

Centralbankerna håller kvar investerarna i jämmerdalen

Förra kvartalet beskrev vi den tuffa utvecklingen på aktiemarknaderna 2022 som en vandring genom jämmerdalen. Utmaningen är den fortsatt höga inflationen och centralbankernas penningpolitiska åtstramningar. Centralbankerna håller kvar investerarna i jämmerdalen med blicken fäst på inflationssiffrorna. Det är synd att slösa bort en bra kris. Federal Reserve, den amerikanska centralbanken, kommer därför att acceptera en period av lågkonjunktur innan de lättar på bromsen, om de kan. Stigande arbetslöshet och fallande bostadspriser är det som krävs för att dämpa det långsiktiga inflationstrycket.

Den finansiella ekonomin styr världsekonomin

Vi lever idag i en finansiell världsekonomi där den finansiella och den reala ekonomin är nära sammanlänkade. Dagens kris började i real ekonomin, till skillnad från krisen 2008 som utgick från den finansiella ekonomin. Den nuvarande krisen har sin upprinnelse i nedstängningarna under covid-19, kriget i Ukraina och den följande energikrisen. Överföringsmekanismerna fungerar snabbt när vi har historiskt höga skulder – särskilt inom den offentliga sektorn efter stödpaketen i samband med covid-19.

Så hur hanterar världen det som kan beskrivas som en krasch på obligationsmarknaden? Det är den stora frågan eftersom vi har sett den sämsta avkastningen på obligationer på flera generationer. Obligationer är ett viktigt tillgångsslag som är direkt kopplat till fastigheter, aktier och i slutändan ekonomisk aktivitet eftersom obligationsavkastningen sätter priset på pengar och därmed kalkylräntan.

“Hur hanterar världen det som kan beskrivas som en krasch på obligationsmarknaden?”



Ingenting är så dåligt att det inte är bra på något sätt. Vi har blivit klokare och den senaste utvecklingen i Storbritannien är en viktig erfarenhet. Den visar att det finns en gräns för bristande finanspolitiskt ansvar och att obligationsmarknaden direkt straffade detta med kraftiga räntehöjningar. Dessa räntehöjningar ledde till hårt tryck och nästintill kollaps av det brittiska pensionssystemet. I det här läget, när krisen går till ytterligheter, såg vi att centralbanken gick in och tillförde nödvändig likviditet till systemet. I slutändan kommer vi troligen att få se att centralbankerna faktiskt börjar styra obligationsräntorna. Den finansiella världsekonomin har svårt att hantera höga räntor. Tillgångsmarknaderna, som speglar skuldnivåerna, är helt enkelt för stora och avgörande för realekonomin. Räntorna kommer därför att förbli låga på lång sikt och med realräntor nära noll. Vi kan dock förvänta oss en viss volatilitet längs vägen.

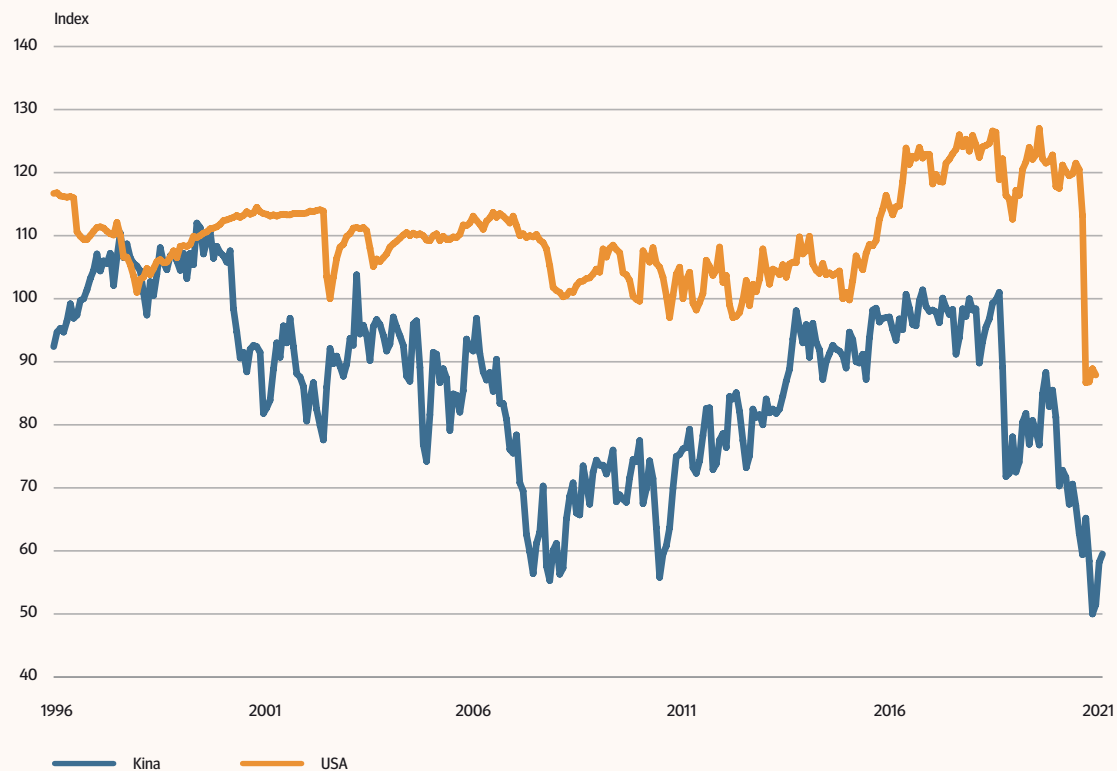
Vinter kommer ... men det blir vår igen

Just nu står vi inför en reell ekonomisk avmattning. Det är resultatet av centralbankernas åtstramningar. Avkastningskurvan är negativ på de flesta tids horisonter. Detta har historiskt sett varit en av de mest korrekta indikatorerna på en förestående lågkonjunktur. Centralbanker världen över minskar nu sina balansräkningar med ungefär 1 miljard dollar jämfört med tillgångsköp motsvarande 4–5 miljarder dollar under covid-19-krisen. Resultatet är kraftiga räntehöjningar, bland annat stigande realräntor. För indexobligationer i USA (så kallade TIPS) har den tioåriga realräntan stigit från -1 procent i början av 2022 till över

“Negativ avkastningskurva har historiskt sett varit en av de mest korrekta indikatorerna på en förestående lågkonjunktur.”



Figur 1

Konsumentförtroende

Källa: Consumer Confidence: Bloomberg, augusti 2022

“När konsumenternas förtroende sjunker visar historien, att aktiemarknaderna faktiskt utvecklas positivt de följande 12 månaderna”

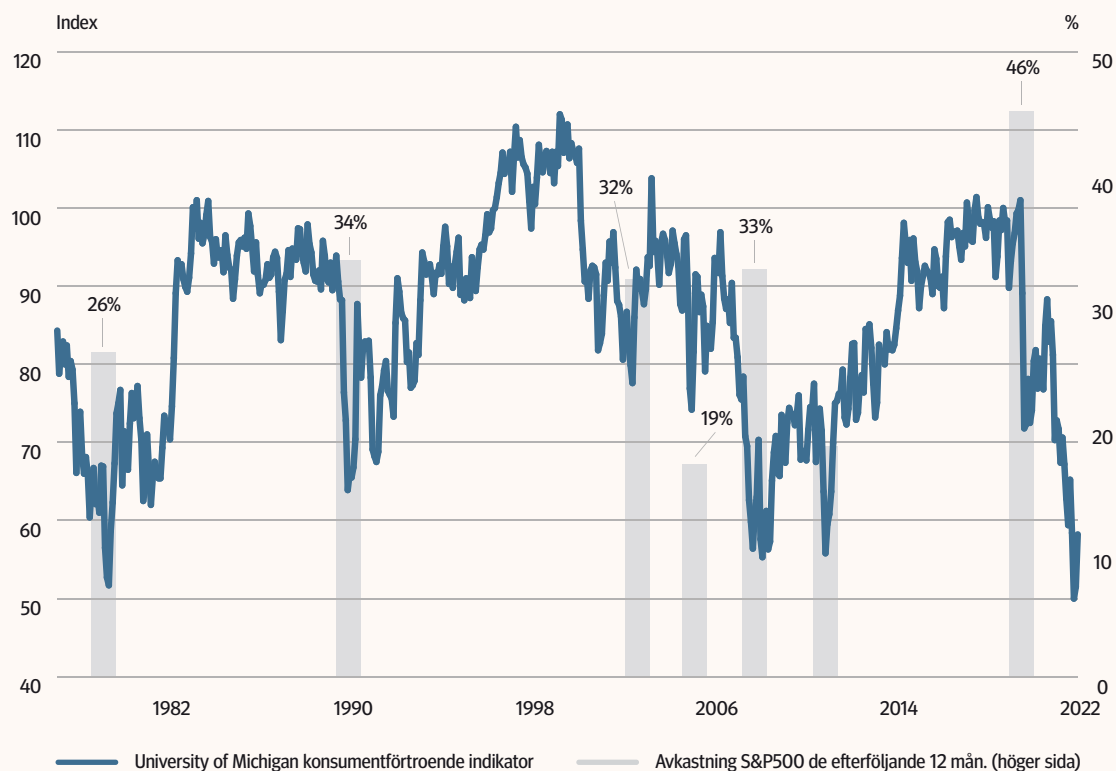
1,5 procent idag. Detta har påverkat prissättningen på aktier, där p/e-talet för MSCIs världsindex i år har fallit från cirka 18 till 14.

Det går ännu inte att se effekten av åtstramningarna på till exempel arbetsmarknaden. Däremot har konsumenternas förtroende, som är en framåtblickande indikator, sjunkit i hela världen. Figur 1 ovan visar konsumenternas förtroende i Kina och USA. Båda länderna har varit de stora globala tillväxtmotorerna. Under perioden 2009-2019 stod de för cirka 70 procent av den totala globala ekonomiska tillväxten.

I floden av negativa nyheter är det svårt att inte bli påverkad av de pessimistiska rubrikerna. Kortsiktigt är det smärtsamt. I likhet med andra marknadskommentatorer kan vi inte förutse när börsen vänder. Detta är en svår uppgift, och därför är det också svårt att tajma köp och försäljning på börsen. Vi ser dock ingen avgrund framför oss.

Figur 2 på nästa sida visar en av ljusglimtarna. När konsumenternas förtroende sjunker till så pessimistiska nivåer som idag visar historien att aktiemarknaderna faktiskt utvecklas positivt de följande 12 månaderna. Även om det inte

Figur 2

Lågt konsumentförtroende tenderar att leda till positiva aktiemarknader

Källa: Bernstein Quantitative Research, september 2022

“Den historiska utvecklingen visar att kvalitetsbolag klarar sig bättre än marknaden under lågkonjunktur”

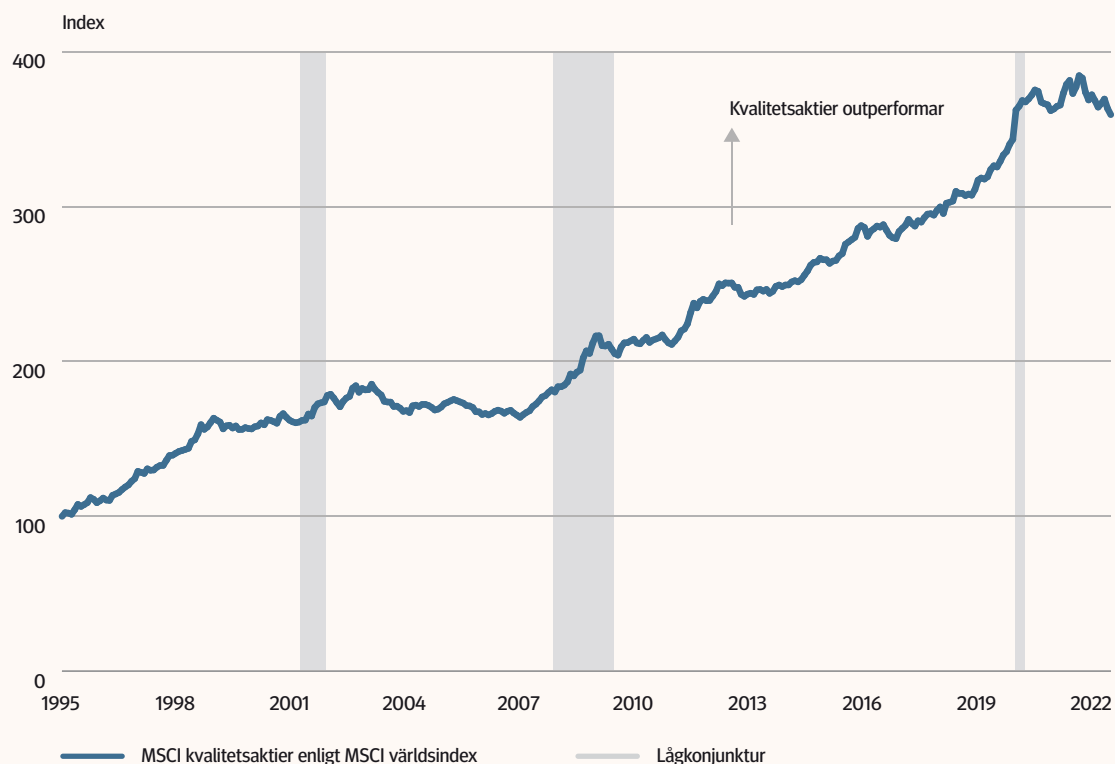
är säkert att historien kommer att upprepa sig visar illustrationen att den negativa stämningen sällan håller i sig. Den optimistiska livssynen, människans förmåga att utvecklas och lösa utmaningar underskattas på kort sikt, men vinner i längden.

Kvalitet lönar sig i längden, särskilt under nedgångar

I en miljö med hög inflation blir det extra viktigt med prissättningsmakt, ”pricing power”. Bolag som har det kommer troligen inte att justera ned

vinstförväntningarna i lika hög utsträckning. Årets kraftiga räntehöjningar har dock påverkat aktiekurserna negativt och i synnerhet har det drabbat aktier i bolag med hög och stabil framtida vinsttillväxt särskilt hårt. Orsaken är inte att bolagen har utvecklats negativt, utan att en högre diskonteringsränta slår hårdare mot bolag med uthållig vinstförmåga. I ekonomisk nedgång gäller det omvända, att de mer cykliska bolagen får det svårare, och att kvalitetstillväxtbolag återhämtar sig. Detta drivs av den fundamentala resultatutvecklingen samt ofta det omvända stödet från fallande räntor.

Figur 3

Kvalitetsaktier är vanligtvis vinnare under lågkonjunktur

Källa: *Quality Relative Performance: Bloomberg, september 2022*

Den historiska utvecklingen av detta kan ses i figur 3 på här ovan. Den visar att kvalitetsbolag klarar sig bättre än marknaden under lågkonjunktur (de grå perioderna). Grafen visar också att lågkonjunkturer vanligtvis är korta och utgör en liten del av en investerares livscykel.

När räntorna börjar falla tillbaka, och nollräntor åter blir aktuella, återgår fokus till långsiktiga investeringar. Tillgångar som ökar i realvärde över tid blir efterfrågade och högt prissatta i praktiskt taget alla scenarion utom de mest extrema. Vi har därför ett mer långsiktigt förhållningssätt med fokus på längre tidshorisonter.

Risker

Den största riskfaktorn är mer ihållande inflation än väntat till följd av stigande råvarupriser eller en lönespiral på arbetsmarknaden. Detta kommer att tvinga centralbankerna att fortsätta åtstramningarna under längre tid och tvinga in ekonomierna i en djupare lågkonjunktur. Kriget i Ukraina är fortfarande en faktor som kan utvecklas åt olika håll, antingen mot ytterligare upptrappningar eller eventuella fredsförhandlingar när vintern sätter ytterligare press på konflikten. Slutligen kan volatiliteten på ränte- och aktiemarknaderna orsaka problem för bolag inom den finansiella sektorn, vilket kan leda till ytterligare osäkerhet. Ett exempel på detta är den senaste tidens problem för de brittiska pensionsfonderna.

Detta är marknadsföringskommunikation. Denna publikation har upprättas 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 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.

Aktiva aktiefonder

C WorldWide Asset Management Fondsmæglerselskab A/S är en fokuserad kapitalförvaltare. Vårt mål är att skapa konsistent, långsiktig värdetillväxt för våra kunder genom aktiv förvaltning av aktier på de globala aktiemarknaderna.

Våra kunder är främst institutioner, distributörer och partners. Vårt erbjudande består av diskretionära kapitalförvaltningstjänster och fonder.

Kombinationen av en unik investeringsfilosofi baserad på noggrann stock-picking och långsiktiga globala trender och ett stabilt och erfaret förvaltarteam har sedan starten 1986 resulterat i mycket goda investeringsresultat.

Läs våra insikter och perspektiv 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