



Global utblick över aktiemarknaden – på tröskeln till 2020-talet

Av Bo Knudsen, VD och portföljförvaltare

C WorldWide Asset Management Fondsmæglerselskab A/S.

Min kärlek till aktier är lika stark som någonsin.

Inte bara för att noterade aktier just nu är relativt billiga jämfört med alternativen. Efter mer än ett decennium av stigande aktiemarknader går det fortfarande att få en solid avkastning på utvalda unika aktier. Ett aktuellt exempel är 2,5 procent plus en ständigt växande direktavkastning i schweiziska franc för ägare till "alla aktiers moder", Nestlé. Detta kan jämföras med en "säker" förlust på 1 procent på en 10-årig schweizisk obligation.

Och det handlar inte bara om att dra nytta av noggrant utvalda företag som växer med tiden, och noga följa deras framsteg – du kan också påverka företag genom att rösta, engagera dig och vara aktiv som ägare. Tänk vilket fantastiskt och tidlöst sätt att investera.



**Min kärlek till aktier är
lika stark som någonsin.**

**Du kan dra nytta av
noggrant utvalda företag
som växer över tid och
du kan påverka företag
genom att rösta,
engagera dig och vara
aktiv som ägare.**

Kommer kärleken att bestå när det vänder nedåt?

Det är lättare att förklara sin kärlek till aktier i goda tider än i dåliga. Nu har det varit goda tider i många år. Som vid de flesta årsskiften är det många så kallade experter som delar med sig av optimistiska förväntningar om framtiden på aktiemarknaderna. För det mesta har experterna faktiskt rätt, eftersom aktiemarknaderna stiger under de flesta år och fortsätter att växa, och visst skulle man kunna se aktier som en kraftfull symbol för optimismens triumf. I våra dagar blir läget egentligen bara riktigt kritiskt för aktier när det blir recession i USA. Recessionrisken är under ständig diskussion, men den moderna historien visar att recession bara inträffar ungefär en gång i decenniet och utlöser då omfattande åtgärder från centralbanker och regeringar för att förhindra att den pågår för länge.



Inför 2020 är det mest troliga scenariot en fortsättning på den redan förlängda konjunkturcykeln, men med en uppgång i den industriella delen av ekonomin.

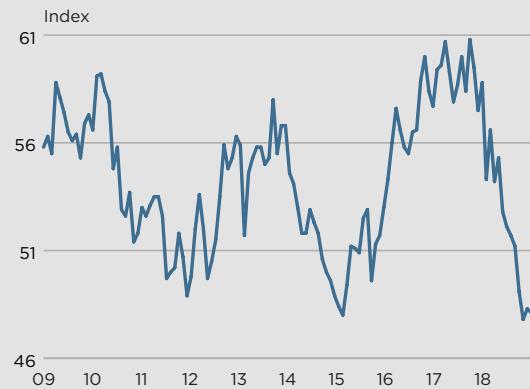
Vi lever i den mest politiskt kontrollerade miljön på flera decennier eftersom den offentliga skuldsättningen globalt kontrollerar det viktigaste priset av alla: räntorna. Nästa gång det uppstår problem kommer vi att få se en ny våg av okonventionella penning- och finanspolitiska initiativ. Detta kan och kommer att fortsätta tills förtroendet återkommer. Många domedagsprofeter gillar att förutspå ett sådant scenario, men jag skulle inte säga att det är särskilt nära förestående.

Inför 2020 är det mest troliga scenariot en fortsättning på den redan förlängda konjunkturcykeln, men med en uppgång i den industriella delen av ekonomin. För första gången på tio år ser vi en samordnad expansiv penning- och finanspolitik över hela världen, eftersom

politikerna oroar sig för en tillbakagång efter årtiondets tredje minirecession – se figur 1.

Figur 1:

Globalt PMI-komposit



Källa: Bloomberg, dec 2019

Som läget är nu har vi fått en recessionssignal från en av de starkaste indikatorerna genom tiderna: en inversion av den amerikanska räntekurvan. Därför anser vi att det vore klokt att lyfta fram tre riskscenarier som kortsiktiga investerare bör vara medvetna om.

Politiska beslut spelar en nyckelroll och de extrema åtgärderna från centralbankerna håller makroekonomi- och aktiemarknadscykeln igång. En del kallar det för "policy bubble peak", det vill säga en politisk bubbla som hotar att spricka.

1) En politisk bubbla

En oväntad omsvängning av centralbankernas politik skulle skapa problem för marknaderna. På kort sikt är det låg risk för det scenariot eftersom skuldnivån till BNP är mycket hög, vilket gör regeringar runtom i världen till stora förlorare om skuldkostnaderna skulle stiga. Den andra sidan av skulden är stora kapitalmarknader som en del av den globala ekonomin – den finansiella ekonomin. Världen har blivit beroende av höga tillgångspriser. Det är svårt att se att det skulle vända, såvida det inte är kopplat till en långsiktig ökning i inflationsförväntningarna och långsiktiga ekonomiska tillväxtutsikter.

2) Överraskande valresultat i USA

Ett amerikanskt presidentbyte till Elizabeth Warren eller Bernie Sanders skulle skapa en grundläggande osäkerhet och en eventuell nedgång på marknaderna.

3) Risken för en "silikonridå"

Trots den vänskapliga internationella uppslutningen kring sommar-OS i Japan 2020 kommer nationalismen att fortsätta växa, och det med ökande hastighet. Politiker väljs på nationell nivå och de statliga utgifterna får ett allt större inrikespolitiskt fokus i en värld som är skeptisk till effekterna av globaliseringen efter finanskrisen. Konfrontation, inte bara mellan USA och Kina om globalt teknologiskt ledarskap, utan också en generell upptrappning av handelskonflikter och splittring inom internationella organ som WTO, är ett potentiellt problem för marknaderna. Inte bara för att det direkt minskar handeln, utan också för att det ökar osäkerheten och pessimismen.

Men för att vara tydlig: även om en nedgång inträffar, kvarstår min grundläggande passion för aktier – i synnerhet de få unika aktierna

En titt på Japan

Låt oss titta på Japan. Japan ligger ett steg före när det gäller att leva i ett åldrande samhälle. Landet är ett intressant laboratorium för investerare eftersom det ger en förhandstitt på hur framtiden kan se ut för många andra viktiga utvecklade ekonomier. Japans premiärminister Shinzo Abe lanserade nyligen ett nytt rekordpaket med finanspolitiska stimulansåtgärder för att stödja ekonomin, och Japan har nått nästa steg i penningpolitiken genom att ha ett uttalat mål på noll procent för den 10-åriga obligationsräntan. Även om den japanska centralbanken BOJ verkar ha pausat sina köp på sistone har banken en policy att köpa aktier direkt på marknaden i en omfattning som påstås motsvara 55 miljarder USD per år sedan 2016, och banken brukar vara en betydande köpare varje gång marknaden går ned med mer än 0,5 procent. Det är mycket svårt att driva på tillväxten i ett åldrande samhälle, trots den japans-

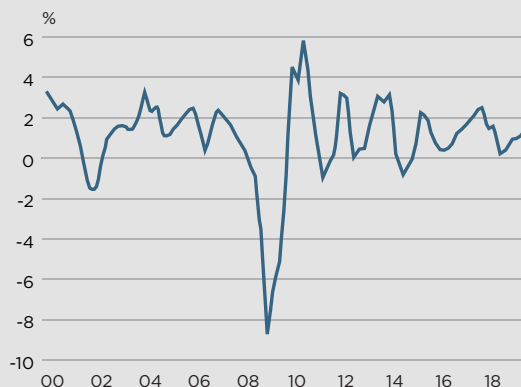
ka ekonomins obestridda kvalitet och extrema arbetsmoral.

Jag tror att vi i västvärlden måste gå varvet runt, och det innebär att gå igenom den här japanska varianten – och bortom den – innan vi får ett paradigmskifte i det politiska resonemanget. Direktfinansiering av offentliga investeringsprojekt och räntemål för centralbanker, liksom aktieköp, kommer snart till ett land nära dig – och kan bli normen i stora delar av världen.

Baserat på den japanska erfarenheten är en långsam ekonomisk tillväxt det troliga scenariot – se figur 2. Japan har haft perioder med ekonomisk tillväxt runt noll och näst intill full sysselsättning. En recession, eller lågkonjunktur, är ingen större sak i Japan. Kanske det är det nya normala för större delen av världen?

Något har förändrats i de ekonomiska cyklernas värld. Volatiliteten är mindre i en ekonomisk värld som har gått över från varor till tjänster. Inflationförväntningarna har förankrats på låga nivåer och vi lever numera i något som kan betecknas "den finansiella världsekonomin". Det är svansen som styr hunden – eftersom svängningarna i den finansiella världen (räntorna) driver fram förändringar i den reella ekonomin, samtidigt som penningpolitiken driver finansvärlden, är cirkeln sluten.

Figur 2:
Ekonomisk utveckling (BNP) i Japan



Källa: Bloomberg, dec 2019



Inflationsförväntningarna har förankrats på låga nivåer och vi lever numera i något som kan betecknas den finansiella världsekonomin.

Om det kommande decenniet präglas av långsam tillväxt, omkring 1–2 procent BNP-tillväxt i utvecklade ekonomier som Japan, kommer vi att stanna kvar i en lågräntemiljö. Det blir en rad mjuka upp- och nedgångar – halvtråkigt kanske, men bra. Ett sådant scenario kommer att gynna en portfölj av uthålliga tillväxtaktier – som vi har sett i Japan.

Noterade aktier: fortsatt ränta-på ränta-potential – och en möjlig *melt-up*

I många utvecklade länder får du numera betala för förmånen att ha dina pengar på ett bankkonto. Många investerare som lånar ut pengar till staten genom att köpa statsobligationer måste betala även för detta.

Den klassiska balanserade portföljen med en kärna av obligationer ger inte längre den ränta som den brukade ge. Och tills vidare är det som om aktiemarknaden inte riktigt kan ta till sig att ränta-på-ränta-effekten i stora delar av en närbesläktad tillgångsklass inte finns mer.

Aktiemarknaden kan inte förstå att du för första gången på tusentals år inte får någon belöning för att du lämnar ifrån dig något värdefullt under en längre period. Om jag till exempel hade varit bonde för fem tusen år sedan och lånat ut sädeskorn till min granne, skulle jag ha fått tillbaka fler korn eller något likvärdigt året efter. Den grundläggande principen har nu frångåtts med centralbanksräntor under noll som drar ner världsräntan och får många tillgångar att stiga. Obligations- och räntemarknaderna befinner sig i ett extremt läge och aktiemarknaderna har inte riktigt diskonterat det ännu. Om vi återgår till det tidigare exemplet så genererar Nestlé en direktavkastning på 2,5 procent och ett fritt kassaflöde (FCF) på 4 procent med

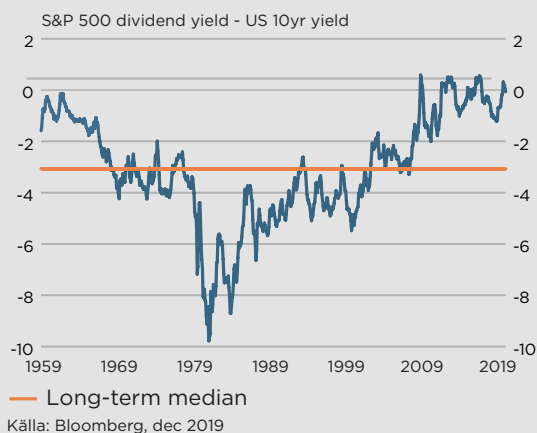
en förväntad tillväxttakt på 4 procent. Vid oförändrade värderingar är Nestlé en tillgång som borde ge en årlig avkastning på 8 procent. Jämför det med den schweiziska 10-åriga obligationsräntan på -1 procent så får du en riskpremie på 9 procent.

Även om Nestlé-aktien skulle fördubbla sin kurs och få en FCF på 2 procent, skulle aktiens FCF plus tillväxttakten på 4 procent fortfarande stå sig mycket bra mot den schweiziska obligationens -1 procent, vilket ger en riskpremie på 7 procent. Detta illustrerar potentialen och den betydande *bull market* som kan ligga framför oss om marknaderna verkligen skulle börja diskontera och tro på låga räntor för alltid. En äkta *melt-up*!

Det är ganska vanligt att de mer naturligt skeptiska obligationsmarknaderna är först med att ”fatta galoppen”, och sedan följer de ständigt optimistiska aktiemarknaderna efter och kommer till samma insikt. Obligationsmarknaderna ger en tydlig signal – ingen inflation och låga räntor under flera år framåt. Och som framhållits ovan kan obligationsmarknaderna ha rätt.

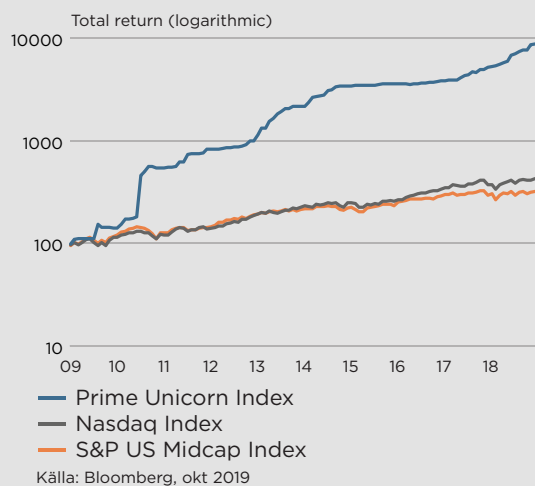
Men som grafen visar har aktiemarknaderna ännu inte inkluderat det i prissättningen. I USA, där räntorna fortfarande är över noll, ligger direktavkastningen nu stadigt över den 10-åriga obligationsräntan, vilket pekar på en relativt billig aktiemarknad – se figur 3.

Figur 3:
Avkastningsskillnad



Figur 4:

Divergens mellan Private Equity och noterade aktier



Var är bubblan?

Kapitalflödet har gått mindre i riktning mot noterade aktier och mer i riktning mot alternativa tillgångar. Det onoterade kapitalet speglar de stora flödena som har gått till riskkapital. Enhörningarna (nystartade bolag som nått en värdering över 1 miljard USD) i figur 4 har inte utsatts för analys och värdering på öppna marknaden, då de inte är noterade. Trots det är det fascinerande att se hur Prime Unicorn Index har presterat under det senaste decenniet jämfört med offentliga marknadsindex.

Detta kan vara ett område med större risk, men det troliga är att när den verkliga enhörningen visar sig

//

Detta illustrerar potentialen och den betydande *bull market* som kan ligga framför oss om marknaderna verkligen skulle börja diskontera och tro på låga räntor för alltid. En äkta *melt-up!*

så kommer den att generera så stor avkastning att du har råd att ha förlorarna också. Frågan är om du befinner dig i rätt fond med de bästa förvaltarna, eller i en genomsnittlig fond som kommer att få svårt att uppfylla dessa stora förväntningar.

Fem ögonblick i aktiemarknadens historia

För en uppmärksam och långsiktig investerare är det lika viktigt som någonsin att välja rätt placeringar och rätt enskilda aktier

Utän att gå in på diskussioner kring Kuhns begrepp om paradigmskiften – i huvudsak revolutionerande förändringar i rådande tanke sätt kring en viss fråga – framträder kraften i paradigmskiftena när man ser tillbaka på de dominerande uppfattningarna på finansmarknaderna i början av varje nytt decennium under den senaste 40-årsperioden. Så låt oss ta en snabb tillbakablick i finansmarknadens historia och se om vi kan lära oss något av den, och kanske även något om investeringar generellt, som kan bli användbart det kommande decenniet.

Figur 5:

Årtiondets sju största aktier räknat i börsvärde hänger sällan med till slutet av nästa årtionde

1980	1990	2000	2010	2019 - december
IBM	NTT	Microsoft	Exxon Mobil	Saudi Arabian Oil Co.
AT&T	Bank of Tokyo-Mitsubishi*	General Electric	PetroChina	Apple Inc.
Exxon	Industrial Bank of Japan	NTT DoCoMo	Apple Inc.	Microsoft
Standard Oil	Sumitomo Mitsui Banking	Cisco Systems	BHP Billiton	Google
Schlumberger	Toyota Motor	Wal-Mart	Microsoft	Amazon
Royal Dutch	Fuji Bank	Intel	ICBC	Facebook
Mobil	Dai-Ichi Kangyo Bank	NTT	Petrobras	Alibaba

*Sammanslagna bolag

Källa: Gavekal, december 2019

1980-talet

År 1980, när USA:s räntesatser låg på över 10 procent och fortsatte att stiga, levde vi i en inflationsmiljö där inflationen var djupt rotad i både människornas och finansmarknadernas sätt att tänka. Sex av de tio största företagen i världen vid den tiden var oljeföretag som Exxon, Standard Oil och Royal Dutch Shell, och listan dominerades av amerikanska företag. Råvarupriserna är cykliska till sin natur och höga priser leder till ökad utvinning. Det här var ännu en råvarutopp som inte blev långvarig.

1990-talet

Ett decennium senare, i början av 1990-talet, fanns bara Exxon kvar på listan över de tio största bolagen i världen räknat i börsvärde. Åtta av de tio största var japanska och sex av dessa var japanska banker som Fuji Bank och Industrial Bank of Japan. Jag kan personligen intyga att den rådande uppfattningen när jag inledde min karriär 1989 var att Japan AB skulle ta över världen. Det stod också klart för många att den enorma fastighets- och skuldbubblan i Japan var ohållbar. Paradigmskiftet avtog och inte en enda japansk bank fanns kvar på listan år 2000.

2000-talet

Som många säkert minns blev år 2000 kulmen för IT-bubblan, och listan dominerades av amerikanska teknikföretag som Intel och Microsoft. Även om bubblan brast grundades många av dagens största företag, däribland Amazon och Google, under den perioden. Det var roligare att köpa Amazon till bottenkursen 6 USD per aktie i september 2001 än att köpa den i december 1999 till cirka 100 USD per aktie. Trots det skulle du ha fått en bra avkastning om du hade köpt Amazon till den dåvarande toppkursen, eftersom Amazon numera ligger på runt 1 780 USD per aktie och har gett en avkastning på mer än 15 procent per år sedan dess. Den rådande uppfattningen vid den tiden var korrekt. Internet är en av mänsklighetens största uppfinningar genom tiderna och har fått omfattande konsekvenser för hela världen, inklusive ekonomin. Hela världen kopplas ihop i ett nätverk där idéer från jordens alla hörn kan mötas och blomstra. Det var ett recept på tillväxt och blev en arena som har skapat såväl jättar som många förlorare. I den framväxande delningsekonomin krävdes skicklighet för att identifiera de vinnande företagen, särskilt som stora besvikelser följde med de flesta aktier under den tiden – vilket belyser vikten av att analysera de enskilda aktierna noggrant.

2010-talet

Strax efter den stora finanskrisen, vars epicentrum var den amerikanska bostadsbubblan, hittar vi olje- och råvaruaktier högst upp på listan, med Exxon som nummer ett räknat i börsvärde. För första gången i modern historia fanns tre kinesiska aktier på listan, däribland den kinesiska bankjätten ICBC. Efter en massiv skuldökning och mycket stark tillväxt blev Kina världsledande i tillväxt efter finanskrisen. Kinas törst efter råvaror i och med infrastruktur- och bostadsboomen drev upp efterfrågan på råvarutillgångar och kinesiska tillgångar i allmänhet. Den stora efterfrågan skapade i sin tur en kraftig expansion av råvaruproduktionen, men den kinesiska boomen var inte hållbar för råvaruföretagen och de kinesiska bankerna. Tio år senare hade det skett en rejäl ommöblering bland världens största företag.

2020-talet

Nu när vi befinner oss i början av 2020-talet upptar USA återigen åtta av de tio platserna på listan över världens största företag – och Microsoft, Apple och Amazon finns inom topp fem. Vi befinner oss i delningsekonomin där programvara och appar dominerar topplistan. De två kinesiska internetjättarna Tencent och Alibaba kompletterar bilden av en världsekonomi som domineras av USA och Kina. Det faktum att Kina är världens folkrikaste land, i kombination med alla förändringar som sker där, ökar chansen att den allmänna uppfattningen är rätt och att Kina och USA kommer att dominera världsekonomin under 2020-talet. Vi tror fortfarande att den massiva omställningen när företagen flyttar sin IT-infrastruktur till molnet innebär att Microsoft och Amazon sannolikt kommer att tävla om topp tio-platserna 2030 – och att Microsoft i och med det kommer att ligga på topplistan för fjärde decenniet i rad.

2030-talet

Det är ett vanligt antagande att dagens dominerande företag också kommer att vara de dominerande i framtiden. Övergången till molnet gynnar programvaruföretagen, och plattformsbolag som kan hantera lokala och globala politiska spänningar kommer förmodligen att inta sina platser på topplistan 2030. Både amerikanska och kinesiska företag är troliga kandidater. Den verkliga överraskningen skulle vara ett europeiskt plattformsbolag. Men historien visar också att vi kan förvänta oss stora paradigmskiften framöver.

En av de största trenderna som vi har sett på finansmarknaderna är övergången mot mer hållbara investeringar och en hållbar livsstil. Oro för klimatet har varit en del av livet sedan tidernas begynnelse. Frågan har blivit allt mer angelägen, och i en uppkopplad värld ökar miljörörelsen i styrka över hela världen. Drivkraften är rädsla – en mycket stark kraft. Inför 2030 skulle vi inte

bli förvånade om vi får se nästa generations alternativa energiföretag, och förmodligen någon av aktierna från Prime Unicorn Index, på listan. Två av nycklarna är omställningar till alternativ energi och bättre energilagring och att plantera fler träd! Energiomställningen kommer att ske snabbt och marknaderna kommer att vara ännu snabbare med att diskontera potentialen. Intressant nog har NASA gått ut med informationen att jorden, baserat på satellitbilder som täcker hela världen, aldrig har varit grönare. Jämfört med för 20 år sedan har planetens gröna bladyta ökat med 5 procent. Det är en ökning med drygt fem miljoner kvadratkilometer – lika stort som Amazonas regnskog. Kina och Indien står för en tredjedel av ökningen, men utgör endast 9 procent av landområdet. Vi skulle inte bli förvånade om vi får se ett indiskt företag på listan 2030. De eviga löftenas land är sannolikt i färd med att äntligen förverkliga sin enorma potential. Politisk förändring och folkets makt i en värld där idéer kan delas mer effektivt än någonsin tidigare är Indiens stora chans.

Här ligger fokus på stora omställningar i det konventionella tankesättet, och på den till synes helt gränslösa mänskliga fantasin. Sådana tankesätt växer ofta fram under en lång tidsperiod, från en vansinnig idé till något som så småningom betraktas som en sanning eller vedertagen visdom, som till exempel idén att ha negativa räntor. För nyfödda humlor är det en naturlag att de inte kan flyga. En groda låter sig kokas utan att märka att vattnet hettas upp, om det går långsamt. Det realistiska blir plötsligt verklighet.

Välkommen till en extrem verklighet, där ränta-på-ränta-effekten inte längre finns i stora delar av investeringsvärlden. Däremot lever den i högönskelig välmåga på de fantastiska aktiemarknaderna – i goda som dåliga tider.

Med rätt inställning, filosofi och erfarenhet tror vi att 2020-talet kommer att bli ett bra decennium för den långsiktiga aktieinvesteringen. Den lilla överavkastning som finns att få om du är bra på att välja bolag

med uthållig tillväxt kommer att utgöra en relativt sett mycket större del av avkastningen under de kommande tio åren jämfört med det senaste decenniet.

Genom att ha ett generationsperspektiv på våra aktieval ser vi till att avkastning och hållbarhet går hand i hand. I över tre decennier har vi rest över hela världen och hittat unika företag med hållbara affärsmodeller och starka ledningar. Det är det jobbet som vi brinner för.



Den lilla överavkastning som finns att få om du är bra på att välja bolag med uthållig tillväxt kommer att utgöra en relativt sett mycket större del av avkastningen under de kommande tio åren jämfört med det senaste decenniet.

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 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. 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.

Aktiv förvaltning

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.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 · info.se@cworldwide.com
Q1 2020