

AI till undsättning

På ytan verkar det som om investerare över hela världen har ignorerat recessionsrisken givet den positiva utvecklingen på aktiemarknaden under första halvåret 2023. Men om vi skrapar lite på ytan ser vi att det gamla amerikanska industriella Dow Jones-indexet bara steg 4%, medan det tekniktunga Nasdaq Composite steg med imponerande 32%.

Denna extrema skillnad förklaras av lanseringen av ChatGPT i slutet av 2022. Denna händelse, av många jämförd med lanseringen av iPhone 2007, har underblåst spekulationer och förhoppningar om förnyad tillväxt i en teknologisektor som upplevde en tidigare topp under Covid-19. Investerare har belönat techjättar som Apple, Microsoft, Nvidia, Google, Amazon och Facebook och även Tesla, som alla har stigit kraftigt. Denna koncentration illustreras av det faktum att tio aktier i S&P 500 stått för 90% av marknadsavkastningen hittills under 2023 (källa: Bernstein Research, per 12 juni 2023).

“Vår bedömning har varit, att aktiemarknaden har varit igenom det värsta. Optimismen verkar också dominera just nu med det spännande löftet om AI.”



Bo Knudsen
VD och portföljförvaltare
C WorldWide Asset Management



Som vi beskrivit tidigare befinner sig marknaden i en läkningsprocess efter såren som tillfogats av den eskalerande inflationen efter pandemin och den efterföljande kraftfulla och historiska reaktionen från centralbankerna. Nedgången på aktiemarknaden 2022 fick de traditionella värderingsmått att falla markant när bolagens vinster fortsatte att öka. Vår bedömning under de senaste kvartalen har varit att aktiemarknaden går framåt i en resa mot helande när slutet av räntehöjningarna ser ut att närma sig.

Optimismen verkar också dominera just nu eftersom det spännande löftet om AI har drivit upp aktiekurserna. AI kan ge stora produktivitetstvinster inom flera branscher med potential att automatisera 300 miljoner administrationsjobb, enligt Goldman Sachs uppskattning. De dominerande teknikbolagen har en attraktiv position, eftersom de har tillgång till värdefull data och samtidigt sitter på enorma resurser som krävs för att få ut de bästa AI-lösningarna på marknaden. Dessa lösningar kan säljas som en integrerad del av befintliga och etablerade produkter som redan är kända för bolag och konsumenter. Men vi ser också goda möjligheter för traditionella industribolag att kombinera artificiell intelligens med sensorer och verktyg, vilket ytterligare förbättrar produktiviteten i den mer handfasta

“Det finns goda skäl till spänning, men det behövs en aning realism för att inte förvänta sig att AI ska lösa alla världsproblem.”

världen. De möjligheterna sträcker sig också till en mer intelligent nästa generations energiinfrastruktur. Vi har nyligen skrivit om detta i ett perspektiv med titeln ”The Intelligent Tangible World”.

Som med alla tekniska genombrott finns det en spänningsfas, och det är där vi är för närvarande. Det finns goda skäl till spänning, men det behövs en aning realism för att inte förvänta sig att AI ska lösa alla världsproblem. Vi följer AI-revolutionen som förmodligen kommer att vara mer av en evolutionär process, och vi har ett särskilt fokus på att förstå hur bolag specifikt tar fram nya innovativa produkter och tjänster.

En koncentrerad marknad är inte en varningssignal i sig

En stigande börs driven av få bolag kan ifrågasätta uthålligheten i den uppåtgående trenden. Under IT-bubblan runt år 2000 till exempel, föll marknaden kraftigt efter den explosiva tjurmarknaden och återhämtade sig inte på många år.

En färsk analys från Bernstein Research visar dock att ett koncentrerat marknadsframsteg inte nödvändigtvis är en varningssignal. I slutet av 90-talet och början av 2000-talet ökade värderingen av de dominerande IT-bolagen dramatiskt, men så är inte fallet den här gången. Värderingen av de ledande bolagen (de tio bolag som drivit det mesta av marknaden i år) har ökat från ett p/e-tal på 21x i början av året till 32x, där Microsoft som exempel handlats till ett p/e på 30x. Även om detta är en relativt hög värdering, är det långt ifrån värderingsnivåerna sett under IT-bubblan runt år 2000. Bernsteins analys, som



går tillbaka till 1980, visar inget tydligt samband med att negativa aktiemarknader kommer att följa perioder med koncentrerade uppgångar. Faktum är att historien visar att den efterföljande avkastningen endast ligger marginellt under den normala trenden. Det är något större effekt på de aktier som tenderar att stiga något mindre än marknaden under de följande 6-12 månaderna. De tar en andningspaus så att säga. Som alltid är nyckeln för oss att bedöma bolagens strategiska potential på lång sikt. AI kommer förmodligen att spela en betydande roll i dessa bedömningar.

Risk för vinstrevideringar

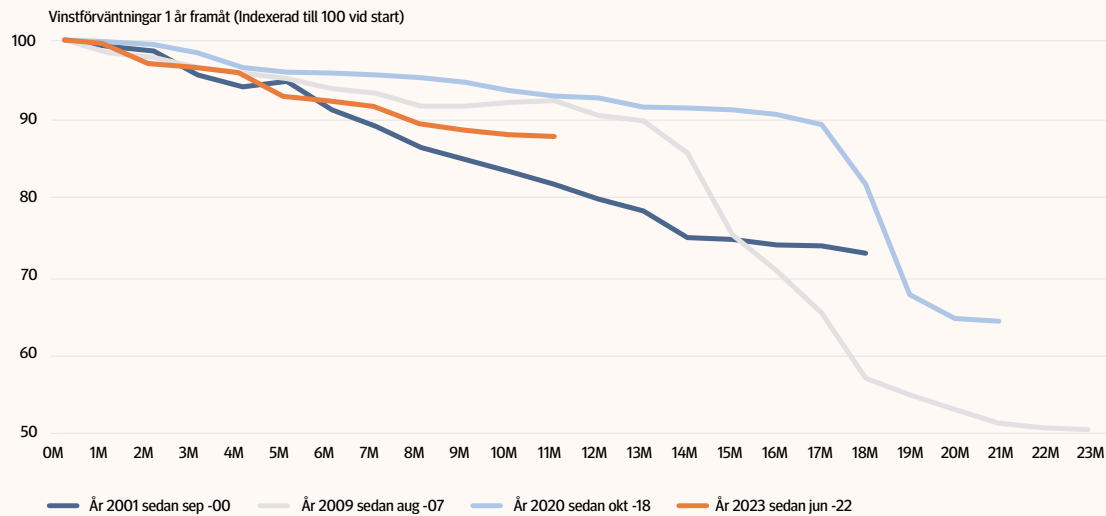
Den snabba åtstramningen av penningpolitiken gjorde stor skada 2022. Framöver kommer aktiekurserna främst att styras av de enskilda bolagens fundamentala utveckling. För närvarande är investerare euforiska över AI runt en utvald grupp av bolag – en optimism som vi i stort sett också delar.

“Framöver kommer aktiekurserna främst att styras av de enskilda bolagens fundamentala utveckling.”

Ett osäkerhetsmoment som kan skapa volatilitet på aktiemarknaden är reaktionen på en möjlig och ganska trolig recession i USA och andra stora ekonomier runt om i världen. En lågkonjunktur kanske inte verkar vara överhängande med de nuvarande tillväxtsiffrorna. Ändå vet vi från historien att effekterna av en stramare penningpolitik, och särskilt effekterna av en inverterad avkastningskurva som vi ser idag, utspelar sig med en fördröjning på cirka 18 månader.

Under första kvartalet 2023 beskrev vi hur arbetsmarknaden svarade med en eftersläpning på ca 18 månader under finanskrisen. En färsk analys från J.P. Morgan visar att den amerikanska konsumenten sedan mitten av 2021 har spenderat de extraordinära besparingarna från perioden under Covid-19, motsvarande ett belopp på ca 1 600 miljarder USD. Som jämförelse är den årliga privata konsumtionen i USA ca USD 18 000 miljarder. Minskningen av sparandet har haft en betydande effekt på konsumtionen, men enligt analysen har överskottssparandet från pandemin nu spenderats, vilket tyder på ökat privat sparande och mindre konsumtion framöver.

Figur 1

S&P500 EPS-estimat minskning i tidigare lågkonjunkturer

Källa: Jefferies, mars 2023

“Ur ett marknadsperspektiv är effekten av vinstrevideringar klart negativ. Med tanke på det betydande antalet räntehöjningar har centralbankerna nu fyllt på sina verktygslådor och är utan tvekan i en bättre position att hantera en potentiell ekonomisk nedgång.”

Lägre eller negativ ekonomisk tillväxt ökar risken för vinstrevideringar. Figur 1 visar banan för sådana under tidigare lågkonjunkturer, och det verkar finnas en risk för ytterligare nedgraderingar om en lågkonjunktur slår till.

Bolagens resultat har ökat trots stigande inflation då bolagen har kunnat höja priserna mer än kostnadsökningarna. En analys från US Bureau of Economic Analysis (BEA) visar att bolagens täckningsbidrag i USA och vinst per produktionsenhet är på den högsta nivån någonsin. Men framöver kommer det att bli betydligt svårare för bolag i allmänhet att hålla uppe höga priser. Det kommer bara att vara en utvald grupp av bolag med en stark marknadsposition, differentierade produkter och hög innovationsnivå som kan hålla fast vid prisökningarna. Ett sådant exempel är Procter & Gamble, som har ett strategiskt fokus på produktinnovation, vilket ger en bättre grund för att höja priserna och därmed potentiellt högre marginaler.

Centralbankerna har fyllt på sina verktygslådor

Ur ett marknadsperspektiv är effekten av vinstrevideringar klart negativ. Med tanke på det betydande antalet räntehöjningar har centralbankerna nu fyllt på sina verktygslådor och är utan tvekan i en bättre position att hantera en potentiell ekonomisk nedgång. Detta är något paradoxalt eftersom debatten för mindre än två år sedan handlade om den extrema penningpolitiken och därav följande negativa räntor som hade tömt centralbankernas verktygslådor utan några politiska verktyg kvar för att bekämpa en lågkonjunktur. Nyckelfrågan för aktieinvestorer är hur snabbt centralbankerna kommer att dra sig tillbaka från sin hökaktiga hållning när ekonomierna försvagas. Deras retorik tyder på att de kommer att hålla räntorna högre under längre tid för att säkerställa en solid förankring av förväntan om låg inflation. Däremot tenderar aktieinvestorer att se framåt och börja jubla i förväg.

Detta är marknadsföringskommunikation. Investeringar i fondandelar är alltid förknippade med risk. Tidigare resultat ska inte tolkas som en prognos om framtida avkastning. Fondandelar kan både öka och minska i värde, och kan påverkas av ändringar i valutakursen. Det finns inga garantier för att du får tillbaka hela det investerade kapitalet. Denna publikation har upprättas av C WorldWide Asset Management Fondsmæglerselskab A/S Danmark Filial i Sverige (CWW AM SE). Denna publikation tillhandahålls endast i informationssyfte och utgör inte, och ska inte betraktas som, ett erbjudande, en uppmaning eller en inbjudan att delta i investeringsaktiviteter, ej heller som investeringsrådgivning eller som investeringsanalys. Publikationen har således inte framtagits i enlighet med lagkrav utformade för att främja oberoende investeringsanalys, och är inte föremål för något förbud att handla innan investeringsanalysens spridning. All information som är uttryckta är endast gällande från och med tidpunkten för offentliggörandet och kan komma att ändras. Publikationen har utarbetats från källor CWW AM SE anser vara pålitliga och alla rimliga försiktighetsåtgärder har vidtagits för att säkerställa att uppgifterna är korrekta och noggrant preciserade. Korrektheten och noggrannheten är emellertid inte garanterad och CWW AM SE tar inget ansvar för eventuella fel eller brister. Publikationen får inte reproduceras eller distribueras, helt eller delvis, utan skriftligt samtycke från CWW AM SE. För mer information, se respektive [PRIIPs KID](#) och [prospekt](#) på cworldwide.se.

C WORLDWIDE ASSET MANAGEMENT FONDSMAEGLERSELSKAB A/S DANMARK FILIAL I SVERIGE

Box 7648 · Blasieholmsgatan 5 · SE-103 94 Stockholm

Tel +46 8 535 273 00 · Org.nr. 516405-7233 · cworldwide.se · info.se@cworldwide.com

Marknadskommentar Q3 2023