tidligere resultater garanterer ikke fremtidige resultater. Læserne opfordres til at foretage deres egen grundige research og overveje deres risikotolerance, før de træffer investeringsbeslutninger.
4. **Genovervejelse af information:** Finansielle forhold og markedsvilkår ændrer sig løbende. Informationen i dette skriv kan være underlagt ændringer uden varsel. Vi påtager os intet ansvar for unøjagtigheder eller ufuldstændigheder i de præsenterede oplysninger.

Ved at læse dette skriv accepterer læseren ansvar for sine egne investeringsbeslutninger og forstår, at Panorama Invest ApS ikke er ansvarlig for eventuelle tab eller skader, der måtte opstå som følge af brugen af informationen heri.

Vi opfordrer alle læsere til at være opmærksomme på de finansielle risici og konsultere professionelle rådgivere, inden de træffer investeringsbeslutninger.