

En vandring genom jämmerdalen

Sedan finanskrisen 2008 har centralbanker, genom låga räntor och hög likviditet, aggressivt använt sig av finansiella hävstänger för att driva realekonomin framåt. Nu måste de göra en helomvändning. De behöver ge intryck av att ha kontroll och att genom den finansiella ekonomin sänka inflationen och inflationsförväntningarna i realekonomin. Detta har drabbat aktiemarknaderna hårt – hittills i år har de fallit markant. Aktiemarknader är framåtblickande och det tuffare klimatet för aktier – egentligen bolagens vinstförväntningar – speglas direkt. Ett bolags senaste aktiekurs säger dock inte alltid hela sanningen. När rädsla är drivkraften blir investerarna kortsiktiga och pessimismen dominerande. Det kan vara svårt att se slutet på den jämmerdal alla nu vandrar i, inte minst för den som vandrar där för första gången. Det är många faktorer som spelar in, och i och med att kriget i Ukraina intensifierats befinner vi oss på ny mark. Vi tycker att en resa genom dalen är en mer rättvis beskrivning än att vi befinner oss vid världens ände, som många pessimister menar just nu. Att ha ett fortsatt långsiktigt perspektiv och en tro på vår gemensamma framtid är svårare men också viktigare, nu mer än någonsin med tanke på att investeringsmiljön är mer komplex.

“Den negativa utvecklingen på aktiemarknaderna beror främst på den höga inflation som centralbankerna hade hoppats skulle vara övergående.”



Bo Knudsen

VD och portföljförvaltare,
C WorldWide Asset Management

Figur 1

Inflation vänder strukturell nedgång



Källa: U.S. Bureau of Labor Statistics, juni 2022

“Centralbankerna satsar på att återfå sitt förtroende.”

Den negativa utvecklingen på aktiemarknaderna beror främst på den höga inflation som centralbankerna hade hoppats skulle vara övergående men istället verkar bita sig fast. Idag ligger den på omkring 8 procent och inflationen exklusive energi och livsmedel på omkring 6 procent (se Figur 1). Inledningsvis kunde inflationen förklaras genom effekterna av nedstängningarna och återöppningarna under pandemin. Kriget i Ukraina har dock medfört högre energi- och råvarupriser, och samtidigt synliggjort en mycket sårbar västerländsk energipolitik med långvariga underinvesteringar i energisektorn. Inflationsökningen till följd av covid-19 har därför blivit mer ihållande.

Centralbankerna vill återfå trovärdighet

Centralbankerna vet att de förlorat i trovärdighet genom att alltför länge hålla fast vid en mycket lätt penningpolitik. Nu satsar de därför på att återfå sitt förtroende och gör en helomvändning. De talar i stora ordalag och penslar om en stram framtida penningpolitik. Under det senaste decenniet har centralbankerna behövt stimulera tillgångsmarknaderna (främst bostäder, obligationer och aktier) för att främja konsumenternas optimism, ekonomisk tillväxt och ett högre inflationstryck. Nu har vi en motsatt situation. Centralbankerna tvingas strama åt och minska spekulatjonen på tillgångsmarknaderna för att dämpa realekonomin och inflations-

Figur 2

Minskat arbetskraftsdeltagande



Källa: Federal Reserve Economic Data, maj 2022

“En relevant fråga här är huruvida högre räntor verkligen är rätt verktyg för att bekämpa hög inflation när orsaken är problem och störningar i försörjningskedjorna.”

förväntningarna. För en aktieinvestor är detta smärtsamt, men det positiva är att arbetskraft kan frigöras för realekonomin genom ökat fokus på vikten av en mer stabil inkomst för löntagare. Figur 2 visar arbetskraftsdeltagandet i USA. Den visar att deltagandegraden har sjunkit, särskilt under pandemin. När aktiemarknaderna och bostadsmarknaden (och bitcoin...) befann sig i en bull market, kunde en del av befolkningen tänka sig att leva utan, eller åtminstone med en lägre, inkomst av lön från förvärvsarbete. Detta skapade en tendens att istället finansiera levnadskostnader med kraftigt ökande bostads- och tillgångspriser. Nu har allt förändrats och vi menar att ett förnyat fokus på löneinkomst leder till att arbetskraften

ökar igen. En expansion av arbetskraften innebär då en långsiktig fördel för bolagen.

En relevant fråga här är huruvida högre räntor verkligen är rätt verktyg för att bekämpa hög inflation när orsaken är problem och störningar i försörjningskedjorna. Långsiktigt är det inte rätt lösning, men centralbankerna har inget annat att ta till i sin verktygslåda just nu. I och med att de underliggande problemen delvis är geopolitiska kan de dämpas genom stora offentliga och privata investeringar i infrastruktur – inklusive ett mer förnybart energisystem. Dessa oerhört viktiga investeringar som inte kan vänta, kan bara genomföras om realräntorna är låga och helst

Figur 3
30-årig bolåneränta i USA



Källa: Federal Reserve Economic Data, juni 2022

stabila, det vill säga förutsägbara. Höga och volatila räntor är en direkt nackdel för denna politiskt avgörande agenda och en av anledningarna till att vi tror att centralbankerna förr eller senare kommer att tvingas sluta agera hökaktigt.

Den nya politiken har redan fått genomslag

Den amerikanska centralbanken Federal Reserve har börjat höja sina räntor – hittills med 2,25 procentenheter. Europeiska centralbanken (ECB) har följt efter. Effekten av den ändrade inriktningen är redan märkbar. Tioåriga statsobligationsräntor har stigit med cirka 1,5 procentenheter i USA och Europa, och krediträntorna har stigit med lika mycket eller mer. Diagram 3 visar den 30-åriga bolåneräntans utveckling i USA. Den har nästan fördubblats på sex månader, den

kraftigaste ökningen på mer än 20 år. Det har en betydande effekt på bostadsmarknaden. En bostad är normalt en privatpersons absolut viktigaste tillgång. En avmattning får därför väsentligt negativa multiplikatoreffekter på realekonomin, på samma sätt som de här effekterna verkade positivt under prisökningar på tillgångar. Dessutom är den globala skuldsättningen högre än någonsin. Statsskulden i USA är ca 130 procent av BNP och i Europa är den i genomsnitt ca 100 procent. Under 1970- och början av 1980-talet var USA:s skuldsättningsgrad cirka 30 procent. På grund av de höga skuldnivåerna, särskilt efter finanskrisen, har vår utgångspunkt varit att politiker inte kan tåla konsekvenserna för samhället (och väljarna) av höga räntor.

“Den kraftigaste ökningen på mer än 20 år.”

“På grund av de höga skuldnivåerna, särskilt efter finanskrisen, har vår utgångspunkt varit att politiker inte kan tåla konsekvenserna för samhället av höga räntor.”

Centralbankerna väntas fortsätta med sina åtstramningar tills något ger vika. Det kan vara ett tecken på att inflationen sjunker på grund av fallande efterfrågan och lägre tilltro hos konsumenterna, eller oroliga kreditmarknader, något centralbankerna inte kan ignorera. ECB kommer att oroa sig för effekterna av stora räntehöjningar, särskilt i södra Europa. Vi tror att de här förutsättningarna sätter en naturlig gräns för hur länge centralbankerna kan behålla sin strama penningpolitik.

Försämrade ekonomiska indikatorer

Det pågår en intensiv debatt om en lågkonjunktur är nära förestående eller inte. Som vanligt kommer vi att inse att vi befinner oss i en lågkonjunktur med data som bekräftar den först i efterhand – ungefär ett par månader efter att den har inträffat. Vi har ingen kristallkula att spå i, men vi är övertygade om att vi står inför en avmattning i ekonomin på grund av stigande obligationsräntor, stigande inflation som urholkar konsumenternas reala disponibla inkomst, en generellt försvagad bostadsmarknad och nedgångar på aktiemarknaderna. Det är förmodligen för tidigt för att kunna avgöra om detta kommer att leda till en lågkonjunktur under 2022, men riktningen är klar.

Inte vad vi hade räknat med

Handen på hjärtat hade vi inte förutsett den här situationen. Ja, vi hade förväntat oss turbulens på marknaderna när centralbankerna, som väntat, skulle höja räntorna under första halvåret. Men vi förutsåg inte Rysslands attack på Ukraina och dess efterföljande effekter på inflationen.

Generellt sett anser vi att försöka sig på timing på aktiemarknaderna är svårt och riskabelt. Aktieinvestorer idag befinner sig inte vid världens ände, utan det är snarare en jobbig resa som



väntar. Får vi en djup lågkonjunktur blir risken på aktiemarknaderna högre när bolagen sänker sina vinstprognoser. Hittills har nedgången främst drivits av stigande räntor, vilket har pressat ned värderingarna. Den ökade volatiliteten på marknaden har dessutom lett till att fler mer spekulativt orienterade marknadsaktörer minskat sina innehav och därmed sin risk. Detta har också ökat trycket nedåt på aktiemarknaderna.

Aktuella kurser är alltid en ögonblicksbild som påverkas av många kortsiktiga faktorer. Ett krig i Europa begränsar naturligtvis investerarnas tidshorisont. Som alltid rekommenderar vi en längre tidshorisont eftersom vi tror att den tålmodiga investeraren alltid belönas. Vi tror att de ekonomiska indikatorerna förblir negativa under en period, men att sentimentet gradvis



“Vi tror att de ekonomiska indikatorerna förblir negativa under en period, men att sentimentet gradvis förändras. Negativa siffror kommer att börja tolkas positivt.”

förändras. Negativa siffror kommer att börja tolkas positivt. De kommer att vara ett tecken på att centralbankerna nått sina mål och att vandrigen genom jämmerdalen närmar sig sitt slut.

Det är också en svår tid för tillväxtaktier när investerarnas tidshorisont kortas ned och obligationsräntorna stiger – något som varit fallet i år. Med några få undantag har många av de bolag vi investerar i uppfyllt våra förväntningar. Vi är fortsatt övertygade om att deras fundamentala värdeskapande och konkurrenskraft är intakt. Vi har sett den här trenden tidigare. Svagare ekonomisk tillväxt eller lågkonjunktur innebär vanligtvis att trenden med tiden vänder till förmån för tillväxtaktier.

Energi- och råvarupriser är riskfaktorer

Vi vill också nämna att råvaru- och särskilt energipriser är relevanta riskfaktorer. En utbudsminskning, särskilt med tanke på Rysslands anfall mot Ukraina, leder till högre råvarupriser, vilket gör det svårare att hålla nere inflationen. Det pressar centralbankerna ytterligare och förstärker dilemmat med stramare penningpolitik å ena sidan och negativa konsekvenser för realekonomierna och tillgångsmarknaderna å den andra.

Detta är marknadsföringskommunikation. Denna publikation har upprättas av C WorldWide Asset Management Fondsmæglersekskab A/S Danmark Filial i Sverige (CWW AM SE). Denna publikation tillhandahålls endast i informations syfte 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 [KIID](#) 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 2022