

En helande resa

Ett bolag existerar inte i ett vakuum. Därför analyserar vi långsiktiga trender och teman för att förstå samhällsutvecklingen på lång sikt. Ibland är dock den kortsiktiga makroekonomiska bilden extrem och kan få långsiktiga marknads-effekter. Den nuvarande inverterade amerikanska räntekurvan är ett sådant exempel.

Detta är en fortsättning på kommentaren vi skrev förra året som hette ”[Centralbankerna håller kvar investerarna i jämmerdalen](#)”. Det som är bra med en sådan resa är att den går framåt, om än med motvind då och då. Den rådande osäkerheten kring vissa banker i USA och Europa är verkligen en sådan motvind.

Vi har gått igenom en period av låg inflation de senaste decennierna. Covid-pandemin förändrade helt detta och vi ser nu stigande inflation. Tillfälligt eller inte, men osäkerheten från 1970-talet har vaknat till liv, Federal Reserve och andra centralbanker är nu åter tvungna att reagera. Vi har varit vana vid att köra på en “enkelriktad gata” och varje gång det fanns ett problem, löstes det genom finanspolitiska åtgärder. Men nu, för första gången på cirka 30 år,

“Med tanke på beslutsamheten i Federal Reserves agerande för att bekämpa inflationen har deras indirekta budskap varit ett tyst accepterande av att något så småningom skulle kollapsa till följd av den snabba och hårda åtstramningen. Och nu har vi sett de första offren.”



Bo Knudsen
VD och portföljförvaltare
C WorldWide Asset Management

var Federal Reserve åter tvungen att hantera problem med både inflations och trovärdighet.

Köra mot en enkelriktad gata

Det är olagligt att köra mot trafiken på en enkelriktad gata, men är det möjligt? Ja, om du företräder myndigheterna och situationen är alarmerande. Även om det är riskabelt är det möjligt, särskilt om den enkelriktade gatan är relativt kort och resan kan göras snabbt och säkert. Federal Reserves avsikt var att det skulle vara kortlivat, eftersom flera av anledningarna bakom den stigande inflation ansågs vara övergående. Det var dock inte realistiskt att detta, hur kortlivat det än skulle vara, skulle kunna ske utan nederlag och förluster. Speciellt inte efter en period av omfattande penningpolitiska lättnader. Med tanke på beslutsamheten i Federal Reserves agerande för att bekämpa inflationen har deras indirekta budskap varit ett tyst accepterande av att något så småningom skulle kollapsa till följd av den snabba och hårda åtstramningen. Och nu har vi sett de första offren.

Västerländska banker är under press, men det finns inga tecken på en systemkris

Vår syn på banksektorn skiljer sig inte från konsensus. Vi ser att storbankerna och banksystemet i stort är bättre rustat nu än för 15 år sedan, varför motvinden vi upplever idag sannolikt inte lär utvecklas till en systemkris. En omvänd räntekurva, det vill säga när de korta räntorna är högre än de långa, är dock inte bra för bankernas grundläggande affärsmodell eftersom detta sätter press på bankerna och sänker sektorns lönsamhet. Vi har varit negativa till västerländska banker ganska länge och har bara haft en västerländsk bank i vår globalfond, First Republic Bank (FRB). Vi gillade deras kundcentrerade affärsmodell med fokus på förmögenhetsförvaltning. Banken har sitt huvudkontor i Kalifornien och drabbades av likheterna med Silicon Valley Bank, med fokus

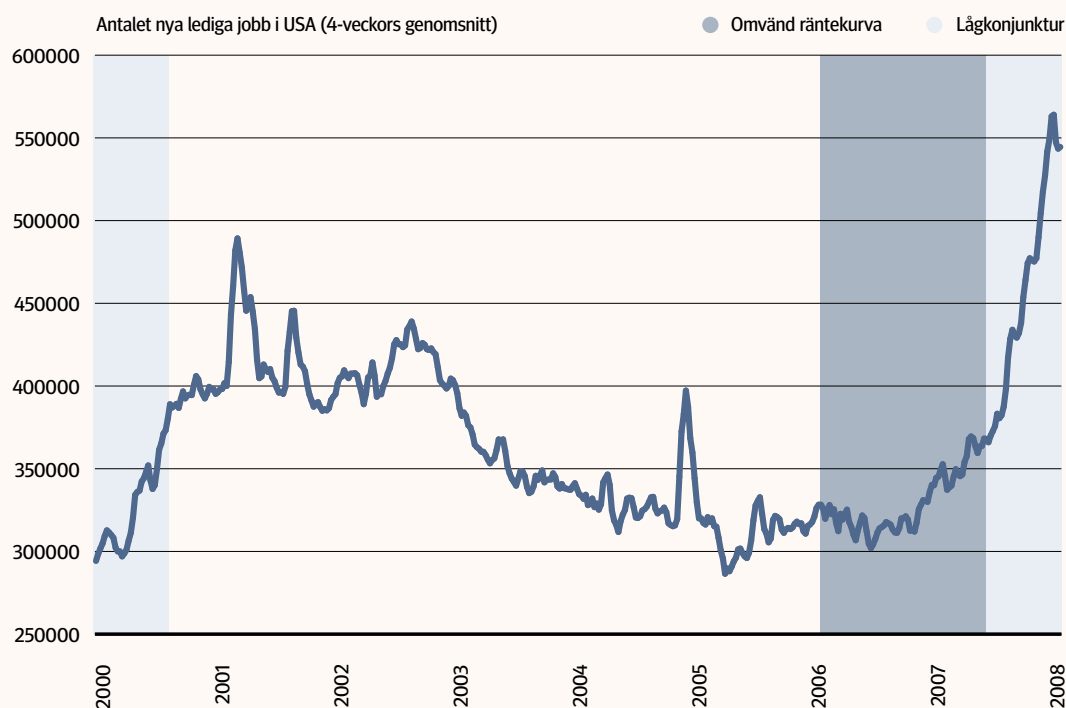
“Vi ser att storbankerna och banksystemet i stort är bättre rustat nu än för 15 år sedan, varför motvinden vi upplever idag sannolikt inte lär utvecklas till en systemkris.”

på förmögna kunder. När dessa började ta ut sina besparingar sattes FRB under press och bankens framtida lönsamhet ifrågasattes. Som en följd av detta valde vi att sälja innehavet och har nu ingen återstående exponering i våra globalfonder mot västerländska banker. Under marknadsoron i mars har riskprofilen för globalfonden varit robust och trots utvecklingen i FRB har den kort-siktiga avkastningen varit bättre än jämförelse-index.

Som vi skrev i “Centralbankerna håller kvar investeringarna i jämmerdalen” kommer det utmaningar och motvind. Det kan kännas som att dessa aldrig tar slut när man står mitt i stormen. Det finns såklart flera utmaningar i processen för att få ner inflationen, och vi ser både ett förväntat och på sätt och vis medvetet skapat bakslag. Risker är dock att den finansiella världsekonomin har vuxit sig så stor att en kontrollerad nedkylning är mycket krävande.

En tanke: Vore det inte enklare om räntorna var centralt styrda med en snyggt uppåtgående kurva som inte skapar kaos i det finansiella systemet, som idag med en omvänd räntekurva och bankkunder som tar ut sina pengar i panik? Detta kommer att förändra spelreglerna i grunden och slutligen förstöra illusionen om att det är fria marknadskrafter som sätter priset på pengar. ”Big Government” sätter räntorna enligt lag och den enkelriktade gatan blir dubbelfilig. Att regeringar tar kontroll över räntekurvan är ett scenario som inte går att utesluta i framtiden. Den nuvarande världsekonomin har byggt upp enorma skulder under de senaste decennierna. Därför kan vi inte klara av höga realräntor eller en omvänd räntekurva under lång tid. Vi behöver låga räntor för att nå tillväxt och klara av de stora investerings-

Figur 1

Fördröjning innan arbetsmarknaden ser konsekvenser av högre räntor

Källa: ISI, januari 2023

“Det finns såklart flera utmaningar i processen för att få ner inflationen, och vi ser både ett förväntat och på sätt och vis medvetet skapat bakslag.”

projekt som den gröna omställningen kräver samt investeringar i mer lokal produktion när västländerna tar hem produktionen från lågkostnadsländer för att uppnå högre försörjningstrygghet.

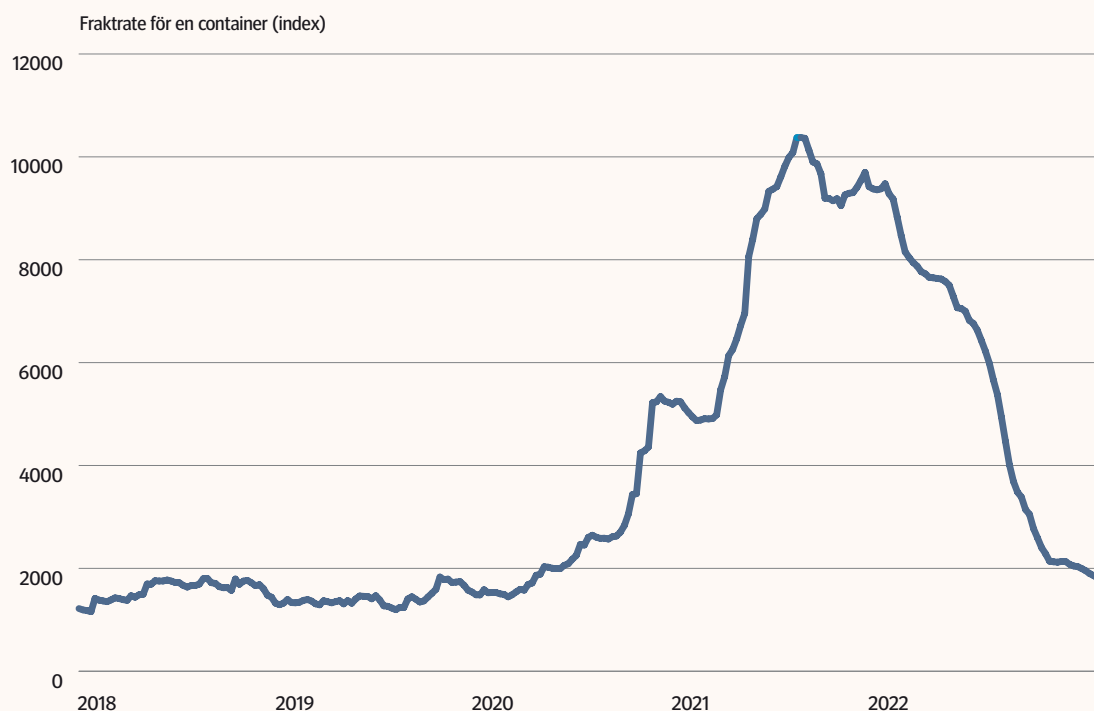
Vad säger historien oss?

Räntan på den 10-åriga amerikanska statsobligationen är idag (mitten av april) runt 3,4 procent, medan Federal Reserves korta styrränta är 4,75 procent och den tvååriga statsräntan runt 4 procent. Detta är en tydlig inverterad räntekurva och en sådan har en sällsynt förmåga som få besitter. Det är nämligen en ledande indikator på en kommande lågkonjunktur. Som vi ser i figur 1 har en inverterad räntekurva historiskt (i detta

fall i samband med finanskrisen) en fördröjning på upp till 18 månader innan konsekvenserna av penningpolitikens åtstramning så småningom får effekt på arbetsmarknaden och ekonomin.

Centralbankerna har en tudelad strategi där de dels bromsar kraftigt för att dämpa inflationen samtidigt som de försöker erbjuda akutsjukvård till de som drabbas av deras agerande. Denna strategi, där ena handen kastar bränsle på elden medan den andra håller vatten på den, kan fortsätta under en kortare period, men det är inte en långsiktigt hållbar strategi. Eftersom penningpolitisk åtstramning fungerar med fördröjning har den förmodligen redan gjort tillräckligt för att dämpa efterfrågan.

Figur 2

Priset på globala containerfrakter har fallit kraftigt sedan Covid-19

Källa: Bloomberg, mars 2023

“Centralbankerna har en tudelad strategi där de dels bromsar kraftigt för att dämpa inflationen samtidigt som de försöker erbjuda akutsjukvård till de som drabbas av deras agerande.”

De tidigare pressade leveranskedjorna och stigande råvarupriserna har också vänt till det bättre och sänder nu fler positiva signaler ur ett inflationsperspektiv. Till exempel har priserna på globala containerfrakter sjunkit med mer än 80 procent från toppen för 18 månader sedan och ligger nu på nivån före Covid-19, se figur 2. Detta kommer också att minska inflationstrycket.

Slutligen är de senaste uttalandena från Bill Gates värda att notera. Han jämför genombrottet inom artificiell intelligens (AI), exemplifierat av ChatGPT, med introduktionen av det grafiska användargränssnittet för pc:n 1980. Det är de

två största revolutionerna han har upplevt. AI:s ålder har nu börjat, och Goldman Sachs uppskattar till exempel att 300 miljoner administrativa jobb världen över kan bli automatiserade. Detta är en enorm förändring och innebär en risk för nya delar av arbetsmarknaden som tidigare inte berörts av ny teknik i samma utsträckning. Detta kan mycket snabbt spridas till en ökad otrygghet hos anställda inom mer administrativa delar av arbetsmarknaden och därigenom – kanske också på kort sikt – minska risken för en kortsiktig inflationsspiral.



När vi tänker på anställningstrygghet och jobb-möjligheter blir det ännu viktigare för oss människor att förstå vilka frågor man ska ställa snarare än att ge svar baserade på historiska fakta.

Bolagens utveckling kommer återigen att dominera

Vi står sannolikt inför en period av mer osäkerhet tills centralbankerna oundvikligen pausar åtstramningen och gradvis accepterar tillbakagången till en mer normal räntekurva. Aktiemarknaderna är dock framåtblickande, och den kortsiktiga marknadsutvecklingen drivs ofta av förändringar i ekonomin och politiska åtgärder.

Det finns osäkerhet om var den framtida inflationsnivån kommer att ligga, hur allvarlig den förväntade konjunkturavmattningen är och följd effekterna på bolagsvinsterna. En förändring mot en normal räntekurva är vi positivt inställda till och värderingarna på aktiemarknaden har kommit ned avsevärt under det senaste året. En miljö med en mindre restriktiv penning-

“En förändring mot en normal räntekurva ser vi dock som positiv och värderingarna på aktiemarknaden har kommit ned avsevärt under det senaste året.”

politik bör bromsa nedgraderingen av långfristiga tillgångar som kvalitetsbolag med hållbara affärsmodeller, och kommer göra det lättare för underliggande fundamenta i enskilda företag att åter komma i fokus.

Detta är marknadsföringskommunikation. Fullständiga namn för delfonderna i detta dokument är C WorldWide - C WorldWide Global Equities och C WorldWide - C WorldWide Global Equities Ethical ("fonderna"). Denna publikation har upprättats 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. 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. 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 Q2 2023