



01/2022

# En aktiv förvaltares tankar om 2022

**Bo Knudsen, VD och portföljförvaltare**

*C WorldWide Asset Management Fondsmæglerselskab A/S.*

---

Nytt år innebär tid för eftertanke. Men den här eftertanken får inte utgöra någon grund eller vägledning för investeringsbeslut. När vi gör investeringar tänker vi inte i termer av kalenderår. Vi anser att det är viktigt att ha siktet inställt på en längre tidshorisont när man investerar.

Om vi blickar framåt ser vi betydande tillväxt inom särskilt två områden: 1) den ökande medvetenheten om hållbarhet och 2) den virtuella världen. Vi har välpositionerade och balanserade portföljer för att dra nytta av båda dessa drivkrafter under flera år framöver. Med detta sagt vill jag ta tillfället att reflektera över och dela med mig av hur vi ser på investeringsmiljön under det kommande året.

## **Två avgörande ögonblick 2021**

Vi tar ofta det uppenbara för givet. Det globala finansiella systemet bygger på tillit och starka politiska institutioner. Därför var det ganska överkligt att bevittna stormningen av Kapitolium



**Aktiemarknader  
kan hantera stigande  
räntor om de inte  
hämmar tillväxten eller  
ökar risken för  
lågkonjunktur.**

6 januari 2021. Det var en händelse som visade hur bräcklig tilliten och styrkan hos våra politiska institutioner är. Just nu ser vi efterdyningarna av stormningen i domstolarna, vilket är ett tecken på styrkan i det amerikanska rättsväsendet. USA är även fortsättningsvis det mest betydelsefulla landet i det globala finansiella systemet. Den långa listan av starka amerikanska bolag utgör en viktig stomme inte bara för USA, utan också för världsekonomin och de globala aktie- och marknaderna. De här bolagen ligger ofta i framkant när det gäller innovation och har inspirerat andra bolag världen över. Det gäller inte minst i Kina där flera ledande bolag tydligt dragit lärdom av den amerikanska affärsmodellen. Xi Jinping har under året dock gjort klart att Kina kommer att genomgå ett skifte och följa en annan väg än USA framöver. Landet ska bygga upp en kinesisk samhällsmodell och det ska bli allt tydligare vad "Common Prosperity" egentligen innebär.

# 300

**miljoner människor i Kina träder in i medelklassen.**

Det var därför ett historiskt ögonblick när drakoniska åtgärder vidtogs som slaktade affärsmodellen för bolag i den kinesiska utbildningssektorn och deras aktier. De här bolagens aktieägare straffades till förmån för den kinesiska medelklassen som har fått se stigande kostnader för boende och utbildning. Nyligen publicerade vi ett perspektiv om Kinas relevans för den globala investeraren. Vår slutsats är att vi fortsätter att räkna med att Kina kommer att växa till en global supermakt med mer än 300 miljoner människor som träder in i medelklassen under de närmaste 15 åren i takt med att landet satsar på att förverkliga sin Vision 2049. Tillväxt är en viktig del av "Common Prosperity". Vi ser fortsatt stora investeringsmöjligheter för aktieägare i Kina, även om det är viktigare än någonsin att förstå den kinesiska regeringens prioriteringar. I en ännu mer politiserad värld är det avgörande att välja aktier selektivt.

## Övergående inflation?

Ett av de mest använda orden 2021 var "övergående" i kombination med inflationssiffror. Vi misstänker och hoppas verkligen att pandemin är övergående. En stor del av de höga inflationssiffrorna är fortfarande kopplade till de historiska nedstängningarna av samhället och pandemin. Så en övergående pandemi gör att den höga inflationen också går över, eller?

Vi är fortsatt ödmjuka när det gäller att förutse makrotrender och ägnar oss inte särskilt mycket åt att fundera över vad amerikanska centralbanken, Federal Reserve, planerar. Vi känner oss säkrare när det gäller att förutsäga hur stabila affärsmodeller är och förstå ett bolags möjligheter att lyckas. Det är där vi lägger fokus. Vi har alla hört mycket om hur priserna på virke och järnmalm går upp, men lite om de senaste svängningarna och fallande priser. Det visar att vi lever i en värld där marknaderna fortfarande fungerar – där högre priser leder till en utbudsjusterings och ny balans. Det är värt att notera att världsekonomin har klarat sig ganska bra med en markant covid-relaterad ökning av efterfrågan på flera varor.

# //

**Den prisstabiliserande kraft som teknologi, en åldrande befolkning och en hög statsskuld hade före pandemin finns fortfarande kvar. Vi anser fortfarande att teknologi är mycket viktigt.**

Den prisstabiliserande kraft som teknologi, en åldrande befolkning och en hög statsskuld hade före pandemin finns fortfarande kvar. Vi anser fortfarande att teknologi är mycket viktigt. De stora plattformarna för pris- och tjänstjämförelser gör att konkurrensen om bästa pris fortsätter att vara hård. Det är oerhört viktigt att förstå i det som har kallats för den andra maskinåldern. Den andra maskinåldern drivs av information. Med nya intelligenta dataanalysverktyg kommer vi att bli mer produktiva och effektiva än någonsin. Det har betydelse för inflationen.

Den senaste tiden har lönerna stigit snabbare i USA än i resten av världen. Under pandemin har vi sett det som har kallats "the Great Resignation", ungefär den stora avgångens tid där arbetsföra frivilligt lämnar arbetskraften. Kommer vi att få se ett permanent lägre deltagande i arbetskraften? Det är ännu för tidigt att säga, eftersom covid är en störande faktor också här.

Under pandemin har människor avstått från arbetstillfällen där de träffar andra av rädsla för att bli sjuka. Vissa hävdar att det faktum att barn har stannat hemma när förskolor och skolor har varit stängda har resulterat i en tydligt minskad sysselsättning bland kvinnor. Det är troligen tillfälligt. I många regioner i USA har det lönat sig att stanna hemma. Man har tjänat mer per timme genom att stanna hemma än att arbeta under pandemin. Den situationen är nu åtgärdad och kommer att leda till ökad sysselsättning.



**Man brukar säga att saker som inte kan fortgå för evigt måste få ett slut, men man kan också säga att saker som inte kan fortgå för evigt kan fortgå mycket längre än vad man tror.**

### Feds perspektiv

Inflationssiffrorna är frustrerande för Federal Reserve som måste visa att man agerar ansvarsfullt för att se trovärdig ut. Att ange ny ton är en del av spelet när man leder världens mest betydelsefulla centralbank. Fed måste säga rätt saker och hoppas på att marknaderna lugnar sig. Det innebär en återgång till den grund-

läggande tillit som vårt finansiella system bygger på. Det är emellertid viktigt att Fed bara använder sin makt för att låna ut snarare än spendera direkt. Den omvalda ordföranden Jerome Powell har sagt att man endast ska ha rätt att låna ut pengar. Ett aggressivt experiment liknande modern penningteori, Modern Monetary Theory (MMT), kan leda till bristande tillit till systemet och mycket osäkrare inflationsutsikter.

Man brukar säga att saker som inte kan fortgå för evigt måste få ett slut, men man kan också säga att saker som inte kan fortgå för evigt kan fortgå mycket längre än vad man tror.

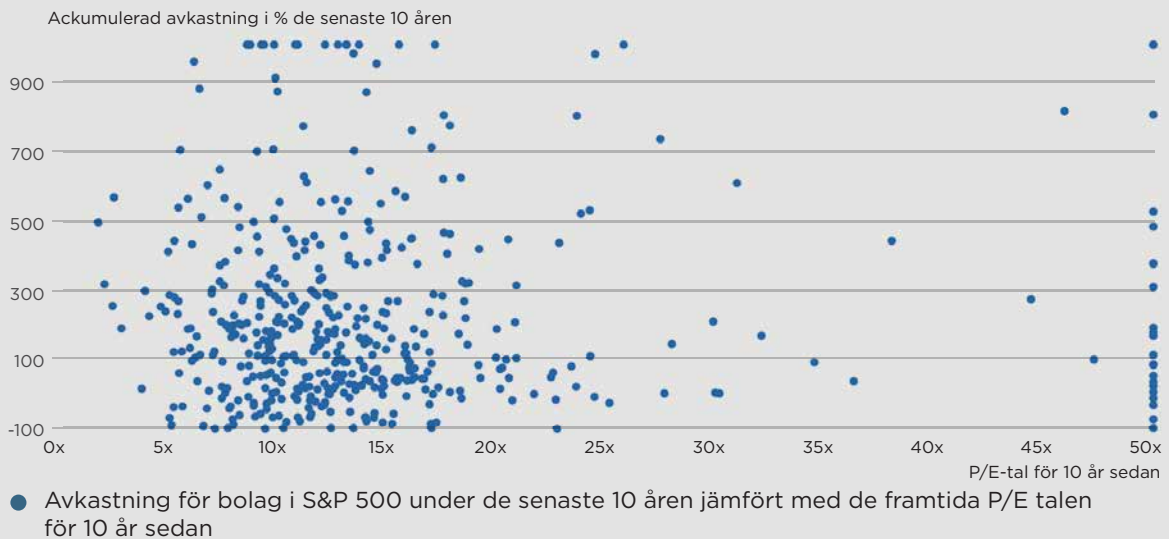


**Finansmarknaderna driver ekonomin under den rådande finansiella superstrukturen och inte tvärtom som tidigare.**

Finansmarknaderna har fått ett enormt stöd under många år. Det har bildats en "superstruktur" på finansmarknaden med höga statsskulder och en situation där finansmarknaden blivit kraftigt beroende av likviditet och låga räntor. Så vem vill ha och har råd med högre räntor? Vem blir vinnare? Och kan Fed dra tillbaka de kvantitativa lättnaderna utan att räntorna går upp? Det här är utmaningar vi står inför under 2022. Finansmarknaderna driver ekonomin under den rådande finansiella superstrukturen och inte tvärtom som tidigare. Regeringar, obligationsinnehavare och marknader bär en risk vid högre räntor. Det är förmodligen anledningen till att vi inte kommer att få se någon väsentlig höjning av räntorna. Vi måste dessutom lösa



**Figur 1: 1: Ingen tydlig korrelation mellan framtida P/E-tal och den faktiska utvecklingen.**



Notera: Bolag med P/E tal över 50x eller en avkastning högre än 1000 % har noterats som 50x respektive 1000 %  
Källa: Bloomberg and CWW AM, december 2021

en generationsöverskridande fråga: övergången från fossila bränslen till renare energiformer – med andra ord ta itu med världens klimatproblem. Med låga räntor blir det möjligt att genomföra de enorma investeringar som krävs. Det är därför vi är fortsatt optimistiska om att realräntorna förblir låga under många år framöver.

### Portföljpositionering

Vi ser ingen inflationsmiljö växa fram men jag konstaterar ändå att det är viktigare nu jämfört med de senaste tio åren att fokusera på skillnaden mellan övergående och permanent prissättning. Vi söker bolag med historisk prissättningskraft, men ännu viktigare: bolag med framtida sådan. Vi ser större permanent prissättningskraft på till exempel säkerhets- och låsmarknader än på virke och begagnade bilar. Prissättningskraftaspekten är en mycket viktig del av vårt analysarbete både innan och under investering i ett bolag.

### Utsikter för aktiemarknaden

Vi tror att 2022 blir ett mer volatilt år, åtminstone tills dess att inflationsdebatten lagt sig och vi har fått klarhet i vilken riktning Federal Reserves politik tar. Vi fortsätter dock att se en mjuk penningpolitik som innebär låga eller till och med fortsatt negativa realräntor. Det här är viktigt. Aktiemarknader kan hantera stigande räntor om de inte hämmar tillväxten eller ökar risken för

lågkonjunktur. Vinsttillväxten hos bolagen är den viktigaste drivkraften bakom sunda aktiemarknader. Generellt sett kom vinsttillväxten från en ganska låg nivå 2020, och 2021 var det den enskilt viktigaste drivkraften. Med stöd från fortsatt vinsttillväxt hos bolagen är vi fortsatt positiva till utsikterna för aktiemarknaderna 2022.

Jag vill också tillägga att kortsiktiga värderingsindikatorer ofta är dåliga prognosinstrument för långsiktig avkastning. Ett exempel finns i figur 1 där vi ser kommande års P/E-tal för S&P 500-bolag för tio år sedan jämfört med den faktiska utvecklingen. Det finns ingen korrelation alls. Det är därför oerhört viktigt att vara selektiv när man väljer aktier. För oss är det mycket viktigare att förstå ett bolags strategiska position och långsiktiga möjligheter till framgång än dagens värdering av aktien.



**Vi anser fortfarande att det går att konstruera en portfölj med 30 aktier som lyckas ackumulera en avkastning på över 10 procent per år, och högre än marknadens.**



Vi anser fortfarande att det går att konstruera en portfölj med 30 aktier som lyckas ackumulera en avkastning på över 10 procent per år, och bättre än marknadens. Det innebär att vi investerar i bolag som växer sig allt större över tid – och att vi vill vara med på den resan. Detta har varit den främsta faktorn bakom de resultat vi skapat de senaste 30 åren. Och i en värld med låga realräntor är tvåsiffrig resultatökning något alldeles extraordinärt.

### **Reflektioner kring hållbarhet**

Hållbarhetsfrågor blir ännu viktigare under de närmaste åren. Det är dock ingenting som sker automatiskt, eftersom det handlar om medvetenhet och prioriteringar.



**I takt med att människor blir rikare och mer välutbildade tenderar de att bry sig mer om miljön.**

I grunden måste det finnas en kollektiv syn på vad hållbarhet innebär och en förmåga att tänka på kommande generationer på vår jord. Insikten om hur viktigt hållbarhet är följer av kunskap, och kunskap är nyckeln till att förbättra samhället. Poängen är att man måste ha rätt medel för att kunna ta till sig kunskap – man behöver besitta de resurser som krävs

för att kunna satsa tid och pengar på utbildning. I takt med att människor blir rikare och mer välutbildade tenderar de att bry sig mer om miljön. Först då kommer ESG-frågorna att prioriteras överallt. Först då kommer medvetenheten att öka. Västland är en nyckelfaktor i detta. Kinas ökande välstånd är därför oerhört positivt för planeten. Vi måste ha en dynamisk – inte en statisk – approach. Att sträva bakåt är inget alternativ!

Om vi extrapolerar detta tankesätt till bolagsnivå och C WorldWide så tar vi vårt ansvar som aktiva investerare och ägare på fullt allvar. Genom att vi engagerar oss direkt i bolagen i våra portföljer kan vi göra skillnad. På senare tid har vi inlett flera initiativ som en del av Climate Action 100+. Vi har också infört ett bredare perspektiv som går längre än klimatinitiativ. Vi deltar exempelvis i FN:s initiativ Global Compact och investerar inte i bolag som inte lever upp till dess tio principer.

Vi har nyligen publicerat vår första TCFD-rapport, "Task force on climate related financial disclosures". Transparens ökar medvetenheten och kunskapen så att det blir lättare att göra prioriteringar. Investerarsamfundet kommer att spela en betydande roll framöver, och vi vill gärna vara en del av det.

Även politiker har en viktig roll. Vi behöver smart reglering och därför publicerade vi nyligen ett perspektiv, "Nettonollutsläpp – en omöjlig vision?",

där vi delar med oss av vår syn och lyfter fram vikten av global prissättning på utsläpp av växthusgaser. Det finns som sagt ingen återvändo.

## Risker

När det gäller några av riskfaktorerna för marknader och bolag har jag gjort tre observationer som jag vill lyfta fram:

1. Regeringarnas beslut spelar roll under 2020-talet. Den förmodligen största riskfaktorn generellt sett är politiska misstag – särskilt de som drivs av nollsummetänkande. Nollsummetänkande bygger på den i grunden statistiska tankemodellen att allt som någon får innebär en förlust för någon annan. Här ser vi den negativa aspekten av nationalism. Konflikter och allvarliga handelskrig som en konsekvens av bristande förståelse för ”positivt summespel” är en risk. Det är viktigt att åtminstone ha en viss nivå av kommunikation över gränserna mellan länder och övertygelser. Här kan nämnas den stora utmaningen med klimatförändringarna – vi måste samarbeta och prata med varandra. Det skulle kunna bli mycket bättre, men också mycket värre. Vissa personer talar om avglobalisering. Jag tror istället att globaliseringen tar sig nya uttryck. Reaktionen på utmaningen med covid-pandemin har varit ganska enhetlig runt om i världen. Även om den hade kunnat vara starkare och mer inkluderande, så har reaktionen i form av utvecklingen av vaccin varit relativt snabb och imponerande.
2. Tillväxt sker i den digitala världsekonomin, där nuvarande och framtida generationer spenderar mer tid och pengar, vilket är inflationsdämpande. Hot mot vår digitala infrastruktur är en klar risk för världsekonomin.
3. Jag har tidigare berört risken för högre räntor ur ett finansmarknadsperspektiv. Det här är en så betydande riskfaktor att det förmodligen inte kommer att hända. Den primära drivkraften för marknaderna framöver kommer att vara vinster. Från de här nivåerna är det svårt att se de två andra

permanenta faktorerna för aktiemarknaderna – lägre räntor och ännu större riskapitet – som några centrala drivkrafter. Kassaflödesgenerering kommer att bli viktigare på marginalen under den kommande perioden. Det här är en miljö där man måste välja selektivt.

## Hållbar finansiering kräver långsiktighet

Sammanfattningsvis är vi inga stora anhängare av kalenderårstänkande. Låt mig återigen understryka vikten av långsiktigt tänkande. Hantera inte din tids-horisont som ett dragspel – fram och tillbaka, ibland kortare, ibland längre. Som investerare anser jag personligen att detta är en av de största riskerna för att inte kunna leverera en stark långsiktig avkastning.



**Hållbarhet och välstånd måste gå och kommer alltid att gå hand i hand – vilket är positivt, till skillnad från nollsummetänkande.**

Slutligen kommer hållbar kapitalism att växa sig allt större i en värld som blir rikare och mer välmående. Hållbarhet och välstånd måste gå och kommer alltid att gå hand i hand – vilket är positivt, till skillnad från nollsummetänkande.



Läs perspektivet

Detta är marknadsföringskommunikation. Denna publikation har upprättats av C WorldWide Asset Management Fondsmaeglerselskab A/S Danmark Filial i Sverige (CWW AM SE). Denna publikation tillhandahålls endast i informationssyfte 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 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](http://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](http://cworldwide.se) · [info.se@cworldwide.com](mailto:info.se@cworldwide.com)  
Marknadskommentar Q1 2022