



10/2020

# Förväntningar på aktiemarknaden

Av **Bo Knudsen, VD och portföljförvaltare**  
*C WorldWide Asset Management Fondsmæglerselskab A/S.*

## Varför är tillväxtaktier så attraktiva?

De senaste kvartalen har vi beskrivit de viktigaste drivkrafterna på aktiemarknaderna. Staternas insatser för att begränsa coronapandemin har lett till ekonomisk osäkerhet samtidigt som de historiska finans- och penningpolitiska åtgärderna fortsätter att skapa stark medvind. Om man bara ser till avgränsade Covid-19-åtgärder är det svårt att förstå återhämtningen på aktiemarknaderna. Men faktum är att det är de finans- och penningpolitiska åtgärderna som har dominerat. Centralbanker och regeringar signalerar att de inte kommer att tillåta stora nedgångar på tillgångsmarknaderna, eftersom konsekvenserna blir för stora. Detta gör att riskbalansen flyttas till förmån för aktier.

De negativa realräntor som väntas under lång tid framöver gör investerarna villiga att betala mer för en framtida avkastningskrona. Detta ökar priset på aktier. Till skillnad från normalt är inte de nuvarande låga räntorna en indikation på låga tillväxtutsikter, eftersom de är en följd av centralbankernas insatser. Vi



**Centralbanker och regeringar signalerar att de inte kommer att tillåta stora nedgångar på tillgångsmarknaderna, eftersom konsekvenserna blir för stora. Detta gör att riskbalansen flyttas till förmån för aktier.**

ser också en tudelad ekonomi, där vissa bolag upplever god tillväxt, inom sjukvårdssektorn och tech till exempel, medan läget försämras för andra sektorer. Räntan är för låg om man ser till ekonomins tillväxt, men räntan sätts inte efter de här sektorerna utan ekonomin som helhet. Resultatet är att det finns en strukturell medvind för vissa tillväxtföretag under en längre tid.



**Räntan är för låg om man ser till ekonomins tillväxt, men räntan sätts inte efter de här sektorerna utan ekonomin som helhet. Resultatet är att det finns en strukturell medvind för vissa tillväxtföretag under en längre tid.**

### **Tillväxtutsikter stöds av gröna investeringar och automatisering**

Efter de senaste kvartalens normalisering av aktiemarknaderna läggs nu allt större fokus på den långsiktiga utvecklingen inom tillväxt och inflation. I takt med att vi lär oss att leva med Covid-19 utan omfattande nedstängningar runtom i världen lägger vi rädslan för en ren lågkonjunktur bakom oss. 2021 blir sannolikt "vaccinationsåret", och då kommer aktiemarknaderna i allt högre grad att drivas av realekonomin och bolagens vinstutveckling.

Hushållens konsumtion är den viktigaste drivkraften bakom tillväxt. Politikernas ambition att föra en expansiv finanspolitik tillsammans med centralbankernas åtgärder som påverkar bostads- och aktiemarknaderna driver en ökad privat konsumtion. Dessutom står vi inför en lång global, grön och hållbar investeringsera där både Europa, USA (särskilt om Biden blir president) och Kina kommer att investera stora summor i den oundvikliga energiomställningen.

Vätgas som produceras med förnybar energi ses alltmer som den hittills frånvarande länken i övergången till



ett fossilfritt energisystem. Vätgas kan användas som bränsle men också lagras. Den kan också användas i industriella processer för stål, cement, tunga transporter och raffinaderier, och kan därmed minska koldioxidutsläppen i industriella processer där grön el idag inte kan användas. I dagsläget kan vätgas inte konkurrera med fossila energikällor, men vi tror att utvecklingen successivt går i den riktningen. Det är något som EU aktivt kommer att stödja, och som beskrivs i dess vätgasstrategi.

Vätgas kommer därför att vara avgörande för infriandet av klimatmålen. Organisationer som *The Hydrogen Council* och *Bloomberg New Energy Finance (BNEF)* räknar med att vätgas kommer att stå för 20–25 procent av världens energiförbrukning 2050. Dagens kapacitet från sol och vind måste tiodubblas fram till 2050 om visionen ska kunna nås. Banken UBS räknar med att detta kommer att kräva ytterligare investeringar i sol, vind och nätverk om cirka 250 miljarder dollar årligen fram till 2050. Den här tsunamin av investeringar kommer att understödja en långsiktig tillväxtcykel och lägga grunden till en mer hållbar och mer produktivtetsdriven tillväxt.

Utöver detta ser vi att bolag kommer att öka sina anläggningsinvesteringar för att göra sina försörjningskedjor blir mer lokala och konsumentnära. Det är en konsekvens av handelskriget mellan USA och Kina, som tillsammans med Covid-19 har visat hur sårbara dagens försörjningskedjor är. Återflyttningen av produktionen till väst kommer bland annat att leda till en hög efterfrågan på automatiseringsteknik och robotisering.

### Fortsatt svaga inflationsutsikter

Centralbankerna kan idag välja mellan flera olika penningpolitiska verktyg. Ett av alternativen är ”helikoptern”, där nya pengar trycks och delas ut till konsumenterna. Ett annat är att utfärda lånegarantier till bankerna för att främja deras utlåning, och ett tredje är att köpa upp obligationer och andra tillgångar på kapitalmarknaderna. De två första alternativen medför de största riskerna för inflation och är därmed minst attraktiva för en aktieinvestor. Centralbankerna använder sig idag främst av det tredje alternativet.

Överföringsmekanismen via kapitalmarknaderna har visat sig vara mindre inflationsdrivande och har en direkt positiv inverkan på tillgångar som aktier och obligationer.

Som vi beskrivit i tidigare inlägg visar de historiska erfarenheterna att pandemier lämnar tydliga deflationsavtryck. Det syns främst genom outnyttjad produktionskapacitet och ett försiktigare konsumentbeteende. I kombination med de inflationsdämpande effekterna av den digitala transformationen är risken för eskalerande inflation orsakad av expansiva finans- och penningpolitiska åtgärder begränsad under de närmaste åren.

Av diagram 1 nedan, som visar inflationsutvecklingen i USA, framgår att inflationen inte överstigit 2,5 procent sedan början av 1990-talet. Detta illustrerar effekten av dagens strukturella, deflationära krafter och förklarar samtidigt varför marknadens inflationsförväntningar i USA förblir låga på runt 1,6 procent per år de kommande tio åren.

**Figur 1:**  
Inflationsutvecklingen i USA



Omvänt ser vi nu ett långsiktigt politiskt mål i att höja inflationen. Anledningen är att det är det enda acceptabla sättet ur ett samhällsperspektiv att hantera de höga skuldnivåerna. Det är också bakgrunden till att Federal Reserves senaste justering av inflationshanteringen, där inflationsmålet om två procent nu kommer att ses

som ett genomsnitt, och inte som tidigare ett absolut mål. Centralbanken kommer därmed att tillåta något högre inflation innan penningpolitiken stramas åt. Den



**Centralbanken kommer därmed att tillåta något högre inflation innan penningpolitiken stramas åt. Den låga räntan kommer således att bestå under en tid. Det är så starka aktiemarknader skapas.**

låga räntan kommer således att bestå under en tid. Det är så starka aktiemarknader skapas. Låga räntor ger stöd till värderingen och de bolag som besitter prissättningskraft, det vill säga förmåga att för över egna kostnadsökningar på slutkunderna, kommer att se ökad intjäningsförmåga. Aktier kan därför utgöra en försäkring mot en något stigande inflation. Detta står i kontrast till obligationer där ägarna kommer att se det nominella värdet urholkas.



**Dessutom står vi inför en lång global, grön och hållbar investeringsera där både Europa, USA och Kina kommer att investera stora summor i den oundvikliga energiomställningen.**

### **Tillväxt eller värde?**

Debatten om tillväxt- eller värdeaktier har varit omfattande när skillnaden i avkastning dem emellan har ökat, ännu mer i år än tidigare. Flera av de ledande techbolagens kurser har stigit kraftigt, medan bolag i sektorer som bank och finans, energi och transport fallit djupt. Den här polariseringen är en följd av att de under-

liggande trenderna har accelererat, där Covid-19 främjar digitaliseringstrenden, medan fortsatt låga räntor och en platt räntekurva försämrar bankernas utsikter.

Som fundamental investerare är vårt utgångsläge att aktier ska värderas utifrån bolagens förmåga till vinst och att skifta ut kapital till ägarna. Begreppet värdeaktie handlar i grunden om huruvida en aktie värderas lägre än förväntningarna på bolaget. Ofta förknippas dock värdeaktier med bolag med låga tillväxtutsikter och låg avkastning på eget kapital. Vi föredrar bolag med uthållig och förutsebar tillväxt och som genererar hög avkastning på sitt kapital.



**I en miljö med modest stigande inflation är det viktigt att investera i bolag som kan höja priserna. Vanligtvis är det marknadsledande bolag med unika produkter.**

Många av de stadigt växande bolagen kan idag, enligt vår mening, beskrivas som värdeaktier. Ett exempel är livsmedelsbolaget Nestlé, som har goda tillväxtmöjligheter och hög avkastning på eget kapital. Om vi antar att bolagets resultat kan växa med cirka 5 procent per år de närmaste fem åren, och att bolagets utdelning kommer att ligga på cirka 2,5 procent, kan man förvänta sig en årlig direktavkastning på 7-8 procent räknat i schweizerfranc. Som jämförelse behöver en person som investerar i schweiziska statsobligationer acceptera en negativ avkastning på cirka 0,5 procent.

### **Kortsiktig oro kontra värdet av uthållig tillväxt**

Det kommande amerikanska presidentvalet kommer utan tvekan att skapa rubriker och leda till kortsiktig oro på aktiemarknaderna. När vi tittar på historien visar det sig dock att den sittande presidentens politiska färg sällan har fått någon varaktig inverkan på aktiemarknaderna eller enskilda sektors utveckling.

Vi lägger därför tid på att förstå de långsiktiga utvecklingstrenderna. Mycket tyder på att vi går mot en ny investeringsdriven tillväxtperiod. När centralbanker väljer direktköp som metod är det positivt för aktier. Inflationen kan stiga något på längre sikt då detta är ett politiskt önskemål. I en miljö med modest stigande inflation är det viktigt att investera i bolag som kan höja priserna. Vanligtvis är det marknadsledande bolag med unika produkter. Med låga räntor kommer bolag som kan leva upp till tillväxtförväntningarna att vara efterfrågade. Utmaningen är att hitta dessa. Compounding

(dvs ränta på ränta-effekt) är ett fenomen som idag är dött på stora delar av kapitalmarknaderna. Därför är compounding i tillväxtbolag, som kan leverera uthållig, ackumulerande tillväxt över tid, mer värdefullt än någonsin.

Denna publikation har upprättats av C WorldWide Asset Management Fondsmäglerselskab A/S Danmark Filial i Sverige (CWW AM SE). Denna publikation tillhandahålls endast i informations syfte och utgör inte, och skall 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 uttryckt 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. Historisk avkastning är ingen tillförlitlig indikator för 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.com/se](http://cworldwide.com/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.com/se](http://cworldwide.com/se)