

# Ljusglimtar

Aktieinvesteringar handlar inte bara om att hantera risker utan även om att förstå vilka möjligheter som finns.

För tolv månader sedan sammanföll en extrem topp i den monetära cykeln med en topp på tillgångsmarknaderna. Sedan förändrades något. Och förändringar får följd effekter, precis som när man kastar en sten i vattnet och det uppstår ringar som sprider sig. Negativa sentiment lyfts dessutom upp av media i så hög grad att de positiva dynamiska effekterna – ljusglimtar – skymms och underskattas. Två stora stenar kastas i vattnet under 2022, vilket resulterade i betydande ringar och påverkade investeringsmiljön på både kort och lång sikt.

## Stenarna i Ukraina

I februari 2022 kastade Putin sin "sten" över Ukraina, vilket orsakade stor bestörtning och fick väldiga följdverkningar. Det blev en vattendelare för det geopolitiska och globala säkerhetsläget, och fick Sverige och Finland att ansöka om

---

*“Det finns tecken på att inflationen håller på att dämpas, vilket talar för att räntecykeln toppar någon gång under året. Det är alltid svårt att förutse ett helt kalenderår, men detta är den ljusglimt som finns.”*



**Bo Knudsen**  
VD och portföljförvaltare  
C WorldWide Asset Management

medlemskap i ett pånyttfött Nato. Tysklands och EU:s energipolitik fick en massiv verklighetsinsikt, och en omedelbar energiskilsmässa från Ryssland blev konsekvensen. Detta ledde till ett mindre naivt och mer realistiskt synsätt på energiomställningen, vilket också de betydande revideringarna av ett stort antal EU-förordningar är ett bevis på. Inför hotet om en kall vinter har resurser mobiliserats och energiomställningen accelererats med ett ökat fokus inte bara på alternativ energi, utan ännu viktigare även på energieffektivisering och vikten av alla möjligheter till minskade koldioxidutsläpp.

Kopplingen mellan energipolitik och säkerhetspolitik belyser hur komplex nästa fas av globaliseringen är. Gamla vänner och allierade kommer närmare varandra och nya allianser uppstår i ett intrikat system i takt med att återlokaliseringen ökar samtidigt som handel över gränserna fortsätter. Sammanhängande utmaningar kräver sammanhängande lösningar.

Både den fysiska och den virtuella världen behöver energi för att frodas. Vi kan vara säkra på att påtagliga investeringar i ny energiinfrastruktur, ny teknik och sofistikerade energieffektiva produkter och tjänster innebär att det finns ljusglimtar. Detta kommer att driva tillväxten för vissa bolag under resten av detta decennium och även senare. Men regeringarna håller ett vakande öga. Investerare måste vara väl medvetna om detta eftersom det kan finnas gränser för hur mycket av tillväxten och vinsten som kan gynna aktieägarna. Det är inte så enkelt som att köpa en passiv ETF-fond med alla energiomställningsbolag. Trots en mycket stark tillväxt inom sol- och vindenergi är det svårt för bolag att generera god avkastning. Energiomställningen är ett område där noggranna val av aktier (stock picking) och selektivitet är viktigare än någonsin och där viktiga delar av analysen är svåra att fånga i en kalkyl eller en kvantitativ modell. Vi har till exempel exponering mot industrigasmärknaden, där vi ser att det finns möjlighet att använda befintliga bränslen mer effektivt med hjälp av ny teknik.

*“Vi kan vara säkra på att påtagliga investeringar i ny energiinfrastruktur, ny teknik och sofistikerade energieffektiva produkter och tjänster innebär att det finns ljusglimtar.”*



### **Stenen från amerikanska centralbanken**

Den andra stora sten som kastades under 2022 kom från amerikanska centralbankschefen Jerome Powell. Den kom sent och var nödvändig, men kan världen hantera den kraftigt accelererade räntehöjningstakten? Ringarna på kapitalmarknaderna har varit betydande och det mesta har ännu inte märkts fullt ut i skuldtyngda västerländska ekonomier.

### **Realräntorna slår mot värderingar**

Den snabba och kraftiga höjningen av räntorna har skapat en ovanlig korrelation mellan tillgångsklasser med prisfall på guld, metaller, obligationer, aktier och fastigheter samtidigt. Under de senaste tio åren har tillgångsmarknaderna gynnats av fallande realräntor från det historiska



***“Skillnaden mellan MSCI Quality Index och MSCI Value Index var häpnadsväckande 16 procentenheter. Detta fick följd effekter på långsiktiga tillgångar såsom högkvalitativa tillväxtbolag.***

genomsnittet på två procent till ett intervall mellan -1 och +1 procent i USA, vilket framgår av figur 1 på nästa sida. Den amerikanska centralbanken Federal Reserves kamp mot inflationen har pressat upp realräntorna till cirka 1,5 procent mätt med marknadens tioåriga inflationsförväntningar (US TIPS). Effekten på aktiemarknaderna har varit en minskning med cirka 5 värderingsmultiplar (P/E) till en aktuell värdering på 14x vinsten per aktie för 2023. Eftersom vinsten faktiskt ökade under 2022 kan all nedgång på aktiemarknaderna under 2022 förklaras av multiplkontraktion.

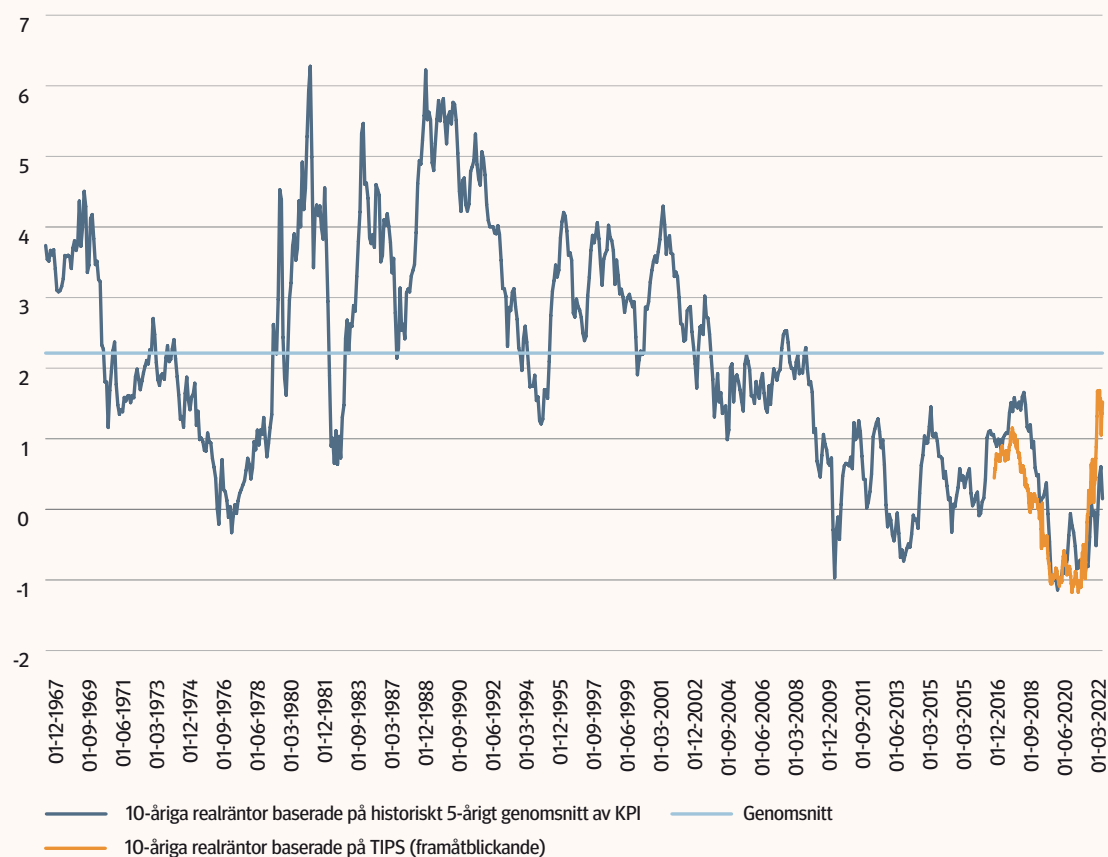
Under 2022 fick en investerare i den amerikanska 30-åriga statsobligationen se sitt värde falla mer än 30 procent i USD. Detta fick följd effekter på långsiktiga tillgångar såsom högkvalitativa tillväxtbolag. Till exempel var skillnaden mellan MSCI Quality Index och MSCI Value Index häpnadsväckande 16 procentenheter.

Jerome Powell försöker nu rycka bort plåstret så snabbt som möjligt för att kunna återgå till en mer balanserad penningpolitik och styra mot det långsiktiga målet med en realränta på noll. Låga räntor behövs i en värld där både statsskulderna och tillgångsmarknaderna är på rekordhög nivåer i förhållande till BNP. Låga räntor behövs även för att garantera de stora investeringar som krävs för ny energiinfrastruktur och ökad energieffektivitet. Det kan behövas mer investeringar i fysisk infrastruktur (atomer) och kanske lite mindre i ”bits och bytes”.

Bostadsmarknaderna fungerar inte bra när realräntorna är höga, och bostäder driver de konsumenter som styr riktningen i världens två största ekonomier och tillväxtmotorer: Kina och USA.

Baserat på Federal Reserves aggressiva åtstramningar kan vi under 2023 komma att se både en nedgång i den amerikanska ekonomin och en återhämtning på aktiemarknaderna, om än med hög marknadsvolatilitet. Det finns tecken på att inflationen håller på att dämpas, vilket talar för att räntecykeln toppar någon gång

Figur 1  
Realräntor i USA



Källa: FactSet och Bloomberg, december 2022

under året. Det är alltid svårt att förutse ett helt kalenderår, men detta är den ljusglimt som finns. Fallande räntor kan dämpa den cykliska motvinden och bana väg för den strukturella medvind som gynnar kvalitetsbolag. Lägre riskaptit och minskad tillgång på kapital kan påverka tillgångar med hög risk såsom övervärderade aktier, startups/techbolag som inte gör vinst och kryptovalutor under många år framöver i likhet med perioden efter IT-kraschen år 2000. I och med den ökade konkurrensen om kapital har unicorn-investeringar plötsligt blivit svårare. Hur många appar för hemleverans behöver vi egentligen?

När centralbankerna pausar sin högaktiga hållning kommer realräntorna sannolikt att vända tillbaka mot noll – det senaste decenniets trend – om än med hög volatilitet. Det bör få positiva effekter på marknaden och ge stöd till högre värderingsmultiplar, men troligen på lägre nivåer än under de senaste fem åren. Utmaningen under 2023 kommer att vara bolagens vinster eftersom ekonomisk inbromsning och en potentiell lågkonjunktur verkar oundvikligt. Däremot bör risken för vinstbesvikelser vara lägre bland strukturella tillväxtbolag som har stöd av positiva marknadstrender jämfört med mer cykliska bolag. För oss handlar det om att identifiera rätt vinsttrender.

---

*“För oss är nyckeln alltid att investera på längre sikt än enskilda kalenderår. Vi investerar i bolag som växer över tid – receptet bakom compounding är enkelt men kraftfullt.”*

### **Covid-19**

Redan i början av 2020 kastades en sten i form av ett coronavirus i vattnet och från mars spred sig betydande ringar – både tillfälliga och bestående. Lyckligtvis har den stenen sjunkit och i de flesta länder runt om i världen råder åter ett mer normalt tillstånd.

Det finns dock undantag. Ett exempel är Kina. Även om restriktionerna mot pandemin nu lättas snabbt, är läget i samhället, ekonomin och resandet inte tillbaka till det normala. Samma sak kan sägas om Japan. Under ett besök nyligen kunde vi själva uppleva de restriktioner som fortsatt råder i alla delar av det japanska samhället. I de flesta samtal med japanska bolag bar vi inte bara munskydd utan satt även åtskilda av plexiglas. Japan fortsätter att ha demografiska utmaningar men är en global maktfaktor i det framtida högproduktiva och digitala samhället med robot-teknologi, globalt ledande medicin-teknik-bolag och leverantörer av högteknologiska komponenter och material. Det är imponerande och jag är en stor beundrare av detta.

### **Sammanfattning**

För oss är nyckeln alltid att investera på längre sikt än enskilda kalenderår. Vi investerar i bolag som växer över tid – receptet bakom

compounding är enkelt men kraftfullt. Man blir alltid ödmjuk av insikten att om man skulle missa en eller två av de dagar under ett år då aktiemarknaden presterar som bäst så raderas effekterna av compounding. Och vem vet i förväg exakt när dessa viktiga dagar kommer att inträffa? Compounding-tänkande vinner i det långa loppet. Nyckeln är att förstå de strukturella trender som påverkar utvecklingen i världen, det är dock inte alltid den vinnande strategin på kortare distanser. Vårt fokus är att vinna om och om igen över en rullande femårshorisont.

Under resten av decenniet står vi inför en tuffare investeringsmiljö med realräntor nära noll som samtidigt är volatila. Om man kan hitta bolag som växer i reala termer så kommer man att se att aktiemarknaderna belönar dem.

Låt oss återvända till stenar och ringar på vattnet. Droppen urholkar inte stenen genom sin kraft, utan genom långsiktigt tålamod och uthållighet. Det är en mentalt krävande men lönsam väg att gå.



Detta är marknadsföringskommunikation. Denna publikation har upprättas av C WorldWide Asset Management Fondsmäglerselskab 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](http://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](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 2023