

I denna rapport presenterar vi vår marknadssyn hösten 2026.

www.dnbcarnegie.se

Allokering och portföljstrategi *Hösten 2026*



Ta ned jättarna.

AI-entusiasm trumfar geopolitiken. Trots vinststyrka oroar topptunga index, börsvärdering och räntelyft. Vi tacklar riskläget med ökad diversifiering i högutdelare, obligationer på tillväxtmarknader samt alternativa investeringar.

DNB Carnegie Allokering och portföljstrategi ger en överblick över aktuellt ekonomiskt klimat samt bankens analys av detsamma i form av strategi och portföljallokering. Skriften utkommer två gånger per år med kortare strategiuppdateringar däremellan. För att prenumerera, kontakta din rådgivare.

Rapportens innehåll bygger på uppgifter och analyser tillgängliga i mitten av september 2026.

Omslagsfoto: Justin Cooper/CSM/Alamy

Redaktion

Brian Cordischi
Chief Investment Officer (CIO), DNB Carnegie; ansvarig utgivare
brian.cordischi@dnbcarnegie.se

Peter Nelson
Ansvarig för diskretionär
portföljförvaltning
peter.nelson@dnbcarnegie.se

Joakim Karlsson
Portföljförvaltare
joakim.karlsson@dnbcarnegie.se

Helena Haraldsson
Makroanalytiker
helena.haraldsson@dnbcarnegie.se

Martin Theimer
Investeringsstrateg
martin.theimer@dnbcarnegie.se

Johan Grip
Portföljförvaltare
johan.grip@dnbcarnegie.se

Jens Öhlund
Portföljförvaltare
jens.ohlund@dnbcarnegie.se

Rasmus Strandberg
Analytiker
rasmus.strandberg@dnbcarnegie.se

Johan Högberg
Redaktör
johan.hogberg@dnbcarnegie.se

Joakim Braun
Art director
redaktionen@dnbcarnegie.se

Allokering och portföljstrategi

Vår marknadssyn hösten 2026

Innehåll

Inledning.....	5
Sammanfattning.....	6
Affärsförslag.....	8
Investeringsklimat.....	10
<i>Investeringsboom lyfter tillväxten • Bättre fart i industrin • Iran-kriget lyfter energipriserna • Inflationen fortsatt över målen • Stigande långräntor och centralbankerna höjer • Svensk ekonomi tar fart • Kraftigt vinstlyft globalt – men håller prognoserna? • Risker: räntor, geopolitik och Trump</i>	
Portföljstrategi.....	20
<i>Vinstlyft bakom stark börsutveckling • Flera orosmoln motiverar neutral aktievikt • Hög aktievärdering, högre ränteläge • Koncentrationsrisk i många index • Hälsovård och industri attraktiva i Sverige • Underviktat Mag 7 • Föredrar alternativa investeringar framför räntebärande</i>	
Sverige: Så blir den nya skattepolitiken.....	26
Tema: Hantera koncentrationsrisken.....	28

Rekommendationer kring tillgångsslagen.....	41
Globala aktier.....	41
<i>Föredrar Europa framför USA • Positiv syn på Sverige, Schweiz och Italien • Vi överviktat tillväxtmarknader • Hälsovård och energi attraktiva • Underviktat USA-tech</i>	
Svenska aktier.....	49
<i>Ökad verkstadsexponering • Vi överviktat Alfa Laval, Bufab och Sandvik • Sålts Essity • Ratar teleoperatörer</i>	
Räntebärande investeringar.....	54
<i>Motvind från stigande långräntor • Ytterligare höjningar väntar från centralbankerna • Överviktat Australien och tillväxtmarknader • Fortsatt låga kreditspreadar</i>	
Alternativa investeringar.....	59
<i>God avkastning hittills i år • Aktiestrategier levererar • Ökad exponering mot carry och distressed debt</i>	

TEMAINVESTERINGAR

En skör balans

Indexinvesteringar anses ge bra och billig riskspridning och kapital har strömmat från aktiv till passiv förvaltning. Men en indexbaserad globalportfölj är mycket smalare än många tror: tech-jättar och USA dominerar. Vi bygger i stället vår globala aktieportfölj genom att kombinera de bästa egenskaperna hos både aktiv och indexbaserad förvaltning.

Tech-bolagen Mag 7 utgör en tredjedel av USA-börsen.

28

Mikro mot makro

Vinsterna imponerar, men den geopolitiska oron består. AI-boomen har många effekter: Den dominerar börserna, påverkar mellanårsvalet i USA och lyfter räntorna. Våra affärsförslag hanterar en del av dessa risker.

Ännu ett kvartal har gått utan att göra marknaden mycket klokare. Tsunamin av datacenterinvesteringar fortsätter: AI är huvudtemat på börsen, och börjar bli det på obligationsmarknaderna. Hur mycket kapacitet kommer egentligen att användas, och vad vill kunderna betala? Det vet vi fortfarande inte. Företagens investeringar är alltså den viktigaste motorn i USA:s ekonomi och i Asien. De globala konsumenterna dränerar sitt sparande och har klarat högre energipriser oväntat bra. På tal om det: Hur tänker USA-presidenten Donald Trump lösa det självförvållade kaoset i Mellanöstern? Ännu en obesvarad fråga.

Hösten domineras av valen i USA, Israel, Ryssland och Brasilien samt det planerade toppmötet mellan Trump och Kinas president Xi Jinping. En indikation på det förhöjda geopolitiska riskläget är CIA-chefen John Ratcliffes oväntade besök i Moskva nyligen.

Datacentren kan påverka USA-valet

Det blir intressant att se hur väljarna i USA reagerar på data-centervågen, som kan ge avtryck i el- och vattenräkningarna. Som första delstat stoppar New York större projekt, medan guvernörerna i New Jersey, Pennsylvania och (faktiskt) Texas begränsar eller ifrågasätter utbyggnaden.

För de flesta amerikaner är inflationen fortfarande det största orosmolnet, vilket får Trumps opinionssiffror att dala ännu snabbare. Efter valet i november får USA troligen en splittrad kongress – då blir det svårt för Trump att få igenom sin agenda.

En demokratisk skrällseger med majoritet i båda kongressens kammare skulle skruva upp konfliktläget mellan partierna. Räkna då med att Capitol Hill och Vita huset ryker ihop om Obamacare, Epstein-filerna, skuldtaket och annat.

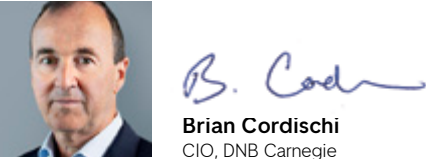
AI-utbyggnad ökar ränterisken

Aktiemarknaderna är alltså motståndskraftiga men dyra. De får stöd av rapportssäsongens oväntat goda vinstutfall, samtidigt som förväntningarna på vinsttillväxten ökar. USA:s högsta domstol har delvis satt P för Trumps *tariff tantrum*. Centralbankerna trycker på bromsen, men än så länge varligt eftersom de hoppas på sjunkande inflation. Deras tålamod kan prövas av ett utdraget Iran-krig som fortsätter efter mellanårsvalen.

AI-investeringar börjar nu finansieras via obligationsmarknaden, samtidigt som utbudet späds på av ökad statlig upplåning till följd av budgetunderskott – stigande obligationsräntor är en nyckelrisk på samtliga marknader. Finansministern i USA har ingripit, men åtgärderna är bara kortsiktig, valbetingad symtombehandling.

Topptunga index – vi diversifierar

Vi behåller vår exponering: neutral mot aktier, undervikt mot obligationer och övervikt mot alternativa investeringar. AI-dominansen har ökat bolagskoncentrationen kraftigt i flera aktieindex. Det skapar diversifieringsbehov, och vi presenterar några lösningar i temaavsnittet. I portföljens räntedel är tillväxtmarknadsobligationer i lokal valuta intressanta.



Vår marknadssyn

Börserna har stöd av vinstuppgången. Högre räntor och AI-osäkerhet är risker givet höga aktievärderingar. Vi rebalanserar tillbaka till normal aktievikt.

Makroekonomiskt klimat

Världsekonomin tuffar på bra driven av investeringar i AI, försvar och energisäkerhet. Europas ekonomi fortsätter att överraska, trots motvind från dyrare energi. Kinas starka export kompenserar för svag konsumtion. I USA är datacenterinvesteringar en viktig tillväxtmotor, men hur uthållig är hushållens konsumtion? Kraftiga oljepris- eller ränteuppgångar skulle kunna dämpa konjunkturen.

Makromiljön är stabil.

Vinstutveckling

Bolagsvinsternas styrka överraskar återigen. AI-trenderna med sina spridningseffekter är alltjämt tongivande, på gott och ont. Prognoserna för 2027 höjs globalt och revideringsmomentum är starkare än på fem år. Positivt är att vinststyrkan nu syns även utanför *tech* och utanför USA.

Vinststyrkan ger fortsatt börsstöd.

Värdering

Efter en lång börsuppgång är värderingen på många håll ansträngd, särskilt sett till konjunkturjusterat P/E-tal och relativt ränteläget. Höga P/E-tal kan bestå en tid, men gör börsen sårbar för negativa nyheter, särskilt då sentiment och positionering visar på stor investeraroptimism.

Värdering såväl som positionering i USA är en motvind för börsen.

Räntor och likviditet

Inflationen är över målnivåerna. Federal Reserve höjer nu styrräntan, liksom ECB. Långräntorna klättrar snabbt och är på de högsta nivåerna på decennier, särskilt i länder med höga statsskulder. Konjunkturstyrka, inflationsoro och stigande kapitalbehov till strukturella investeringstrender underblåser ränteuppgången.

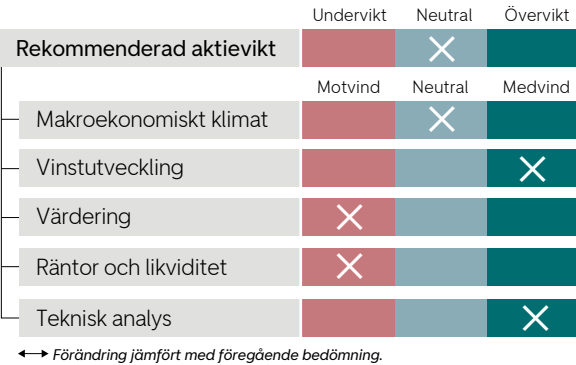
Räntemiljön försämras globalt och är en motvind för börsen.

Teknisk analys

Börserna har hittills skakat av sig det ena orosmolnet efter det andra. Tekniska mönster indikerar att börstrenden kortsiktigt är mer sidledes, men att den långsiktiga uppåt-trenden är intakt både i Sverige och i USA.

Tekniskt är börsen i konsolideringsfas i en stigande trend.

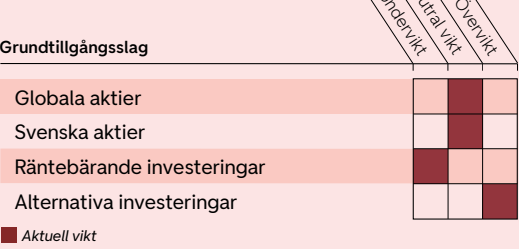
KLIMAT FÖR AKTIEPLACERINGAR



Rekommenderad portfölj

Varje kund har en individuell portfölj hos DNB Carnegie. Vi rebalanserar ned globala aktier till neutral och minskar undervikten mot räntetillgångar. Övervikten mot alternativa investeringar består.

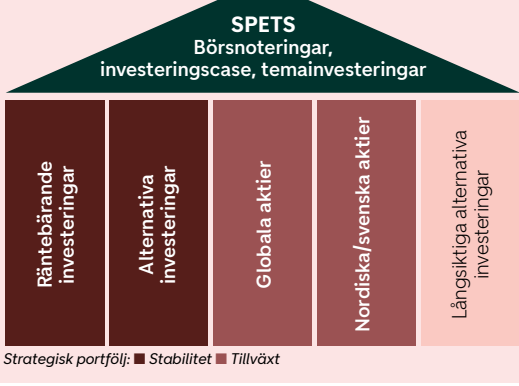
PORTFÖLJVIKTER



Allokering: Kärnan i vår förvaltning är fyra grundtillgångsslag. Två är mer tillväxtinriktade (Globala aktier och Svenska aktier) medan två är stabilare (Räntebärande investeringar och Alternativa investeringar). Vi har två ränteportföljer, varav den tryggare främst består av statsobligationer och *investment grade*, medan portföljen Högränteplaceringar har ett stort inslag av *high yield*. Läs mer om våra förvaltningsprinciper på sidan 62.

DNB CARNEGIES FÖRVALTNINGSMODELL

Portföljkomponenter



Globala aktier

- Neutral positionering med undervikt mot USA och övervikt mot Europa. Vi föredrar även tillväxtmarknader, som ger en relativt billig exponering mot AI-temat. Detta kombineras med undervikt mot amerikansk *tech*.
- I portföljen Global Stock Picking har vi bland annat exponering mot specifika bolag inom datacenter, elproduktion och digitalisering.

Svenska aktier

- Hälsovård överviktas genom innehav i Astra Zeneca, Sobi, Getinge, Bonesupport samt det nya innehavet Camurus.
- Vi ökar verkstadsexponeringen: Stora innehav är Alfa Laval, Atlas Copco och Sandvik.
- Vi äger nätmäklaren Nordnet, har adderat Avanza och har avyttrat Essity.

Räntebärande investeringar

- Vår undervikt består, men durationen har ökat till neutral. Vi föredrar tillväxtmarknads- och australiensiska obligationer, men är försiktigt inställda till japanska.
- Inom *high yield* föredrar vi europeisk exponering.

Alternativa investeringar

- Vi föredrar tillgångsslaget framför räntepapper. Övervikten kvarstår då avkastningsutsikterna fortsatt är goda.
- Strategier som är okorrelerade med övriga tillgångsslag är bland annat aktie lång/kort, trendföljare och volatilitets-arbitrage samt *distressed debt*, där vi ökat exponeringen.

För ytterligare investeringsidéer och affärsförslag, se nästa uppslag.

Affärsförslag

Globala aktier Sidan 41

Hälsovårdssektorn

- Bättre nyhetsflöde och högre vinstprognoser.
- Defensiv sektor som har släpat efter.
- Gynnas av strukturella tillväxttrender.

Drivkrafter

Hälsovårdssektorn börjar efter en längre period relativt svag kursutveckling visa ett mer positivt nyhetsflöde och successivt uppreviderade vinstprognoser. Hälsovård är också mer attraktivt värderat än andra defensiva sektorer. Ytterligare drivkrafter är en hög aktivitet inom företagsförvärv och sammanslagningar samt flera positiva forskningsresultat. Ett uppmärksammat exempel är Moderna och Merck, som i slutet av augusti presenterade lovande resultat från en fas 3-studie mot hudcancer. Sektorn stöds av åldrande befolkningar som bidrar till en långsiktigt växande efterfrågan på läkemedel och sjukvård. Det finns dock en oro för patentutgångar i de stora läkemedelsbolagen, varför vi rekommenderar att addera *biotech*-bolag med lovande *pipeline*. Samtidigt lyfts hälsovård allt oftare fram som en potentiell vinnare på AI-utvecklingen, inte minst genom möjligheterna att effektivisera forskning och påskynda utvecklingen av nya läkemedel.

Risker

Ökade regleringar och handelskrig.

Förslag

Kostnadseffektiv exponering mot stora globala läkemedelsbolag via ETF i kombination med en aktiv *biotech*-förvaltare.



Globala aktier Sidan 41

Högutdelande bolag

- Bolag med stabila utdelningar.
- Attraktiv värdering.
- Geografisk diversifiering och defensiva egenskaper.

Drivkrafter

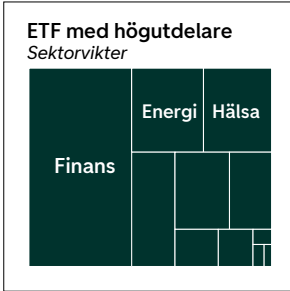
Stora kapitalinvesteringar i datacenter har minskat många företags kassaflöde, och därmed förmåga att ge utdelningar. På aggregerad börsnivå är direktavkastningen historiskt låg och även aktieåterköpen har minskat. Det finns dock sektorer och bolag som erbjuder fortsatt attraktiva utdelningsnivåer. De väger inte så tungt i världsindex där bolagen sorteras efter marknadsvärde, men det finns andra index som konstrueras efter fundamentala faktorer (se temaavsnittet på sidan 28). Exempelvis identifieras bolag som haft en stabil utdelning över tid. Vi har till vår rådgivande portfölj adderat en ETF med högutdelande bolag, som har högre direktavkastning och lägre P/E-tal än börsgenomsnittet. ETF:en ger stor exponering mot finans och energi, men också mot defensiva sektorer som hälsovård, dagligvaror och *utilities*. Samtidigt är USA-vikten låg och *tech*-bolagen knappt representerade. I en tid med stigande räntor och hög koncentration i världsindex tillför högutdelande bolag diversifiering till en global aktieportfölj.

Risker

Smal börsuppgång driven av *tech* och tillväxtbolag.

Förslag

Global ETF med högutdelande bolag. Även ETF:en ger utdelningar.



Räntebärande investeringar Sidan 54

Tillväxtmarknadsobligationer i lokal valuta

- Höga realräntor och god ränteavkastning.
- Utrymme för penningpolitiska lättnader.
- Sunda statsfinanser i många EM-länder.

Drivkrafter

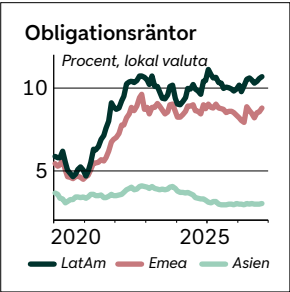
Obligationer på tillväxtmarknader (*EM*) i lokal valuta har utvecklats positivt i år, trots volatilitet till följd av konflikten i Mellanöstern, stigande energipriser och geopolitisk osäkerhet. Miljön har skapat en tydlig uppdelning mellan *EM*-länder som drar nytta av situationen – särskilt oljeexportörer – och sårbara oljeimporterande ekonomier som står inför högre inflation och ökade importkostnader. Trots detta är *EM*-obligationer i lokal valuta alltjämt intressanta, med stöd av attraktiva realräntor, bättre inflationsdynamik, trovärdig penningpolitik och lågt värderade valutor i många länder. Även om det globala ränteläget är fortsatt volatilt, har flera *EM*-centralbanker utrymme att gradvis lätta på penningpolitiken – särskilt där inflationsförväntningarna är väl förankrade och de externa balanserna har stärkts.

Risker

Främsta risken är om USDollar plötsligt stärks, drivet av globala chocker, kraftiga råvaruprisökningar eller stramare finansiella förhållanden än väntat.

Förslag

Aktivt förvaltd *EM*-obligationsfond.



För mer information om specifika placeringsmöjligheter, kontakta din rådgivare.

Alternativa investeringar Sidan 59

Systematisk lång/kort aktiefond

- Bra marknadsklimat för aktiv förvaltning.
- Beprövad strategi som levererat god avkastning.
- Låg samvariation med börsen.

Drivkrafter

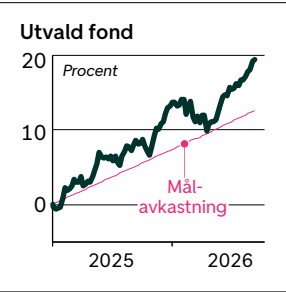
Vi ser fortsatt goda möjligheter för aktiv förvaltning givet osäkerheten kring geopolitik, handel och konjunktur. Ett sätt att utnyttja det rådande marknadsläget är att investera i förvaltare som har mandat att både äga och blanka aktier. I *Allokering och portföljstrategi* lyfte vi i februari 2025 fram en systematisk aktie lång/kort-fond, som har utvecklats väl och har goda förutsättningar. Förvaltaren tar positioner i intressanta aktier baserat på en systematisk modell som utgår från fundamentala, tekniska och sentimentsbaserade faktorer. Fonden har en marknadsneutral exponering (låg samvariation med börsen), vilket bidrar med diversifiering. Samtidigt är förvaltningsavgiften lägre än hos traditionella aktie lång/kort-förvaltare. Sedan början av 2025 är fonden upp cirka 20 procent, något över den förväntade avkastningen. I den diskretionära förvaltningen äger vi fortsatt fonden och har under året ökat allokeringen ytterligare.

Risker

Förvaltarrisk.

Förslag

Systematisk lång/kort aktiefond med globalt fokus och målavkastning kortränta +5 procent.



Investeringsboom står mot ränteoro

Enorma investeringar inom AI, försvar och energi fortsätter att driva världs-ekonomin. Nu breddas vinststyrkan utanför tech. Inflationen är ännu inte på målen, och den snabba globala långränteuppgången kan bli en motvind.

Iran-kriget fortsätter, men världskonjunkturen har inte farit så illa som befarats och inflationsoron inte heller eskalerat så kraftigt. Minskade oljeflöden genom Hormuz-sundet har täckts på andra sätt, inte minst av att USA ökat sin oljeexport och Kina minskat sin oljeimport. Flera börser har slagit nya rekord trots att sommaren bjöd på tech-frossa och stora rörelser i AI-bolag. Börsstyrkan har främst drivits av bolagsvinster, även utanför tech. Starka makrosignaler har stött aktiemarknaderna, eftersom risken för en betydande penningpolitisk åtstramning är låg. AI-satsningarna fortsätter, med mer avancerade modeller och expanderande datacenterplaner.

I korthet

Världsekonomin har visat sig vara mer motståndskraftig än väntat. Trots kriget i Iran har inflationsoron inte eskalerat. Samtidigt har börserna nått nya rekord tack vare starka bolagsvinster. Tillväxten globalt ligger kvar kring 3 procent och industrin visar tydliga tecken på återhämtning. I USA drivs ekonomin av AI-relaterade investeringar och fortsatt

konsumtion, men hushållen är mer sårbara efter minskat sparande. Europa överraskar positivt med starkare industrisignaler, även i Tyskland. Sverige växer bättre än Europa, även om bostadsbyggandet haltar. Kina präglas av stark export och industriproduktion, medan hushållens konsumtion och fastighetsmarknaden fortsatt utvecklas trögt.

Bolagsvinsterna överraskar positivt i de flesta regioner. AI är fortsatt en viktig drivkraft. Förväntningarna är höga, men positivt är att vinsttillväxten nu breddas till allt fler sektorer. Samtidigt är börsvärderingarna ansträngda, särskilt i USA och Sverige. De största riskerna framåt är AI-besvikelser, stigande obligationsräntor, geopolitisk eskalering och politisk osäkerhet i USA.

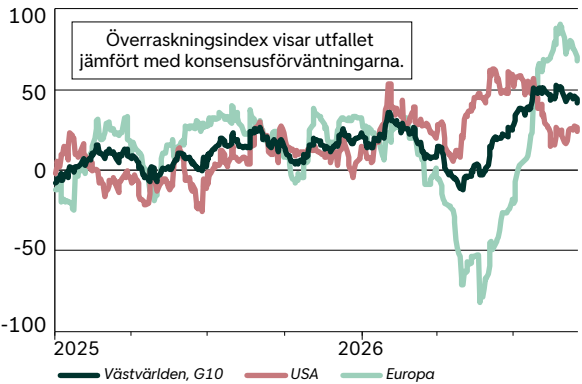
Nytt under sommaren är:

- Efter ett fall om nästan 30 procent i somras har halvledarindex stigit igen, men volatiliteten har ökat.
- Trafiken i Hormuz-sundet begränsas fortfarande och oljeledningarna i regionen har attackerats.
- Vinsterna överraskar positivt i allt fler sektorer och prognoserna lyfts.
- Industribarometern ljusnar i både USA och Europa.
- USA:s centralbank Federal Reserve (Fed) har höjt styrräntan, och långräntorna stiger globalt.

Konsensusprognoserna för den globala tillväxten har legat stabilt på 3 procent i år, men efter Iran-krigets utbrott sänktes under våren prognoserna för BNP-tillväxten avseende USA och Europa, för att sedan stabiliseras. Kina-prognosen har knappt rört sig då positiva och negativa faktorer tagit ut varandra. Tillväxtprognoserna för 2027 ligger i stort sett stilla.

EUROPA ÖVERRASKAR POSITIVT

Överraskningsindex för ekonomin



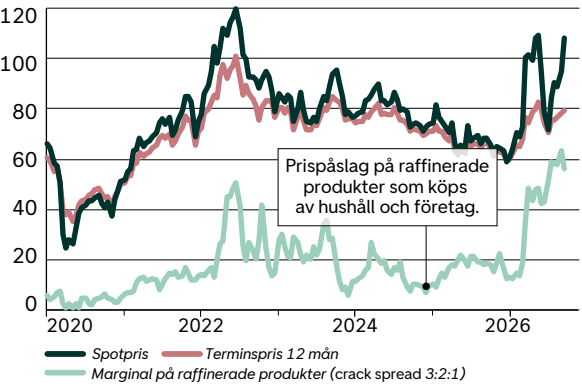
Den globala konjunkturbarometern har sedan 2023 rört sig runt 50,5–53,5, vilket indikerar en måttlig expansion. Trenden har dock varit uppåtriktad sedan 2025, och har i år äntligen indikerat bättre aktivitet i industrin, på senare tid särskilt i USA och Tyskland. Överraskningsindex pekar också upp: USA har mattats medan Europa har stigit. Det mesta talar för fortsatt god tillväxt globalt. Vårt basscenario är att Iran-kriget inte eskalerar så att det hotar konjunkturen. Historiskt har en prisfördubbling under ett år krävts för att orsaka en lågkonjunktur, det vill säga upp emot 150 dollar våren 2027. Viktigt är också att olika raffinerade oljeprodukter kan prishöjas betydligt mer än råoljan (se graf ovan till höger).

USA: AI-styrka, men sårbar konsumtion

Det är svårt att bedöma hur stor del av BNP-tillväxten på runt 2 procent som är AI-driven. Skattningsarna varierar, men sannolikt rör det sig om cirka en tredjedel sedan 2025 (då har hänsyn tagits till att många komponenter importeras och därmed minskar BNP) – hushållens konsumtion står för runt 45 procent. Inget tyder på att AI-satsningarna bromsar in i närtid, eftersom tech-bolagen har starka vinster, tar in mer kapital och än så länge ökar sina expansionsplaner. AI och datacenter kräver dessutom att elproduktionen byggs ut för att möta efterfrågan på beräkningskapacitet.

MARKNADEN TROR PÅ UTRAGEN IRAN-KONFLIKT

Oljepris (Brent, USD/fat) och prispåslag på raffinerade produkter



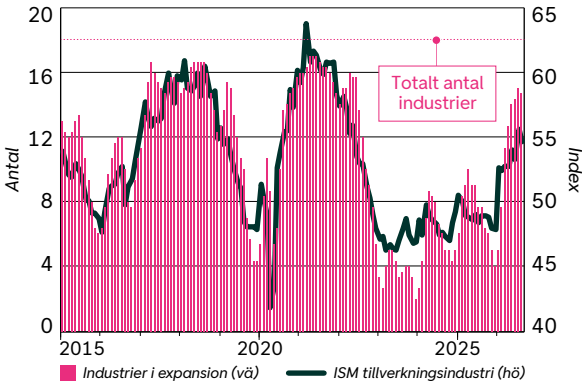
USA:s inhemska efterfrågan taktade runt 3 procent under andra kvartalet. Bostadssektorn är dock svag och många hushåll pressade. För hushållen har inflation och högre långräntor varit jobbigt, men de har haft stöd i en stark arbetsmarknad, skattelättnader och stigande börs. Samtidigt har de minskat sitt sparande till rekordlåga 2,5 procent av disponibel inkomst, vilket gör dem mer sårbara. Reallönerna står stilla, skattelättnaderna ebbar ut och pessimism sprider sig bland hushållen. Vi är dock ganska lugna, om än vaksamma. De blandade jobbsignalerna och bolagens starkare vinsttillväxt tyder i varje fall inte på någon markant och bred försämring av arbetsmarknaden. Det hushållen inte tål är ett tech-ras. Det skulle slå främst mot de mest välbeställda som driver en stor del av konsumtionen, i synnerhet av tjänster.

Ränteuppgången har inte fått större negativ ekonomisk effekt. Det beror sannolikt på att stigande ränta oftast drabbar bostadsbyggandet hårt, vilket sedan försvagar arbetsmarknaden. Denna gång var bostadsbyggandet i USA redan svagt, och datacenterbyggandet – som inte är lika räntekänsligt – har mer än väl kompenserat. Bilförsäljning och småbolag är dock mer räntekänsliga.

Positivt är att industribarometern visar på bredare expansion i fler branscher. Historiskt har detta fått optimismen att klättra ännu högre (se graf till vänster på nästa sida).

USA: FLER BRANSCHER SER LJUSNING

Industribarometer, USA (ISM)



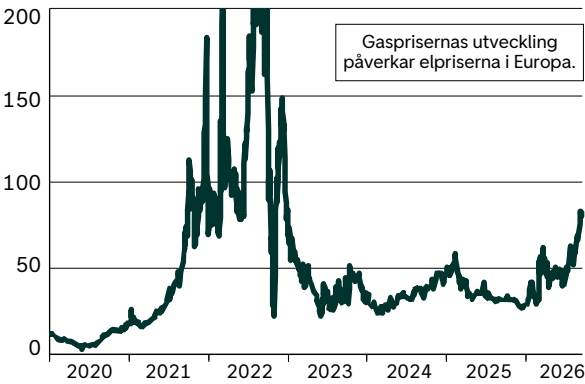
Europa: utmaningar, men ljusning i industrin

Europa är den region där sommarens makrosignaler överraskat mest positivt, trots motvinden från dyrare energi. Regionen har sina utmaningar (högre energipriser och obligationsräntor, Kina-konkurrens och svaga regeringar som har svårt att enas om struktur-reformer), men återhämtningen förefaller att stå på fastare mark än tidigare.

Hushållens framtidssyn är inte lika pessimistisk som i USA och Kina. Oron kan öka om en kall vinter och

EUROPA: ORO FÖR ELPRISCHOCK

Naturgaspris i Europa (Dutch TTF, EUR/MWh)

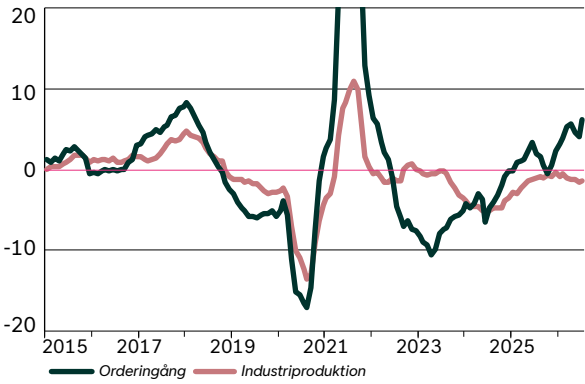


låga gaslager leder till elprischocker (se graf ovan till höger). Sparkapital ger dock fortfarande hushållen god likviditet och kanske också motståndskraft. Industribarometern visar på den högsta optimismen på över fyra år, drivet av att EU-länderna handlar mer med varandra.

Tyskland är Europas största ekonomi och har länge varit i stagnation. Satsningar på försvar och infrastruktur har förhindrat en recession – det handlar om 500 miljarder euro över tolv år. Enligt tyska regeringen

TYSKLAND: BÄTTRE ORDERINGÅNG

Industriaktivitet, Tyskland, årsförändring i procent



är 50 miljarder euro redan ute i ekonomin, och fler positiva effekter bör bli synliga framåt hösten och 2027. Tyskland gynnas också av den ökade EU-interna handeln: Industribarometern är nu något starkare än för Europa som helhet, och BNP-prognoserna har nyligen börjat revideras upp.

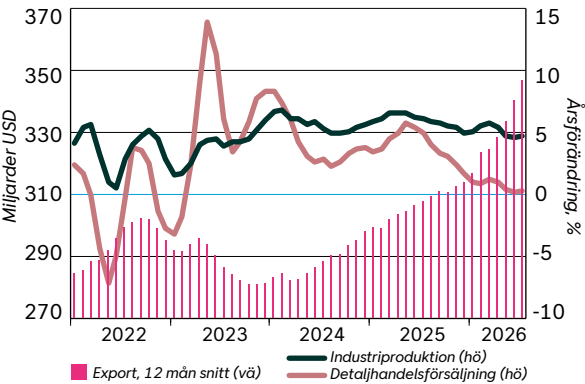
Sverige: redan bra fart, även i konsumtionen

Den svenska ekonomin växer redan över trend – med USA-lika 3 procent i årstakt under andra kvartalet – vilket är imponerade både i sig och i ett europeiskt perspektiv. Tillväxten drivs av hushåll och investeringar, men även av stark export, inte minst av försvarsmateriel. De flesta konjunktur-indikatorerna är i expansionsfas, utom bil- och bostadsköp. Ekonomins svaga länk är just bostadsbyggandet, som inte återhämtat sig lika kraftfullt som det brukar efter kriser, och ännu är ingen ljusning i sikte.

Trots att hushållen är mindre optimistiska än normalt köper de sällanköpsvaror och kommer att få mer stöd av en bättre arbetsmarknad nästa år. Sysselsättningen är alltid en eftersläpande indikator. Den är nu i nivå med sommaren 2023 då den började falla, men har varit i positiv trend sedan början av 2025. Arbetslösheten har toppat och varseltrenden minskar.

KINA: SVAG KONSUMTION, STARK EXPORT

Kinesiska makroindikatorer, 3 mån snitt



Kina: stark export men svag konsumtion

Kinas konjunkturbarometrar tyder på viss expansion drivet av exporten, som har varit oväntat pigg trots minskad handel med USA. I takt med att stimulansåtgärder har löpt ut på vissa varor som bilar, elektronik, möbler och vitvaror har den underliggande konsumtionstrenden visat sig svag. Fastighetssektorn är fortsatt kylig, undantaget bostadspriserna i de bästa lägena, som nu stiger.

Kinas maktthavare fokuserar på tillverkningsindustrin och nya teknikområden som AI, biotech, robotisering med mera. Ett mål på sikt är också att lyfta hushållens köpkraft och få dem att använda sitt stora sparande. Potentialen när allt detta sker är mycket stor, men för tillfället pekar barometrarna på stabil expansion ledd av högre export och industriaktivitet, medan hushållens konsumtion förblir trög.

Vinster: tech levererar och styrkan breddas

Vinststyrkan i halvårsrapporterna imponerade i samtliga regioner och vinstutvecklingen förbättras i fler sektorer. AI är motorn, men även utan tech-giganterna Mag 7 översteg vinsttillväxten 20 procent under andra kvartalet. Sju av elva sektorer visar tvåsiffrig vinsttillväxt, och medan tech för ett år sedan stod för 90 procent av vinstökningarna, svarar sektorn nu "bara" för 55 procent. Ser vi till skillnaden

Mera boom?

Sannolikheten för att vi är i en supercykel för investeringar har ökat. Flera strukturella megatrender pågår samtidigt i många stora ekonomier: hyperscalers satsningar på datacenter, utbyggnaden av försvar och infrastruktur, satsningar på elproduktion och energisäkerhet (ännu mer i fokus sedan Ukraina- och Iran-krigen). Utanför USA tickar klimatomställningen på.

Flera trender drivs av politiska beslut, och vissa är dessutom ömsidigt förstärkande då träning av AI-modeller kräver enorma mängder el och ökar efterfrågan på så kallade e-metaller. En tilltalande framtidsvision vore en global tillväxtboom som efter Kinas inträde i världshandelsorganisationen WTO år 2001 (med exportlyft och infrastrukturens satsningar), som lyfte

världsekonomin under flera år efter 2003. Addera billigare energi och kanske lägre räntor om Iran-kriget löser sig, samt fortsatt AI-eufori – då är en tvåsiffrig börsuppgång även under hösten inte utesluten.



HÖGA VINSTFÖRVÄNTNINGAR

Konsensusprognoser, ekonomi och bolagsvinster, procent

Marknad	BNP-tillväxt		Vinsttillväxt	
	2026	2027	2026	2027
USA	2,1	2,1	29	13
Europa	0,8	1,2	17	9
Japan	0,7	0,8	17	11
Tillväxtmarknader	3,8	3,9	23	14
Sverige	2,3	2,5	12	15
Globalt	3,0	3,1	32	14

Källa: Konsensus, DNB Carnegie Analys (vinsttillväxt i Sverige)

mellan andelen positiva och negativa rapportöverskningar, eller till hur mycket rapporterade sektorvinster överskred prognoserna, så har branscher som finans, hälsovård, energi och industri överraskat minst lika mycket som teknologi (se graf ovan till höger).

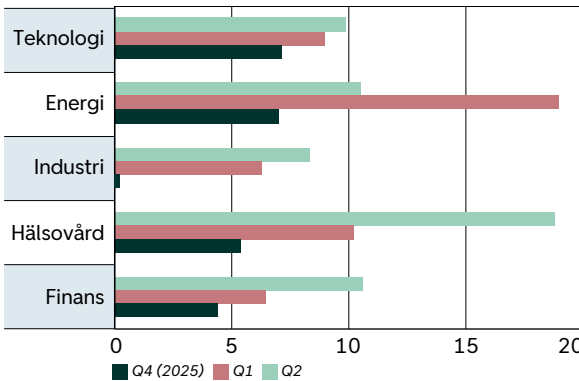
Att bolagsvinsterna i Europa, vars tech-sektor är relativt liten, också överraskade positivt bekräftar den ökade vinstbredden. Revideringsmomentum är starkt. Antalet uppreviderade vinstprognoser relativt nedrevideringarna är större än på fem år i Europa, Japan och globalt – i USA är nivåerna bland de högsta på fem år (se graf till vänster på sidan 16), med tydlig upprevideringstrend även utanför tech.

De svenska börsbolagens vinster överraskade också positivt, med bättre orderingång i verkstadssektor och fortsatta positiva vinstöverskningar i bankerna, liksom i hälsovårdssektor. Vinsttillväxten i småbolag (9,2 procent) är större än i stora bolag (8,6 procent). De mindre bolagen bör också vara vinnare på den starkare inhemska efterfrågan i Sverige, och DNB Carnegie Analys spår en stark vinsttillväxt om 16 procent för deras del under 2027.

Att bolagsvinsterna i Europa, vars tech-sektor är relativt liten, också överraskade positivt bekräftar den ökade vinstbredden. Antalet uppreviderade vinstprognoser relativt nedrevideringarna är större än på fem år i Europa, Japan och globalt.

ÖVERRASKNINGAR ÄVEN UTANFÖR TECH

Rapportsäsonger, USA, utfall vs prognos, procentenheter



Är vinstprognoserna för optimistiska?

Vinsterna väntas under 2027 öka med 14 procent globalt, 13 procent i USA och 9 procent i Europa – fortfarande tech-dominerat, men inte i samma grad som i år. Detta kan förefalla optimistiskt med tanke på att vinststyrkan 2026 har lyft basen, världsekonomin inte visar högkonjunkturstecken och försäljningstillväxten sannolikt avtar nästa år. Sistnämnda förklaras av fallande försäljning i energisektorn och mer dämpade ökningar inom it och råvaror. För övriga sektorer spås dock ganska likartad försäljningstillväxt som i år. Dessutom är vinstprognoserna för 2027 lägre än för 2026 i samtliga regioner och sektorer (undantaget dagligvaror).

Vi bedömer att 2027 års vinstprognoser är ganska rimliga. Flera indikatorer såsom nominell BNP, prisplaner, orderingång och bredden i industristyrkan ger stöd för tvåsiffrig vinsttillväxt i USA 2027 (se graf till höger på sidan 16). Tech levererar god lönsamhet, de strukturella investeringstrenderna är starka och hushållen i Kina och

Hur uthålliga är tech-vinsterna?

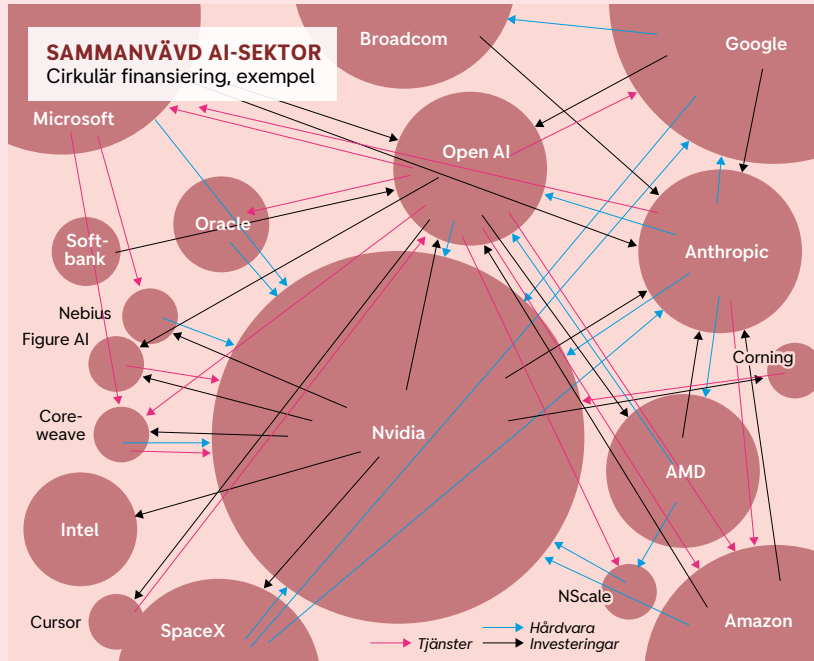
AI-utvecklingens snabbhet och de enorma vinsterna i delar av sektorn utlöser reflexioner om att utvecklingen kanske är för bra för att vara sann.

Den stora vinstrisken (och börsrisken) är i tech-sektorn. Om de gigantiska datacentersatsningarna inte bär tillräckligt med frukt, eller om de två onoterade giganterna Anthropic och Open AI skulle behöva dra i bromsen, ökar risken för börsfrossa. Anthropic börsnoteras sannolikt före årsskiftet, Open AI under 2027. Lyfter eller minskar detta AI-euforin?

Dotcom-repris eller inte?

Även om AI-expansionen fortsätter finns risk för en "vinstbubbla". Oron handlar bland annat om likheter med dotcom-åren, de svagare kassaflödena och risken att vinsttillväxten i tech är dopad.

- En stor del av årets vinstökning beror på uppvärdering av tillgångar såsom aktieinnehav i andra tech-bolag. Alphabet (Google) äger till exempel aktier i SpaceX och Anthropic. Även Amazon har innehav i Anthropic. Stora uppvärderingar av aktievärdena blir svåra att upprepa kommande kvartal.
- Då vinsterna lyfts kraftigt i år borde förväntningarna på vinstökningen 2027 dämpas (basen har ju höjts) – så har inte riktigt varit fallet.



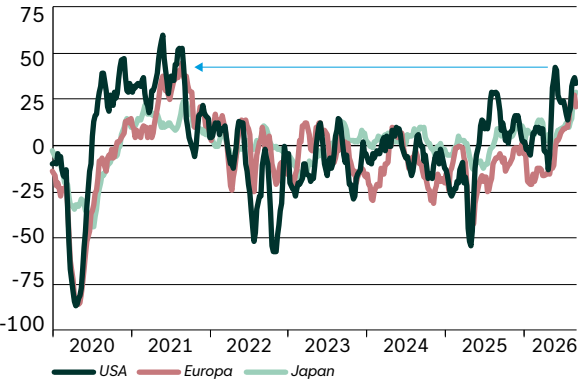
- En annan oro rör redovisningen av vinster, där de som säljer till hyperscalers (såsom Nvidia) redovisar försäljningen direkt, medan hyperscalers skriver av sina investeringar över flera år.
- Under dotcom-åren uppfanns nya, kreativa värderingsmultiplar. Det har vi egentligen inte sett än. Men större korsägande i sektorn och lånegarantier till kunder, circular financing, kan bli kostsamt om efterfrågan viker. Nvidia har nyligen kallats the bank of AI, och även under dotcom finansierade bland annat Cisco sina kunders investeringar.

Frågan är om och när någon av dessa risker gör marknaden nervös. Att det talas om orosmoln är ur ett bubbelriskperspektiv bara bra: Oro dämpar förväntningarna. På sikt är en avgörande fråga hur kinesisk konkurrens och begränsad betalningsvilja (vissa kunder stramar redan åt sina token-budgetar för AI-användning) förändrar vilka bolag som blir vinnare och förlorare.

Tekniskskiften är ofta initialt svårbedömda. Vi är vaksamma på kraftiga värderingsökningar och agerar mer aktivt och selektivt än normalt.

MÅNGA PROGNOSE LYFTS ...

Vinstmomentum, andel upp- minus nedrevideringar



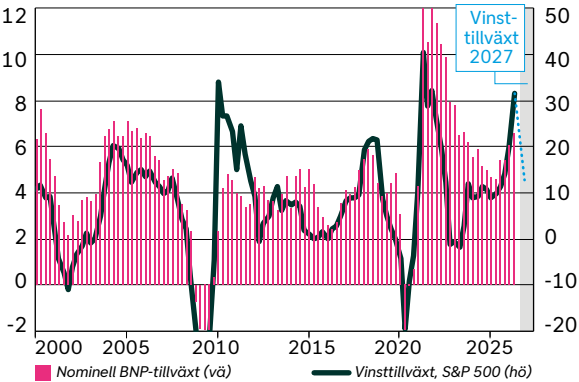
Europa har buffertsparande. Verkstadsvinsterna skulle till och med kunna överraska på uppsidan om barometrarna klättrar vidare. Sannolikt har börsens marginalmix förbättrats, många tech-bolags lönsamhet drivs av flaskhalsar och hög-marginalprodukter. Även verkstadsbolagen, som gynnas av parallella och ömsesidigt förstärkande strukturella investeringstrender, bör kunna lyfta lönsamheten. Under andra kvartalet rapporterade 90 procent av bolagen i USA högre omsättning, medan runt hälften ökade sina marginaler. Vår oro för alltför höga marginalförväntningar har gång på gång kommit på skam, och så länge inget tyder på en markant konjunktur- eller AI-inbromsning är vi inte särskilt oroade för lönsamheten generellt, även om vissa kostnader stiger.

Värdering: ansträngd

P/E-talen är högre än normalt, men har blivit mindre ansträngda sedan hösten 2025 då de toppade i USA. Orsaken är multipelkontraktion till följd av god vinsttillväxt och högre vinstprognoser. Särskilt tillväxtmarknaderna har blivit ännu billigare efter sommarens ras på de tech-tunga börserna i Taiwan och Sydkorea (se graf till vänster på motstående sida).

... OCH EKONOMIN STÖDER VINSTTILLVÄXTEN

BNP och bolagsvinster, USA, årsförändring i procent



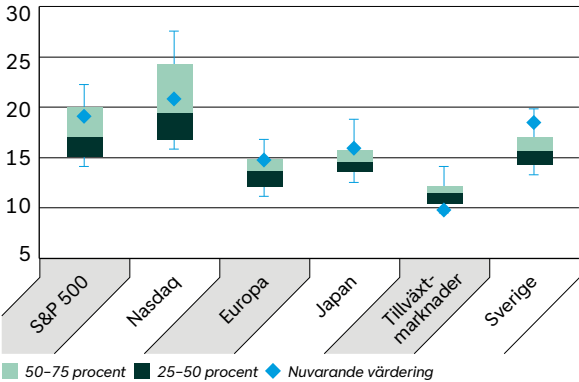
Tech-sektorns utveckling i USA har mer än väl motiverats av vinstlyft och Nasdaqs värdering är i stort sett normal jämfört med de senaste 15 åren. I Sverige har börsen däremot stigit mer än vinstprognoserna, så P/E-talet har ökat och sällan varit högre än nu. Småbolag handlas dock ännu till rabatt mot stora bolag. Ser vi till P/E-talsvärderingen relativt ränteutvecklingen har amerikanska aktier inte blivit billigare: Riskpremien har förblivit stabilt låg (och i Sverige försämrats ytterligare). Det konjunkturjusterade P/E-talet (CAPE Shiller P/E) visar att USA-värderingen till och med har stigit lite – och även om den inte passerat dotcom-rekordet än, så är nivån oroande. Hög värdering kan dämpa aktieavkastningen i ett längre perspektiv, men korrelerar inte med börsutvecklingen på kort eller mellanlång sikt. USA-börsen utvecklades exempelvis mycket starkt under 1990-talet, trots en negativ riskpremie.

Räntor: ny Fed-chef och stor oro i obligationer

Vi är vaksamma på ränteutvecklingen, trots att börsen klarat den senaste tidens oro mycket bra. Den nya Fed-ledningen signalerar att fler höjningar kommer. Ränteterminsmarknaden prisar redan in två höjningar till för Fed och ECB inom sex månader. Detta bör ekonomierna och

EM ÄR BILLIGT, SVERIGE DYRT

P/E-tal, 12 mån framåtblickande, sedan 2010



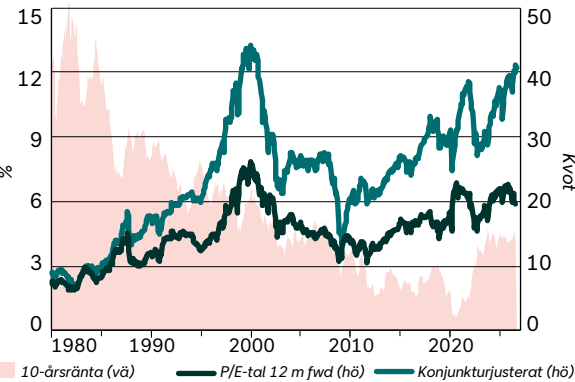
börserna tåla. Å andra sidan brukar stramare penningpolitik initialt pressa upp obligationsräntorna. Riktigt långa obligationsräntor i flera länder har dock stigit till de högsta nivåerna på decennier, främst drivet av högre realräntor och i länder med höga statsskulder (se graf till vänster på nästa sida). Trenden har än så länge inte orsakats av ökad inflationsoro, utan gått hand i hand med ljusare tillväxtutsikter och imponerande vinsttillväxt.

Högre realräntor globalt

De globala realräntorna kan stiga av flera skäl. Tillväxten är god, samtidigt har flera länder redan svaga statsfinanser. Satsningar på försvar, infrastruktur och (utanför USA) klimatomställning ökar staters kapitalbehov. Hyperscalers investeringsboom kan skärpa konkurrensen om kapitalet och driva räntorna högre. Den amerikanska tioårsräntan är nu på väg att bryta igenom intervallet 4–5 procent, där den rört sig sedan 2023.

ANSTRÄNGD VÄRDERING I USA

Värdering (S&P 500) och långränta, USA



Även de japanska och europeiska tioårsräntorna har stigit till 3 procent eller däröver, vilket relativt sett kan göra amerikanska obligationer mindre attraktiva.

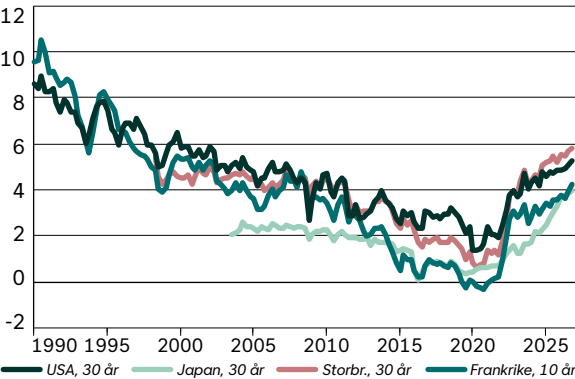
Fed: måttligt hökaktig, men avvaktande

Viktigast både för kort- och långräntorna är inflationsutvecklingen. Den nye Fed-chefen Kevin Warsh är snål i sin kommunikation, vilket har ökat osäkerheten på räntemarknaden (läs mer på sidan 19). Inflationen i USA är över målet för femte året i rad, och Fed ser inte tillräckliga tecken på att inflationstrycket avtar. Positivt är avtagande löneökningar och fallande enhetsarbetskostnad. Tullhöjningarna som lyft inflationen med runt 0,5 procentenheter kommer inte att upprepas. Än syns också få spridningseffekter från dyrare energi in i kärninflationen. Trots en rad utbudschocker (pandemin, kriget i Ukraina och Iran, minskad immigration och utvisningar i USA) är inflationen "bara" 2,5–3 procent. På längre sikt finns inflationsrisker

Hög värdering kan dämpa aktieavkastningen i ett längre perspektiv, men korrelerar inte med börsutvecklingen på kort eller mellanlång sikt. USA-börsen utvecklades exempelvis mycket starkt under 1990-talet, trots en negativ riskpremie.

GLOBAL LÅNGRÄNTEUPPGÅNG

Långa obligationsräntor, procent



såsom en lång period med höga energipriser, stigande metallpriser, ganska starka arbetsmarknader, deglobalisering och kapacitetsbrist i USA. Dessutom ger AI-utbyggnaden och dess flaskhalsar för tillfället snarast inflationsimpulser, medan inga AI-relaterade produktivitetsförbättringar syns till än.

Europa: höjningar på gång

ECB är redo att höja styrräntan igen då Europa har inflations-tryck från dyrare energi och lägre produktivitet. Ekonomins återhämtning är fortfarande skör, så kanske stannar ECB vid någon enstaka höjning och vi slipper en stor åtstramning. Marknaden räknar nu med att Riksbanken höjer 1–2 gånger i år. Inflationen i Sverige trendar strax över 2 procent om temporära skatteeffekter räknas bort. Riksbanken kan sannolikt höja från dagens 1,75 procent till åtminstone 2,50 procent utan att äventyra ekonomin.

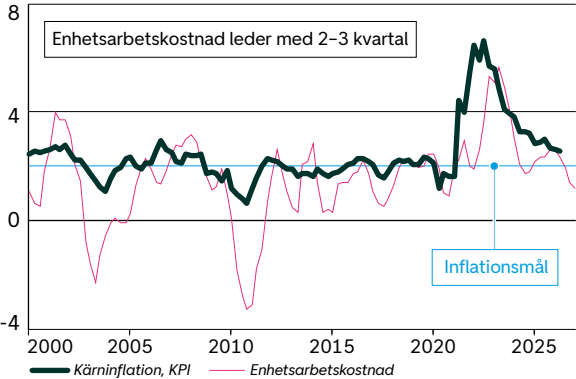
Risker

Det högre ränteläget, de geopolitiska spänningarna och Trump är risker för investeringsklimatet.

- **Ränterusning:** Börserna har fokuserat mer på Hormuz-trafiken än på ränteutvecklingen, men en snabb och kraftig obligationsränteuppgång skulle kunna hota de

AVTAGANDE INFLATIONSTRYCK I USA

Kostnadstryck och inflation, USA, procent



höga börsvärderingarna – särskilt om orsaken är oro för fler centralbankshöjningar. Det konjunkturjusterade P/E-talet är det högsta sedan *dotcom*-åren, och riskpremien (värderingen relativt ränteläget) är också ansträngd. Högre räntor resulterar i dyrare lån för hushåll och företag, men innebär också att en allt större del av stats-utgifterna går till räntebetalningar – lite av en ond cirkel. I USA är statens räntebetalningar sedan några år större än försvarsutgifterna.

- **Ryssland eskalerar i Östeuropa:** Det var länge sedan Ukraina-kriget påverkade börsen. Men om Rysslands president Vladimir Putin i ett pressat läge väljer att eskalera kriget i Ukraina, eller sätta Nato på prov, och USA inte med kraft ställer sig bakom Europa, kan riskaptiten försämrats och börsen skaka till.
- **Trump blir mer desperat:** USA-presidentens udda utspel duggar tätt – som att utlova 5 000 dollar till alla vuxna efter mellanårsvalet, eller döpa om vattendrag och land-områden. Om Donald Trump stör eller försöker påverka mellanårsvalet, alternativt blir mer aggressivt oförutsägbart efter ett nederlag, kan det försvaga dollarn och pressa upp långräntorna. Även börsen skulle kunna påverkas.

Ny kapten – slagigare färd

Fed var duvaktig i juli, hökaktig i augusti och höjde enhälligt i september. Trump är harmsen, börsen tar det med ro.

Kevin Warsh har ett CV med erfarenhet från Wall Street, Vita huset och centralbanken. Efter fem år med inflation över Feds mål är hans uppdrag att få ned den, i en miljö där president Donald Trump ligger på för sänkt styrränta. Hittills talar dock allt för att Kevin Warsh prioriterar att värna sin centralbanks oberoende. Han levererade nyligen sin första höjning.

Warsh är ett epokskifte för Fed. Han rivstartade med att korta ned press-meddelandena och avskaffa prognoserna (*guidance*). Snabbt tillsattes fem arbetskommittéer för att bland annat ta fram bättre realtidsdata och de bästa inflationsmåten. Förhoppningen är att delvis komma i mål redan till årsskiftet.

Warsh och inflationsmåten

Att Warsh döljer sina korta väl gör räntemarknaden mer osäker, och volatil. På den årliga centralbankskonferensen i Jackson Hole i slutet av augusti gav Fed-chefen – som väntat – inga prognoser, men väl några indikationer om vad han kikar på.

Warsh var tydlig med att Feds inflationsmål på 2 procent fortfarande avser PCE (*Personal Consumption Expenditures*).



OVÄNTAT BESKED? Fed-chefen Kevin Warsh höjer styrräntan, stick i stäv med president Trumps önskelista.

Det återstår dock att se om så är fallet när kommittéerna är klara med sitt arbete. Tidigare har Warsh antytt att han föredrar *Dallas Trimmed-Mean PCE*, som exkluderar de mest extrema prisrörelserna (vanligen de 30 procent största prishöjningarna och de 25 procent största sänkningarna), och är på 2,3 procent mot *core PCE* på 3,3 procent.

Vidare är det tydligt att Warsh alltid följer bredden i inflationstrycket. Just nu taktar 54 procent av de 199 delkomponenterna i PCE på över 3 procent. Motsvarande siffra före pandemin var 32 procent, och precis efter 77 procent.

Något överraskande anser han att löneutvecklingen inte säger så mycket om framtida inflation. För tillfället är han mer vaksam på stigande råvarupriser.

Rörande AI:s inflationseffekt var Warsh ödmjuk. Dagens enorma satsningar på AI-datacenter sker i högt tempo – men när lyfter produktiviteten? Frågetecknen är ännu många.

Lämnar spegellabyrinten

Warshs försiktiga syn på *guidance* bygger på hans övertygelse att det är farligt om Fed litar på ”oäkta” marknadspriser, som påverkats just av Feds egen *guidance*. Han jämför det med en spegellabyrint, där det är svårt att hitta rätt.

I Jackson Hole försvarede han frånvaron av *guidance*. Om Fed felbedömer ekonomin och inflations-utvecklingen blir det inte värst för *financial high fliers* – vilket lär syfta på Wall Street och de som äger till-

gångar som aktier och fastigheter – utan för hårt arbetande amerikaner.

Fed på läktaren?

Intressant är också att Warsh förefaller att vara emot interventioner på finansmarknaderna, såsom statspappersköp från Fed. Notera att Warsh var nöjd när högre långräntor gjorde åtstramningsjobbet åt Fed – men nu adderar finansminister Scott Bessent brus till prissignalen genom att återköpa långa obligationer för att begränsa ränteuppgången.

Kevin Warsh söker ännu sin väg. Det blir intressant att följa hur övriga Fed-ledamöter tillåts kommunicera – penningpolitiken bygger trots allt på majoritetsbeslut.

Fokus på riskhantering

Vinststyrkan har resulterat i ett fantastiskt börsår, men flera orosmoln består. Vi har rebalanserat ned till normal aktievikt för att minska risken. Tech-dominansen ökar behovet av diversifiering. Alternativa investeringar lockar alltjämt mer än räntebärande.

Börsåret 2026 har fortsatt att visa sig från den ljusa sidan. Sommaren har generellt sett bjudit på relativt god avkastning på världens börser och dessutom till låg volatilitet. Undantaget är tillväxtmarknaderna, som under slutet av juni påbörjade en nedgång om nästan 15 procent för att sedan inleda en återhämtning. I ljuset av att tillväxtmarknaderna före fallet avkastat hela 35 procent från årsskiftet var en korrektion inte helt oväntad.

Sedan årsskiftet har tillväxtmarknaderna och Japan levererat bäst avkastning, räknat i kronor. Även USA, Europa och Sverige kan uppvisa riktigt fina siffror, trots att marknaderna

redan har en god utveckling bakom sig. De senaste tre åren har flera börsindex stigit med över 50 procent. Det är lätt att bli fartblind med den uppgången i ryggen.

Tullkaos, krig i Mellanöstern, rusande energipriser och en markant ränteuppgång har inte stört börsfesten mer än tillfälligt. I stället har en förhållandevis stark amerikansk ekonomi, stigande vinster för börsbolagen och stor optimism i teknologibranschen fått placerarna att öka aktieexponeringen.

Vi rebalanserar för att minska risken

Under större delen av året har vi haft en neutral syn på aktiemarknaden. I början av året favoriserade vi svenska aktier framför globala, men under våren valde vi att förhålla oss neutrala. Efter god utveckling för framför allt amerikanska aktier och tillväxtmarknader gled portföljvikten upp till en mindre övervikt för globala aktier, som vi nu har rebalanserat tillbaka till neutral. Vi har länge överviktat alternativa investeringar på bekostnad av räntebärande. Denna position har spelat ut väl. På det hela taget behåller vi de senaste månadernas övergripande marknadssyn.

I korthet

Börsåret har hittills bjudit på god avkastning, med tillväxtmarknaderna och Japan i topp. Tullkonflikter, krig, stigande energipriser och högre räntor har uppvägts av en robust amerikansk ekonomi och god vinsttillväxt.

Framåt får aktiemarknaden stöd av gynnsamma konjunkturutsikter och stora investeringar inom AI, försvar, energi och infrastruktur, vilket lyfter

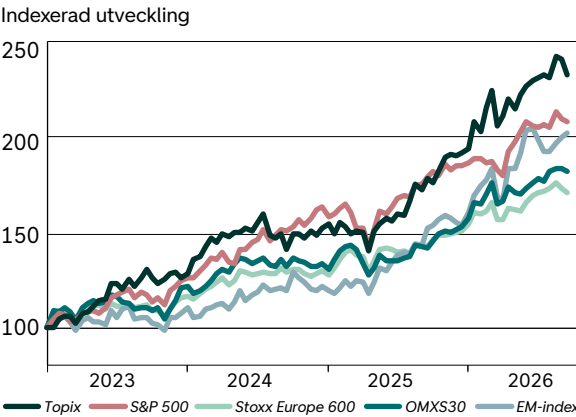
vinsterna. Samtidigt finns skäl till försiktighet. Riskviljan är hög och värderingarna ansträngda. Geopolitiska risker, stora statsskulder och högre räntor kan få stort genomslag om sentimentet försämras.

Tech-sektorn är i fokus. Även om värderingarna inte är extrema finns risken att högt ställda vinstförväntningar inte infrias. Koncentrationsrisken är

betydande då ett fåtal bolag dominerar index i USA och på flera tillväxtmarknader.

Vi har fortsatt en neutral syn på aktier. Diversifiering mellan marknader och sektorer är viktigt. Europa och Japan föredras framför USA och småbolag är ett bra komplement. Alternativa investeringar lockar mer än räntebärande.

FANTASTISK BÖRSSTYRKA DE SENASTE ÅREN



Framtidsscenarier

Grundscenariot för börsen är förhållandevis positivt mot bakgrund av mestadels gynnsamma konjunkturutsikter, en stark vinsttrend samt förhoppningar om effektivitetsvinster från AI i många branscher. Dessutom medför hög riskvilja att stora kapitalflöden söker sig till aktiemarknaden. Det möjliggör både utköp och börsintroduktioner, som i sin tur smörjer finansmarknaderna. Stora investeringar de kommande åren inom områden som försvar, energisystem och annan infrastruktur (inte minst datacenter) borgar för att konjunkturen kan ticka på ett bra tag till. Följaktligen anser många banker och strateger att börsen har slagläge även under hösten och vintern, och rekommenderar att övervikta aktier på bekostnad av framför allt räntebärande tillgångar.

Optimismen är inte självklar

Det som avhåller oss från att öka risknivån i förvaltningen är framför allt den höga riskviljan på flertalet aktiemarknader i kombination med den förhållandevis höga värderingen. Detta tyder på att investerare inte räknar med några fARTHINDER framöver, med följden att eventuella dåliga nyheter kan få stort genomslag på kurserna.

Det kan konstateras att situationen i Mellanöstern långt ifrån är löst. Ytterligare störningar i oljetillförseln och högre

PORTFÖLJVIKTER

Grundtillgångsslag	Neutral vikt		
	Undervikt	Neutral vikt	Övervikt
Globala aktier			
Svenska aktier			
Räntebärande investeringar			
Alternativa investeringar			
■ Aktuell vikt			

energipriser är en risk värd att beakta. Stigande räntor och växande statsskulder på flera tongivande marknader är inget nytt fenomen, men kan likväl komma att skrämma investerare om inget görs för att bryta den negativa utvecklingen.

Rysslands aggressioner mot omvärlden ska inte heller underskattas. Vad händer exempelvis om Ryssland utmanar Nato med aktioner mot Baltikum eller truppsamling vid EU-gränsen? I ett bredare geopolitiskt perspektiv förefaller det dessutom som att Kina bidar sin tid medan det pågår konflikter på många ställen. I ett läge där övriga aktörer försvagats kan Kina möjligen välja att agera mer konfrontativt.

Ingen av riskerna ovan ingår i vårt huvudscenario, men belyser att det finns skäl att inte ta den rådande optimismen för given.

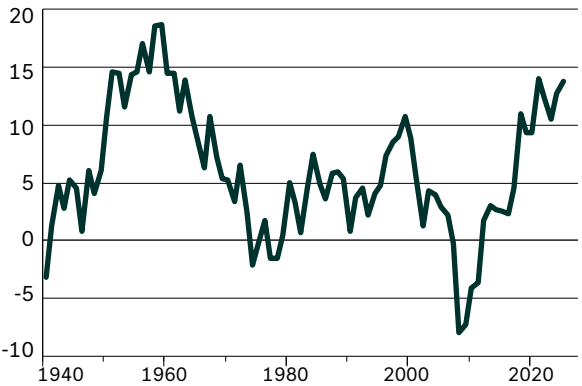
Långsiktighet lönar sig

I valet mellan mer riskfyllda aktieplaceringar och tryggare obligationsinvesteringar kan också konstateras att aktier klarat sig fantastiskt bra i ett längre perspektiv. När skillnaden i avkastning varit så här stor, har det historiskt börjat bli dags att överväga ett skifte från aktie- till ränteplaceringar (se diagram till vänster på nästa sida). Så långt har det enligt vår uppfattning inte gått ännu, särskilt inte med en tidshorisont på några månader till kvartal – men utvecklingen är likväl en tankeställare.

Å andra sidan kan hävdas att aktier i princip alltid är bäst för riktigt långsiktiga investerare. Sedan 1990-talet har snittavkastningen på Stockholmsbörsen, med undantag för perioden i samband med finanskrisen, varit väldigt god

RÄKNA INTE UT OBLIGATIONER

Årsavkastning, 10-årsnitt, USA, aktier minus obligationer, procent



(se graf ovan till höger). Bäst avkastning får de som vågat köpa efter en kraftig nedgång. Givet dagens läge med hög avkastning i backspegeln och relativt höga värderingar är det rimligt att räkna med mer modest utveckling kommande år.

Vår positionering

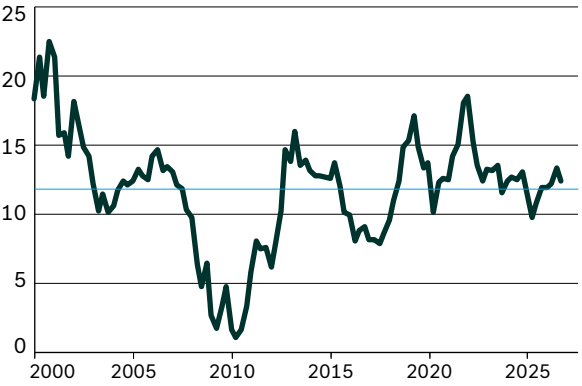
Vår bild är att argumenten för en positiv respektive negativ börsutveckling balanserar varandra ganska väl i rådande miljö. Därför väljer vi att inte förändra våra portföljrekommendationer. Vi behåller en ganska neutral syn på aktier och har heller ingen uppenbar preferens mellan svensk och utländsk börs. En något piggare konjunktur, inte minst i Sverige och Europa, borde gynna svenska aktier givet att cykliska sektorer som industri och bank väger tungt. Smolket i bågaren är dock att värderingen blivit hög på Stockholmsbörsen och att den tidigare rabatten mot omvärlden i princip raderats ut. Svenska börsbolag uppvisar heller inte riktigt samma vinstmomentum som utländska.

Vinstbubbla i tech?

Inom utländska aktier ser vi förhållandevis positivt på Europa och tillväxtmarknader, men något försiktigare på USA, inte minst med tanke på den stora exponeringen mot den alltmer svårbedömda teknologisektorn. Det har

BÖRSEN VINNER I LÄNGDEN

Årsavkastning, SAX-index, rullande 10-årsperioder, procent



talats mycket om en eventuell tech-värderingsbubbla, men vinstmultiplarna är faktiskt inte anmärkningsvärt höga. Kursutvecklingen har lugnat ned sig på slutet, samtidigt som vinstökningarna fortsatt är imponerande. Således har multiplarna (P/E-talen) till viss del normaliserats.

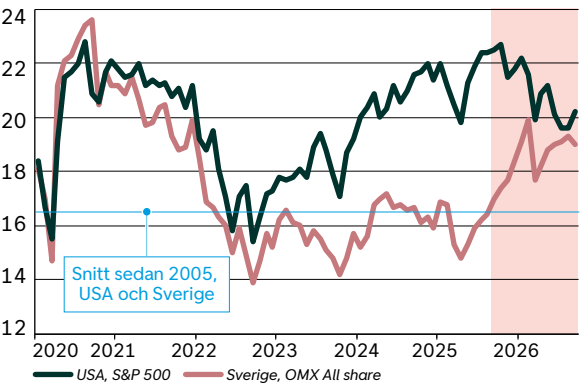
Frågan är kanske snarare om det successivt byggs upp en vinstbubbla. Storleken på intjäningen och de investeringar som teknologijättarna gör är svindlande och tillväxten bör mattas av så småningom. Skulle det visa sig att branschen har överinvesterat, kan vinsterna vika längre fram. I ett sådant scenario lär vi se rejäla kursfall i många indextunga aktier.

Koncentrationsrisk behöver hanteras

I detta högst osäkra läge fortsätter vi att slå ett tydligt slag för diversifiering (se även temaavsnittet på sidan 28). Att den amerikanska börsen, och därmed en typisk globalfond, lider av koncentrationsrisk är ingen hemlighet. Nvidia, Apple, Microsoft, Amazon, Alphabet (Google), Broadcom, Meta och Micron står tillsammans för cirka 36 procent av värdet i S&P 500-indexet. Bolagens framgångar har varit mycket positiva för utvecklingen, men det är långt ifrån optimalt att så få bolag stått för en så stor del av uppgången.

MINSKAT VÄRDERINGSGAP USA-SVERIGE

P/E-tal, 12 mån framåtblickande



Det är inte bara USA som lider av koncentrationsproblem. Ett tillväxtmarknadsindex består till cirka 28 procent av endast tre bolag: TSMC, Samsung och SK Hynix. Trion har just nu en enorm vind i seglen mot bakgrund av gigantisk efterfrågan på halvledare och minneskomponenter.

Koncentrationen är hög även i det svenska storbolagsindexet OMXS30, men spritt på bank och verkstad. Investor, Volvo, Atlas Copco, Sandvik och Swedbank står för cirka 40 procent av börsvärdet. Investor har förvisso en diversifierad portfölj, men adderar samtidigt indirekt exponering mot de indextunga bolagen Atlas Copco, ABB och SEB samt Ericsson och Astra Zeneca. Aktie-marknaderna i Europa och Japan är generellt inte lika beroende av enskilda bolag.

Slutsatsen blir att det är sunt att bredda sin exponering mot fler marknader för att få en lämplig mix av bolag, sektorer och länder. Vi fortsätter också att slå ett slag för att inkludera småbolag i portföljen, även utanför Sverige.

Världen domineras av geopolitisk osäkerhet. Avkastningsspridning, turbulens och volatilitet ökar, vilket hedgefonder kan utnyttja till sin fördel. Den alternativa portföljen har presterat betydligt bättre än räntebärande tillgångar.

Ränteplaceringar kontra alternativa

Inom de mer defensiva tillgångsslagen, räntebärande och alternativa investeringar, har vi under året haft en preferens för de sistnämnda. Rådande makromiljö gynnar flera alternativa strategier. I en värld som domineras av geopolitisk osäkerhet och där inte längre alla tillgångar stimuleras av fallande räntor (till skillnad från föregående period och pandemiåren) ökar avkastningsspridningen inom och mellan tillgångsslag, liksom turbulens och volatilitet. Hedgefonder kan utnyttja detta till sin fördel.

Hittills har vår tes stämt väl, och den alternativa portföljen har presterat betydligt bättre än räntebärande tillgångar. Strategier som aktie lång/kort, volatilitetsarbitrage och trendföljare har alla bidragit fint under året. Då marknads-klimatet i stora drag är oförändrat ser vi fortsatt goda avkastningsutsikter inom alternativa investeringar.

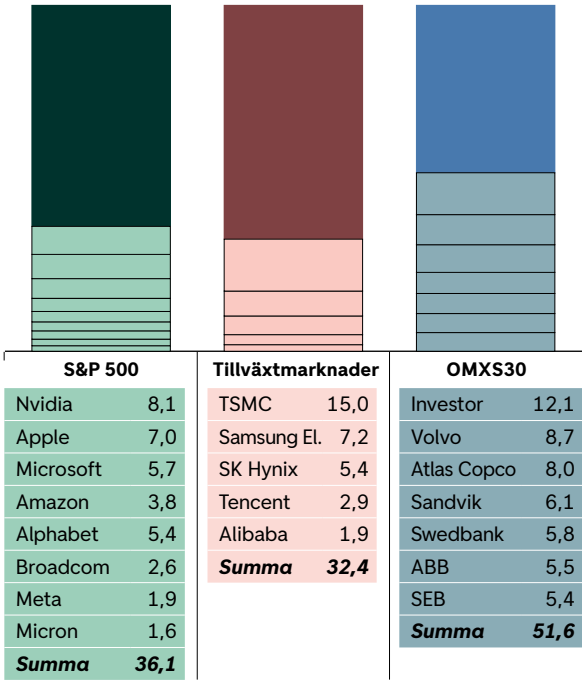
En nackdel med alternativa strategier är dock att de är mindre likvida och dyrare än traditionella aktie- och ränteplaceringar. Så länge avkastningen uppväger detta ser vi dock ingen anledning att minska exponeringen och behåller således en övervikt.

Räntebärande investeringar har haft ett tuffare år med en högst blygsam avkastning. Hela perioden har karaktäriserats av stigande räntor, såväl för korta som långa löptider. Det slår negativt på prissättningen av obligationer, särskilt de med långa löptider. Kreditspreadarna, som är viktiga för prissättningen av företagsobligationer, har däremot parkerat på låga nivåer och har påverkat avkastningen positivt.

Fördelen med stigande räntor är förvisso att den löpande avkastningen stiger och således förbättras möjligheten till bättre utveckling framåt. Bättre konjunktur, höga råvarupriser, ökande budgetunderskott och statsskulder samt

KONCENTRATIONSRISK I MÅNGA BÖRSINDEX

Vikt i respektive index, procent



större upplåning från företag för att finansiera de omfattande infrastrukturinvesteringarna betyder sammantaget att ytterligare ränteuppgångar inte kan uteslutas. Så länge vi inte ser tecken på en tydlig vändning ställer vi oss vid sidlinjen och behåller en undervikt mot tillgångsslaget.

Konjunktursignalerna pekar uppåt, med stigande orderingång i industrin. Vi överviktar verkstadsbolag och har ökat i SKF och Assa Abloy. Banksektorn har gått bra, men är trots det rimligt värderad – vi äger Nordea, Swedbank och SEB.

Allokering

Globala aktier: neutral vikt

Vi behåller vår neutrala vikt. De stora rörelserna inom index-tunga och AI-relaterade bolag speglar delvis osäkerheten kring framtida lönsamhet och betalningsvilja. För att hantera denna balansgång lägger vi stor vikt vid förändringar i sentimentsindikatorer och momentum för att positionera portföljen. Vi underviktar för tillfället amerikansk *tech*, samtidigt som vi behåller vår exponering mot tillväxtmarknader som gynnas av samma långsiktiga AI-trend. På sektornivå föredrar vi energi och hälsovård, som är attraktiva branscher både ur diversifieringsperspektiv och som skydd mot ytterligare geopolitisk oro. Ur ett regionalt perspektiv underviktar vi USA och ser större möjligheter i Europa, där makroindikatorerna vänt upp med större kraft.

I vår portfölj med direktägda aktier, Global Stock Picking, har vi minskat exponeringen mot halvledaraktier efter en fenomenal uppgång och i stället ökat inom mjukvarusektorn, som hade ett tufft första halvår. Vi favoriserar bolag med exponering mot datacenter, elproduktion och digitalisering. Stora innehav är Microsoft, Alphabet (Google), Nvidia och Infineon.

Svenska aktier: neutral vikt

Vår neutrala syn kvarstår. Portföljen har alltså en inriktning mot kvalitetsbolag med rimlig värdering. Ur ett sektorperspektiv överviktar vi hälsovård, eftersom vi bedömer flera aktier som attraktivt värderade. Dessutom balanserar hälsovårdssektorn portföljens mer cykliska delar. Vi har ökat i Astra Zeneca och äger sedan tidigare Getinge, Sobi och Bonesupport. Camurus köptes under sommaren.

Konjunktursignalerna pekar uppåt och ökad orderingång ger stöd åt industrisektorn. Vi har ökat i SKF och Assa Abloy

och har stora innehav i Atlas Copco, Alfa Laval, Volvo och Sandvik. Bankerna har gått bra, men är trots det rimligt värderade. Vi äger Nordea, Swedbank och SEB. Generellt är vi underviktade mot defensiva bolag och har sålt innehavet i Essity. Trots svag utveckling under en lång period ser vi ingen tydlig vändning för fastighetssektorn. Därför äger vi endast en mindre post i Balder.

Räntebärande investeringar: undervikt

Vi behåller undervikten, men har ökat durationen något från undervikt till neutral. Om räntorna fortsätter stiga kan vi överväga en övervikt mot lång duration. Vi väljer att vara neutrala amerikanska, europeiska och svenska räntepapper, undervikta japanska och övervikta australiensiska, som kan gynnas av räntesänkningar.

Givet hög värdering är vi försiktiga och neutralt positionerade mellan *investment grade* och *high yield*. Inom *investment grade* har vi gått neutrala mellan USA och Europa. Däremot behåller vi övervikten mot Europa inom *high yield*, där den löpande ränteavkastningen fortfarande är högre än i USA.

Slutligen överviktar vi tillväxtmarknadsobligationer.

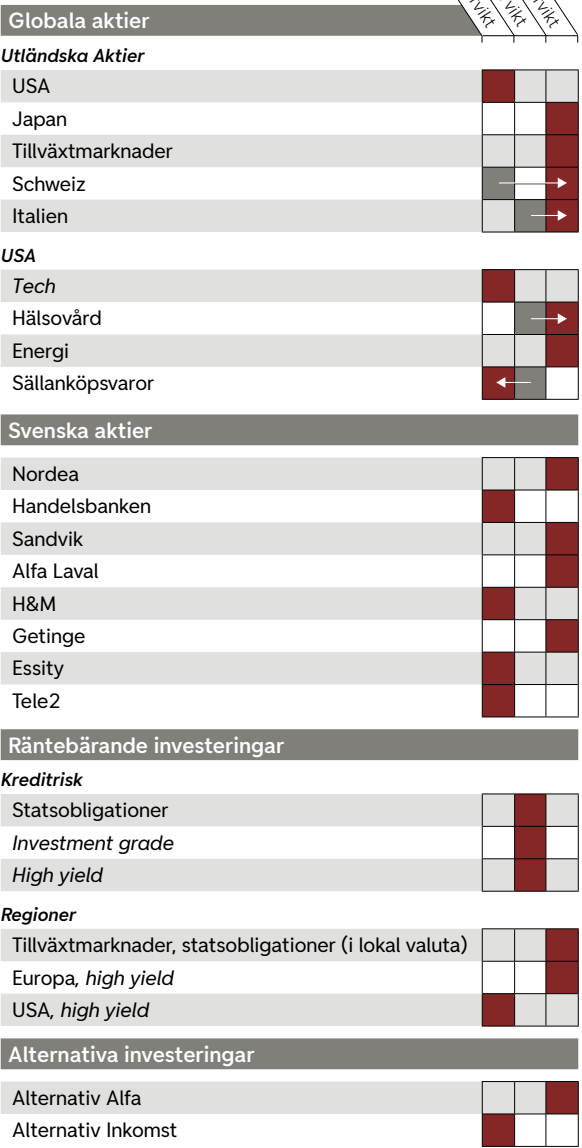
Alternativa investeringar: övervikt

Övervikten kvarstår. Under året har vi genomfört flera förändringar i portföljen. En av de mest betydande var att under marknadsturbulensen i mars öka exponeringen mot de *carry*-strategier som introducerades 2025. Dessa systematiska strategier syftar till att generera avkastning från olika former av riskpremier över flera tillgångsslag och väljs ut för att komplettera varandra ur ett riskperspektiv. Exponeringen mot *distressed debt* har också utökats eftersom strategin kan gynnas om låga kreditspreadar börjar normaliseras.

Vi fortsätter att premiera strategier som i största möjliga mån är okorrelerade med den generella aktie- och ränteutvecklingen. Aktie lång/kort, trendföljare och volatilitetsarbitrage har därför sin naturliga plats i portföljen.

GRUNDPORTFÖLJER

Portföljexponering i urval



■ Aktuell vikt ■ Tidigare vikt

Skifte med broms

Den nya regeringens väljarmandat för radikala skatteförslag är begränsat. Visst finns skatterisker, men friktionen i samarbetet mellan regeringspartierna lär sätta stopp för äventyrligheter.

Magdalena Andersson står inför en svår förhandling och en komplex process för att säkra stöd för en socialdemokratiskt ledd regering och sin första budgetpropo-sition. Valresultatet speglar ingen större efterfrågan på en tydlig omläggning av den ekonomiska politiken. Samtidigt är det minst sagt en utmaning att kombinera Vänsterpartiets (V) och Centerpartiets (C) skattepolitik. Magdalena Andersson har under valkampanjen justerat ned förvänt-ningarna på V:s regeringsduglighet.

Socialdemokraterna (S) gör sitt sämsta val sedan 1911, vilket ger S-ledaren ett svagt mandat. SVT:s vallokalsundersökning visar att det fortfarande är Moderaterna

(M) som "äger" den ekonomiska politiken och skattepolitiken hos väljarna. Dessutom ska Magdalena Andersson samarbeta med ett C som står tydligt till höger i företags- och skattepolitik, och som har många tidigare Tidö-sympatisörer som en del av sitt nya väljarunderlag.

Skatteförslag möter motstånd

Sannolikheten är låg för att en regerings-konstellation med de rödgröna och C fattar beslut om att pröva nya kapital-, förmögen-hets- eller arvsskatter. Ett sådant beslut är svårt att politiskt förankra internt efter-som det skulle slå rakt mot både entre-prenörer och stora lantbrukare – viktiga



SVIKTAR MITTPUNKTEN? I S-ledaren Magdalena Anderssons regering får C, med partiledaren Elisabeth Thand Ringqvist, en viktig funktion som broms för rödgröna skattehöjningar.

väljargrupper för C. Dessutom saknas ett juridiskt förberett förslag. Regeringen skulle också möta tungt motstånd från det egna finansdepartementet mot att inleda en sådan äventyrlig process vars finansiella konsekvenser är svåröverblickbara. Det skulle krävas en väldigt modig finansminis-ter för att lägga fram ett sådant förslag.

Tvärtom fungerar den offentliga makten ofta avradikalisering även på ytter-kantspartier (V var med och avskaffade den svenska arvsskatten 2004). Så en ny kapitalskatt är fortsatt en *tail risk* i land-skapet, med hög potentiell systemeffekt men låg sannolikhet.

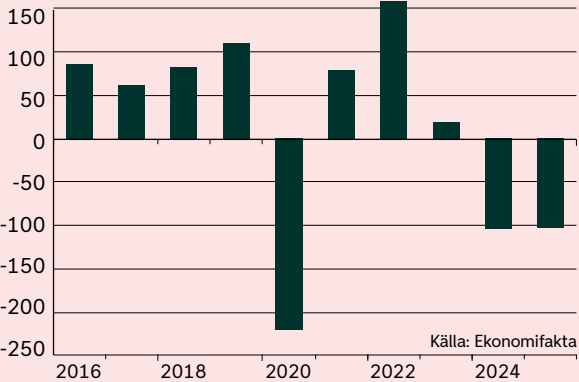
Den lågt hängande frukten

Till de mer realistiska skatteriskerna för investerare och entreprenörer hör heller inte en generell "skattechock", utan riskerna är koncentrerade till ett fåtal områden.

- **Investeringsparkontot (ISK)** är den tydligaste och mest konkreta risken. S gick till val på en tredje beskattnings-nivå för personer med mer än 3 miljoner kronor på ISK, samtidigt som partiet vill behålla skattefrihet för de första 300 000 kronorna. Denna "trappa" är en relativt lättförklarad position och en möjlig kom-promiss i konstellationen. Någon variant på upplägget är den skatteförändring som för mig framstår som mest sannolik vid ett maktskifte. Samtidigt har den troligen begränsade systemeffekter och själva skattehöjningen kan bli av marginell karaktär. Den tjänar ett politiskt syfte och gör att tre partier kan peka på att de faktiskt höjer skatten på kapital.

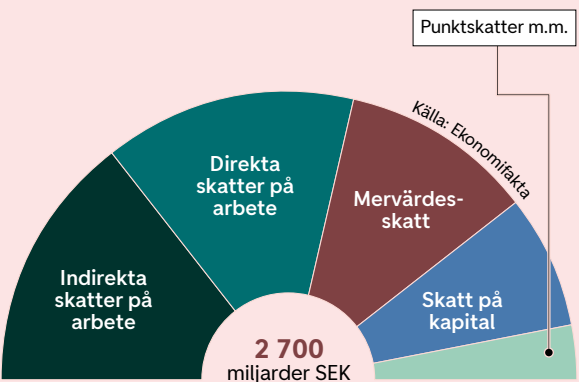
UTGIFTSDRIFTEN SYNS PÅ SISTA RADEN

Över-/underskott i statsbudgeten, miljarder SEK



HANDLINGSKRAFT PÅ INTÄKTSSIDAN?

Fördelning av statens skatteintäkter, 2025



- **Utdelningsskatten på onoterade innehav** kan skärpas för att åstadkomma "mer likformig" kapitalvinstbeskattning. Höjd skattesats på utdelningar inom gränobeloppet från exempelvis 20 till 30 procent är en mycket större fråga för entreprenörer och svensk kapitalbildning, än några procents justering av löneskatter.

För dynamiken i ekosystemet av investe-rare och entreprenörer vore ett sådant för-slag klart kännbart. I just dessa frågor lär det bli tydligt vilken viktig politisk broms som C rimligen utgör. C vill göra det mer attraktivt att driva och investera i företag – ståndpunkter som är diametralt motsatta V:s. Huruvida förslaget blir politik beror på vilket inflytande V och miljöpartiet (MP) får tillsammans. Följ därför hur tätt V och MP förhandlar i skattefrågor – eller om axeln bryts ifall V hamnar utanför regeringen.

- **Höjd marginalskatt på höga inkomster** tillhör också de reella skatteriskerna, där S möjligen vill trappa ned jobbskatte-avdraget vid höga inkomster.
- **En högre beskattning av de svenska bankerna** är också trolig under mandat-perioden. Det lär vara svårt att ta fram en ny bankskatt redan till årsskiftet, men från 2028 kan ökad beskattning övervägas och få stöd. C har ingen historik av motstånd mot finansiella aktörer som skattebas.

Till dynamiken ska de senaste årens tydliga utgiftsdrift i de svenska offentliga finanserna adderas: stödet till Ukraina, finansieringen av försvarsuprustningen och de under valåret talrika tillfälliga kon-sumtionsstöden – sänkt matmoms, sänkt drivmedelsbeskattning, sänkt pris på

kollektivtrafik, stöd till el- och gaspriser. Allt detta bidrar till en ökad svensk skuld-sättning från låga nivåer. Och det i en tid när räntorna på många håll är de högsta på flera decennier, och det börjar bli vik-tigt igen att stormsäkra statsfinanserna.

När dammet från valrörelsen lagt sig vore det välkommet med en diskussion om stramare utgiftspolitik och stärkt intäktssida i statens budget, med fokus på breda, stabila skattebaser. Det är ett steg för att fortsätta säkra svensk sta-bilitet i en turbulent omvärld.



Henrik von Sydow
Omvärldsstrateg

Det lär vara svårt att ta fram en ny bankskatt redan till årsskiftet, men från 2028 kan ökad beskattning övervägas och få stöd. C har ingen historik av motstånd mot finansiella aktörer som skattebas.

I ett marknadsvärdesviktat världsindex utgör USA 64 procent, och it-sektorn 30 procent.



Många utgår ifrån att en indexinvestering ger en väldiversifierad bolagsportfölj med exponering mot en rad olika sektorer och teman. Marknadsvärdesviktning kan emellertid leda till extrem koncentration.

De tio största bolagen utgör i dag en fjärdedel av världsindex – och nio av dem är *tech*-aktörer. Indexdomanter försvarar sällan sin plats över tid. Det är därför viktigare än någonsin att diversifiera aktieportföljen, vara selektiv med teknikexponeringen och kombinera passiv med aktiv förvaltning.

Tungt i toppen

Efter att ha stigit med hela 120 procent från årsskiftet rasade den sydkoreanska börsen (Kospi-index) med 40 procent i somras. På toppen i juni utgjorde minneschipbolagen Samsung Electronics och SK Hynix hela 55 procent av Kospi. Kursrallyt i dessa två bolag, som är stora vinnare på AI- och datacenterutbyggnaden, tog Kospi till nya rekordnivåer, men när trenden vände och aktierna började falla fick det stora konsekvenser för index.

Att två bolag kan utgöra en så stor del av ett börsindex är egentligen inget konstigt. De flesta börsindex är marknadsvärdesviktade: Bolags indexvikt bestäms av marknadsvärdet på de av företagets aktier som är tillgängliga för handel på börsen (börsvärdet). På börser med ett fåtal stora bolag riskerar koncentrationen i index att bli betydande, med försämrade diversifiering som resultat – i synnerhet om de dominerande bolagen verkar inom samma bransch, som

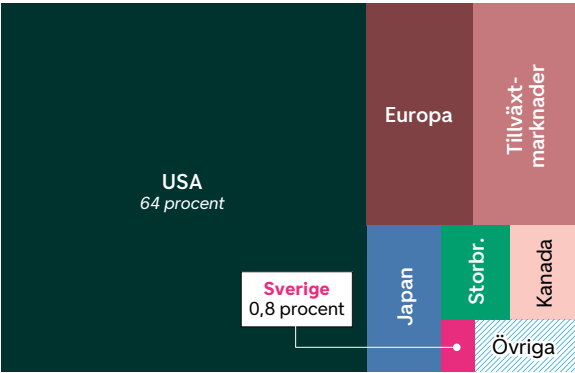
i Sydkorea. Denna typ av koncentration är inte ovanlig på mindre börser. Läkemedelsjätten Novo Nordisk har länge dominerat på Köpenhamnsbörser, och på Stockholmsbörsern vägde Ericsson 35 procent i OMXS30-indexet på toppen av it-bubblan i mars 2000.

Bristfällig diversifiering i indexförvaltning

I takt med att aktiva förvaltare haft svårt att slå sina jämförelseindex väljer allt fler investerare att köpa indexförvaltning till så låg kostnad som möjligt. Många antar nog att en indexinvestering per automatik ger en väldiversifierad bolagsportfölj med exponering mot olika sektorer och teman. Som exemplen ovan visar är så inte alltid fallet. Den som köper Kospi får i praktiken en koncentrerad investering i minneschip, medan den som köper en dansk indexfond får en stor exponering mot läkemedel.

USA-RISK I GLOBALA AKTIEPORTFÖLJEN...

Geografiska vikter, marknadsvärdesviktat världsindex (inkl. EM)



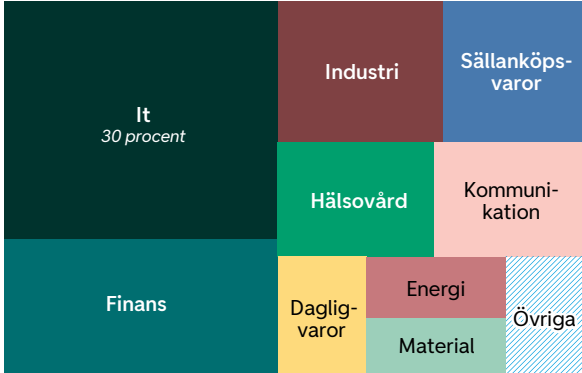
Därför är det oerhört viktigt att lyfta på motorhuven och se vad man faktiskt investerar i, även när man köper index. Det gäller inte bara mindre börsindex. På senare år har världsindex blivit alltmer koncentrerat. USA:s vikt är nu hela 64 procent, och de tio största bolagen utgör en fjärdedel av indexet – nio av dem är tech-aktörer. Flera av de största bolagen i världsindex har också en tydlig koppling till AI-temat, något som bland annat den norska oljefonden lyft som en risk i sin förvaltning, vilken till stora delar utgörs av en global indexportfölj. Fondens tio största innehav står nu för över 20 procent av de förvaltade tillgångarna, och sju av företagen är amerikanska tech-bolag.

Teknikskiften kräver aktiv förvaltning

Att många av de största bolagen i världsindex är AI-kopplade är inte märkligt eftersom AI-relaterade investeringar de senaste åren varit den drivande faktorn både för BNP-tillväxten och börsutvecklingen. Historiskt finns också många

... LIKSOM MYCKET IT-EXPONERING

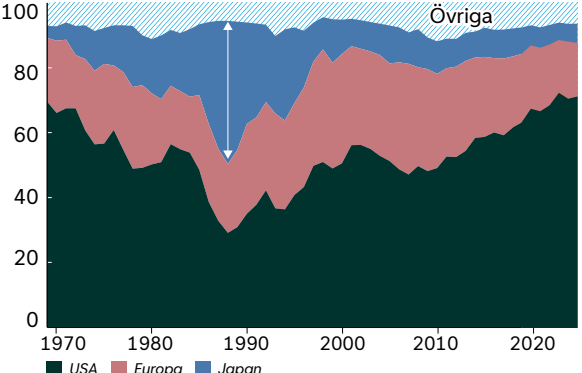
Sektorvikter, marknadsvärdesviktat världsindex (inkl. EM)



exempel på hur marknadskoncentrationen ökat i samband med teknologiskiften, alltifrån utbyggnaden av järnvägar i USA på 1870-talet till internet på 1990-talet. Utmaningen vid teknologiskiften är att förutspå de framtida vinnarna. Historien har också lärt oss att det är svårt för de allra största bolagen att över tid behålla sin dominanta position (se faktaruta på sidan 33). Därför är det viktigt att bygga en väldiversifierad aktieportfölj och vara selektiv kring investeringar i den nya teknologin. En passiv investering i världsindex uppfyller inte de här kraven. Indexförvaltning behöver dock inte utgöras av just passiva investeringar i marknadsvärdesviktade index. Som vi ska se finns det en uppsjö av andra billiga indexprodukter som är utmärkta byggstenar vid konstruktionen av en mer väldiversifierad portfölj. På marknader och segment som är ineffektivt prissatta har aktiva förvaltare en bättre möjlighet att slå index (vissa sådana områden har presenterats i tidigare temavsnitt i *Allokering och portföljstrategi*) – här kan det vara

EN GÅNG VAR JAPAN STÖRST

Regioners vikt i världsindex (exkl. EM), procent



vårt att betala extra för aktiv förvaltning, anser vi. Implementerat på rätt sätt behöver aktiv förvaltning inte vara synonymt med höga kostnader. Vi bygger våra globala aktieportföljer med en kombination av indexinvesteringar och aktiv förvaltning. På så vis kan vi hålla nere kostnaderna och samtidigt erhålla en mer väldiversifierad portfölj än världsindex.

Världsindex i dag

Världsindex är det passiva alternativ som globala aktieförvaltare jämförs med, och som globala indexfonder och ETF:er försöker replikera. Därför är det relevant att titta närmare på indexkonstruktionen.

Indexleverantörernas metodik kan skilja sig lite, men i praktiken använder sig de flesta av marknadsvärdesviktning. Exponeringen mot storbolag blir därmed ungefär densamma. En viktig skillnad är dock att vissa globala index inkluderar tillväxtmarknader (*emerging markets*, EM), medan andra bara investerar på utvecklade marknader. När vi talar om världsindex brukar vi utgå ifrån det bredare indexet som inkluderar tillväxtmarknader, eftersom det ger den bästa representationen. Detta index domineras av USA med en vikt på hela 64 procent, medan tillväxtmarknader bara väger 11 procent och övriga utvecklade marknader (bland annat Europa, Japan och Kanada) har en sammanlagd



JAPANSK FUSIONSKRAFT. En rad japanska banker var stora komponenter i världsindex på 1990-talet. Den 28 mars 1995 presenterade Bank of Tokyo (vd: Tasuku Takagaki) samgåendet med Mitsubishi Bank (vd: Tsuneo Wakai). Det fusionerade MUFG finns i dag i mellanskiktet av världens storbanker sett till börsvärdet.

vikt på 25 procent – Sverige utgör 0,8 procent (se grafer på motstående sida). Investerare som i stället investerar i ett globalt index för utvecklade marknader får en USA-vikt på hela 72 procent. USA är världens största ekonomi och kapitalmarknad, där många ledande bolag är noterade, så det är naturligt att landets vikt i världsindex är stor (och faktiskt rekordhög i dag). Periodvis har andra länder haft en betydligt större vikt i index, såsom Japan i slutet av 1980-talet innan bubb-lan sprack på Tokyobörsen 1990 (se graf ovan).

Allt fler investerare väljer billig indexförvaltning. En indexinvestering ger dock inte per automatik en väldiversifierad exponering mot olika sektorer och teman. Den som köper en dansk indexfond får exempelvis en stor exponering mot läkemedel.



CORNELL WATSON/BLOOMBERG/GETTY IMAGES

STOR BLIR STÖRRE. AI-utvecklingen kräver kraftfull hårdvara från aktörer som Nvidia. Idén till bolaget kläcktes 1992 när tre ingenjörer åt lunch på ett Denny's-fik i kaliforniska San Jose. I dag är Nvidia världens till börsvärdet största företag (5 400 miljarder dollar). Medgrundaren och vd:n Jensen Huang är nummer åtta på tidningen *Forbes* lista över de rikaste människorna i världen.

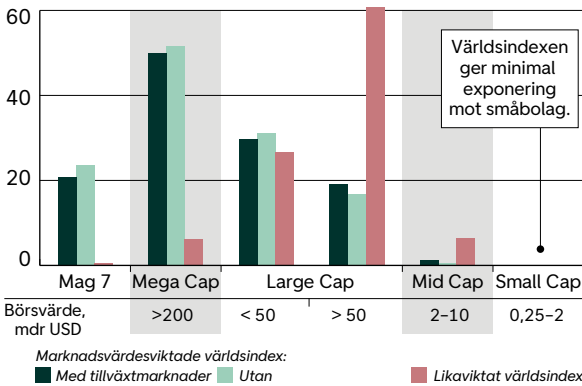
Sektorexponering: tech dominerar världsindex

Den geografiska fördelningen är intressant och ett sätt att spegla marknadskoncentration, men viktigast för den övergripande diversifieringen är exponeringen mot olika bolag och sektorer.

IT-sektorn utgör drygt 30 procent av världsindex. Det är faktiskt i underkant, då flera stora tech-bolag återfinns i andra sektorer. Alphabet (Google), Meta, Tencent och Netflix klassificeras som kommunikation, Amazon och Alibaba som sällanköpsvaror. Adderas deras vikt blir andelen tech-bolag

VÄRLDSINDEXEN ÄR STORBOLAGSINDEX

Storlekssegment i världsindex, procent



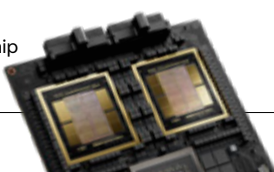
i världsindex drygt 40 procent. Näst största sektorn är finans med 17 procent, följd av industri (11 procent). Traditionellt defensiva sektorer som hälsovård, dagligvaror, teleoperatörer och *utilities* utgör sammanlagt bara 17 procent av världsindex.

Storbolag väger tungt

Flyttas blicken ned till bolagsnivå blir det tydligt att världsindex i själva verket är ett storbolagsindex. Trots att indexleverantörerna har ett universum med över 9 000 bolag att utgå ifrån inkluderar de i praktiken bara drygt 2 000 företag. *Mega cap*-bolagen (med börsvärden på över 200 miljarder dollar) utgör över hälften av indexets marknadsvärde. De tio största namnen, alla med ett marknadsvärde på över 1 000 miljarder dollar (Nvidia är störst med 5 400 miljarder dollar), utgör en fjärdedel av indexet och samtliga är som sagt i praktiken tech-bolag¹. Som framgår av faktarutan till höger är det tech-sektorn som drivit koncentrationen i USA, där tech-relaterade bolag nu utgör nära 50 procent av S&P 500, och *Mag 7*² en tredjedel.

¹ Tesla är i grunden ett elbilsföretag, men marknadsvärdet härrör till stor del från förhoppningar om framtida projekt som alla är tech-relaterade.

² *Magnificent Seven*: De sju amerikanska storbolagen Nvidia, Apple, Alphabet (Google), Microsoft, Amazon, Meta och Tesla.



NVIDIA

AI-temat en allt viktigare drivkraft

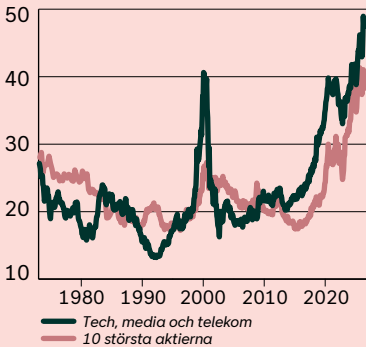
Bakom den ökade indexkoncentrationen i USA och på *EM* ligger de stora tech-bolagen (se graf till höger). Trenden har varit i rullning länge, men har accelererat de senaste åren i takt med allt större AI-investeringar. Teknologiskiften skapar både möjligheter och risker, vilket ökar behovet av att vara diversifierad. I dag uppfyller dock en passiv investering inte det kravet, vare sig i USA, på *EM* eller ens i världsindex.

Osäkra vinster

Historiskt har hög koncentration ofta sammanfallit med teknologiskiften som senare lett till bubblor. Var vi befinner oss i dag är svårt att bedöma. Även om värderingen på många börser är historiskt hög, ligger de framtåblickande P/E-talen inte på bubbelnivåer. Osäkerheten gäller snarare vinsterna: Det är ännu oklart hur stor avkastningen på de stora AI-investeringarna blir, samt vilka bolag som bäst kan dra nytta av den nya tekniken.

REKORDHÖG KONCENTRATION

Vikter i USA-index, procent



Den höga investeringsnivån får vinsterna som ligger till grund för det framtåblickande P/E-talet att se extra bra ut för stunden. Bolagen som bygger data-center och säljer halvledare eller annan utrustning redovisar i dag stora vinster därifrån. Samtidigt tar *hyperscalers* och andra köpare inte upp hela kostnaden i resultaträkningen, utan lägger den som

tillgång i balansräkningen, för avskrivning under flera år. Inget konstigt i sig – men om investeringarna i framtiden inte genererar tillräcklig avkastning, kommer ökade av- och nedskrivningar att pressa vinsterna.

Vinnarna håller sig sällan kvar

Därtill ser värderingen högre ut enligt mått som fri kassaflödes-*yield* eller ett P/E-tal där vinsterna justerats över en hel cykel. AI har inte heller lyft produktiviteten tydligt i den bredare ekonomin. Dagens AI-vinnare behöver inte vara de som i förlängningen lyckas bäst och skapar nya framgångsrika affärsmodeller kring den nya teknologin. Få av de tio största bolagen i världen och i USA vid varje tidpunkt har behållit sin position från ett årtionde till nästa (se tabell nedan).

Det talar för en mer aktiv förvaltning i den globala aktieportföljen: dels i valet av indexinstrument, dels via traditionell *stock picking*, där aktiva förvaltare investerar mer selektivt i den nya teknologin.

DET BLÅSER PÅ TOPPEN

Bolagen med störst börsvärde vid olika tidpunkter

	1980: Oljetoppen	1990: Japan-bubblan	2000: Dotcom-yrån	2010: Kina avancerar	2020: Tech-tillväxt	2026: AI regerar
1	IBM	NTT	Microsoft	Exxon Mobil	Microsoft	Nvidia
2	AT&T	Bk of Tokyo-Mitsubishi	GE	Petro China	Apple	Apple
3	Exxon	Ind. Bank of Japan	NTT Docomo	Apple	Amazon	Microsoft
4	Standard Oil	Sumitomo Mitsui Bank	Cisco	BHP Billiton	Google	Alphabet (Google)
5	Schlumberger	Toyota	Wal-Mart	Microsoft	Facebook	Amazon
6	Shell	Fuji Bank	Intel	ICBC	Alibaba	TSMC
7	Mobil	Dai-Ichi Kangyo Bank	NTT	Petrobras	Tencent	Broadcom
8	Arco	IBM	Exxon Mobil	China Constr. Bank	J&J	Meta
9	GE	UFJ Bank	Lucent	Shell	JP Morgan Chase	Micron
10	Eastman Kodak	Exxon	Deutsche Telekom	Nestlé	Exxon Mobil	Tesla

INDEX HAR OLIKA KONCENTRATIONSRIKSK

Största bolagen i index samt relaterad branschexponering

Bolag	Börsvärde, mdr USD	Procent av index	Branschexponering via 10 största bolagen
Världen	Nvidia	5 408	4,8
	Apple	4 742	4,6
	Microsoft	3 689	3,4
	Alphabet	4 103	3,4
	Amazon	2 750	2,4
10 största			25,3

USA	Nvidia	5 408	8,0
	Apple	4 742	7,3
	Microsoft	3 689	5,7
	Alphabet	4 103	5,4
	Amazon	2 750	3,8
10 största			39,3

Tillväxtmarknader	TSMC	2 155	15,1
	Samsung Electr.	1 080	7,9
	SK Hynix	861	5,3
	Tencent	504	2,8
	Alibaba	278	1,9
10 största			37,9

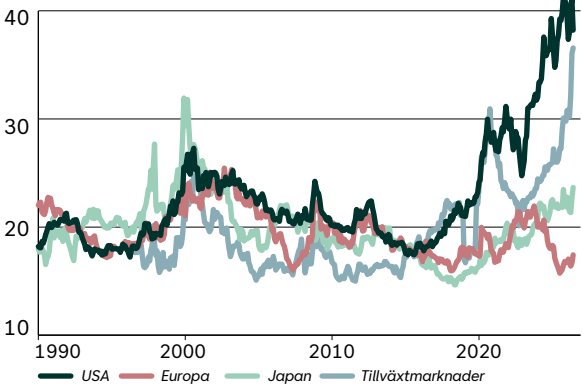
Europa	ASML	651	4,2
	HSBC	358	2,3
	Roche	350	2,0
	Novartis	329	1,9
	Shell	267	1,7
10 största			19,5

Japan	Mitsubishi UFJ Fin.	284	4,7
	Toyota Motor	291	3,6
	Sumitomo Mitsui Fin.	172	3,0
	Hitachi	154	2,9
	Tokyo Electron	159	2,8
10 största			29,9

Teknologi Kommunikation Sällanköpsvaror Dagligvaror
Hälsovård Energi Industri Finans

GIGANTER DOMINERAR USA OCH EM

Total indexvikt, 10 största bolagen, procent



Små och medelstora bolag utgör en försvinnande liten del av världsindex, medan *small* och *micro caps* saknas helt (se graf på sidan 32). Investerare som i sin globala aktieportfölj söker exponering mot dessa segment kan således inte enbart köpa världsindex.

Det är i USA och på tillväxtmarknader som koncentrationen har ökat mest de senaste fem åren och utgör ett särskilt stort problem (se grafer ovan och till höger samt tabellen intill). Eftersom dessa regioner tillsammans utgör 75 procent av världsindex bör investerare se över sin riskexponering och hur diversifieringen kan förbättras.

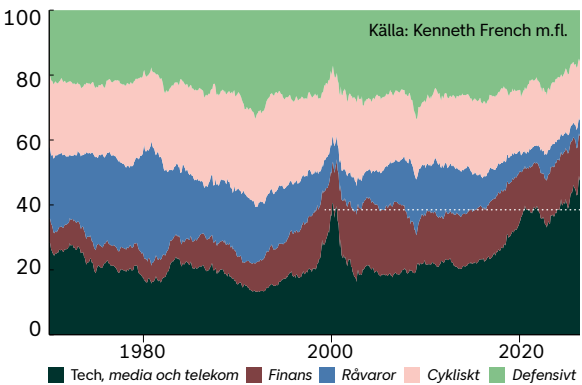
Tech från Taiwan och Sydkorea dominerar EM-index

Marknadskoncentrationen är ännu högre i EM-index, som domineras av tech-bolag från Taiwan och Sydkorea. Dessa två länder utgör nära 50 procent av EM-indexet och de tre största bolagen TSMC, Samsung Electronics och SK Hynix har en vikt på nästan 30 procent. Vi lyfte koncentrationsriskerna i EM-index tidigare i år¹ och rekommenderade aktiv förvaltning, ökad allokering mot mindre tillväxtmarknader och *frontier markets* samt att byta viss tech-exponering

¹ Se vårens utgåvor av *Allokering och portföljstrategi*.

TECH-VIKT PÅ DOTCOM-NIVÅ

Sektorvikter, USA, procent



i EM mot kinesiska tech-bolag. Efter att ha varit överviktade mot tillväxtmarknader sedan maj i fjol gick vi tillbaka till neutral vikt i början av juli.

Sverige: tunga banker, många verkstäder

Även Sverige har en relativt koncentrerad börs, i vårt fall mot bank och verkstad (se avsnittet *Svenska aktier* på sidan 49). I SBX-indexet, som samlar de cirka 100 största börsbolagen i Sverige, står de tio största för mer än 50 procent av börsvärdet. För att få en rimlig diversifiering är det därför viktigt att ha en stor andel utländska bolag i aktieportföljen, men också att addera aktiv förvaltning inom svenska aktier.

Marknadsvärdesviktade index: för- och nackdelar

Som nämnts bestäms vikterna i marknadsvärdesviktade index av respektive bolags börsvärde, justerat för de aktier som handlas fritt. De allra största bolagen utgör då en stor andel av indexet. I vissa fall, som vid noteringen av SpaceX i juni¹, kan ett bolag med ett stort marknadsvärde ändå ha

¹ En del index har inkluderingskrav om en viss period med lönsamhet och att *free float* måste nå upp till en viss nivå. S&P 500 har sådana regler och inkluderar ännu inte SpaceX. Nasdaq valde dock att frångå sina regler och gav SpaceX en vikt på cirka 1,3 procent.

Indexfondernas fader

På 1960-talet lanserades hypotesen om effektiva marknader. I sin striktaste form innebär den att all tillgänglig information redan återspeglas i priset, och att det därmed inte går att slå marknaden över tid i riskjusterade termer. I spåren av denna forskning började man utvärdera aktiva fondförvaltare mer noggrant, och fann att många hade svårt att slå den breda marknaden efter kostnader. Marknadens utveckling hade sedan länge gått att följa via olika börsindex, men det fanns ännu inget sätt att investera i dessa. Här föddes idén om en fond som bara följer index till så låg kostnad som möjligt, utan att fatta några aktiva beslut.

De första indexfonderna togs fram för institutionella investerare i början av 1970-talet. 1976 lanserade **John Bogle**, grundare av kapitalförvaltaren Vanguard, den första S&P 500-indexfonden tillgänglig för den breda massan. Enligt Bogle talade svårigheten för aktiva förvaltare att slå marknaden, och ännu mer vikten av att hålla nere kostnaderna, för långsiktiga aktieinvesteringar via indexförvaltning. Trots att Bogle ofta tog upp svårigheterna att "tajma marknaden" skiftade han själv över stora delar av sina egna S&P 500-investeringar till obligationer i samband med it-bubblan i slutet av 1990-talet.

John Bogle efterlyser strängare fondregler inför senatens bankutskott år 2004.



JAY MALIN/BLOOMBERG/GETTY IMAGES



SK HYNIX

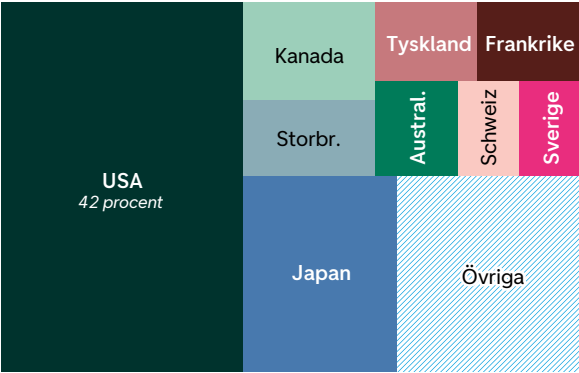
AI-EXPONERING. Minneschip med stor bandbredd av typen HBM3E är viktiga komponenter i AI-sektorn, och sydkoreanska SK Hynix har runt två tredjedelar av världsmarknaden. Bolagets rörelse-marginal var 76 procent under andra kvartalet 2026. På bilden en av SK Hynix anläggningar i Cheongju Campus.

en relativt liten vikt i index om en stor del av aktierna är låsta eller strategiska innehav som inte handlas på börsen.

När ett bolags marknadsvärde ökar glider dess index-vikt upp, och tvärtom för bolag där marknadsvärdet minskar. Effekten blir en form av momentumstrategi

LIKAVIKTAT MINSKAR USA-EXPONERINGEN...

Geografisk exponering, likaviktat världsindex (exkl. EM)



där vinnaraktiernas vikt ökar och förloraraktiernas vikt minskar, utan hänsyn till fundamentala faktorer eller värderingsaspekter. Huruvida denna omstöpning av indexet drivs av fundamenta eller ej spelar ingen roll för själva implementeringen, men om prissättningen i marknaden är relativt effektiv över tid kommer fundamentalt starka bolag att värderas upp. Fördelen är att modellen är skalbar, och att det enkelt går att handla i de största bolagen utan att påverka priset alltför mycket. Låga transaktionskostnader möjliggör även låga avgifter.

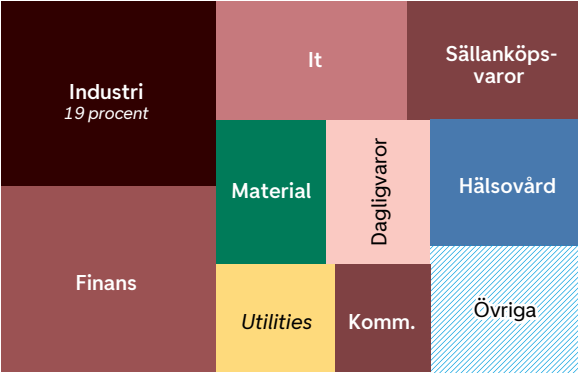
Marknadsvärdesviktning kan emellertid leda till övervärdering, bubblor och extrem koncentration, likt den nyligen i Kospi-indexet. Samtidigt blir exponeringen mot små och medelstora bolag lägre, liksom mot andra bolag som kan vara fundamentalt bra men tillfälligt undervärderas.

Andra sätt att konstruera index

Att statistiskt allokera till ett globalt index är att göra en passiv investering. Så fort man avviker från den globala marknadsvärdesviktade indexvikten tas ett aktivt beslut, exempelvis genom att över- eller undervikta regioner eller sektorer. Även hållbarhetsexkluderingar är aktiva beslut – de kan få exponeringen att avvika en hel del om stora bolag och vissa sektorer utesluts helt.

...LIKSOM IT-RISKEN I PORTFÖLJEN

Sektorexponering, likaviktat världsindex (exkl. EM)



Det finns gott om indexprodukter där investerare till en låg kostnad kan implementera aktiva strategier.

- **Likaviktade index** ger alla bolag samma vikt i utgångsläget och rebalanserar sedan tillbaka dit vid förutbestämda tillfällen (exempelvis kvartals- eller halvårsvis). Sådana index säljer konsekvent "vinnarna" och köper "förlorarna" vid varje rebalansering, och implementerar indirekt en form av värdeinvestering. Det ger en betydligt större vikt i mindre bolag och undviker koncentrationsrisken avseende regioner och sektorer i marknadsvärdesviktade index (se graf på sidan 32 samt graferna ovan och på motstående sida). Genom sin mer väldiversifierade portfölj klarade sig det likaviktade S&P 500-indexet bättre än det vanliga S&P-indexet under både it-bubblan och finanskrisen (se graf på nästa sida).

Nedsidan med likaviktade index är att transaktionskostnaderna kan bli högre om man rebalanserar ofta, samt att

Likaviktade index ger alla bolag samma vikt i utgångsläget och rebalanserar sedan tillbaka dit – en indirekt form av värdeinvestering. Det ger en betydligt större vikt i mindre bolag och undviker koncentrationsrisken avseende regioner och sektorer.

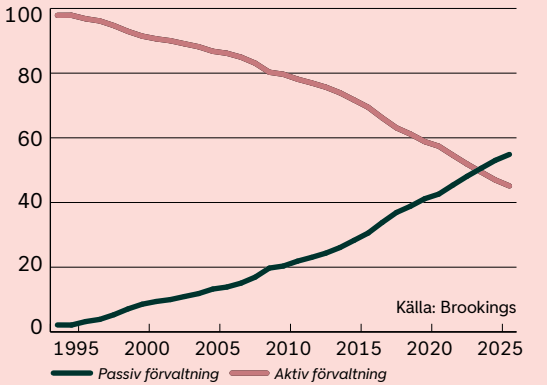
Är passiv prissättning ineffektiv?

De senaste decennierna har präglats av stora flöden in i indexprodukter, i synnerhet passiva marknadsvärdesviktade produkter. Utvecklingen har kommit längst i USA, där andelen passivt förvaltad kapital är större än andelen aktivt förvaltad (se graf nedan).

Passiva produkter har ansetts ge kostnadseffektiv och bred exponering. Idén baseras på att marknaden är effektiv och att det fundamentala värdet av en passiv investering därför över tid avspeglas i priset. Utgångspunkten var att strategin kunde implementeras utan marknads-påverkan. Det stämde när passiva produkter utgjorde en liten del av marknaden, men i dag när majoriteten av kapitalet är passivt investerat påverkar flödena hur både index och enskilda bolag rör sig. I akademien diskuteras hur stor andel av det totala kapitalet som behöver vara aktivt förvaltad för att ge en effektiv prissättning.

PASSIVITETENS LOCKELSER

Andel förvaltade tillgångar i aktiefonder, USA, procent



de inte är lika skalbara som marknadsvärdesviktade index. För institutioner som förvaltar betydande kapital är det svårt att köpa stora positioner i mindre bolag utan signifikant kurspåverkan. För mindre investerare är detta inte ett problem. För index med stora bolag (såsom S&P 500, Nasdaq eller världsinde

- **Fundamental viktning:** Börsindex kan också viktas efter olika parametrar som fundamentala aktiva investerare tittar på. Då justeras bolagens indexvikt efter faktorer som värdering, kassaflöde, vinstmarginal och utdelning. Det finns även tematiska index där bolagen väljs ut och viktas utifrån verksamhetens exponering mot det specifika temat.

Aktiv förvaltning inte synonymt med hög kostnad

Enorma kapitalflöden har sökt sig från aktiv till passiv förvaltning (se faktaruta på föregående sida). Två faktorer har drivit fenomenet: dels att många aktiva förvaltare haft svårt att slå sina jämförelseindex över tid, dels en ökad kostnadsfokusering. Höga avgifter urholkar ju delvis ränta på ränta-effekten, och därmed aktieportföljens långsiktiga

Prisvärd indexexponering via ETF

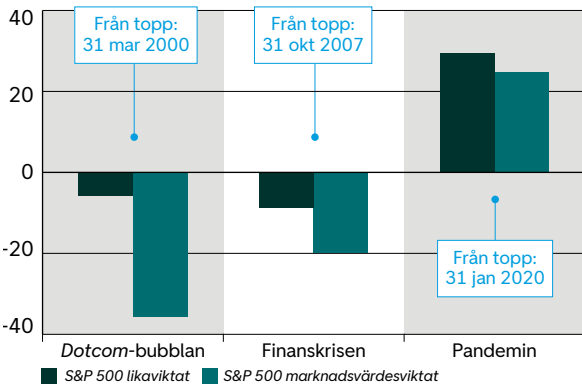
Indexexponering erhålls enklast via vanliga värdepappersfonder eller via börshandlade fonder (exchange traded funds, ETF:er). I värdepappersfonder sker handeln normalt till den dagliga NAV-kursen (nettoandelsvärdet – vissa fonder har vecko-, månads- och kvartalslikviditet). En ETF kan däremot handlas under hela börsdagen, som en aktie. ETF:er har också ett NAV (för de underliggande tillgångarna). Arbitragehandel bidrar till att hålla ETF:ens köp- och säljkurs så nära detta värde som

möjligt. Det fungerar normalt väldigt bra för större ETF:er som följer index där underliggande tillgångar är likvida. Om ETF:en inte handlas lika frekvent, eller de underliggande tillgångarna är illikvida, kan köp- och säljkursdifferensen vara större. För att replikera ett aktieindex kan ETF:en antingen äga alla indexkomponenterna, eller genom derivathandel försöka konstruera motsvarande exponering utan att äga alla aktier (detta sänker kostnaderna).

De flesta ETF:er är indexföljare, men även aktivt förvaltade ETF:er har lanse-rats (se affärsförslag på sidan 9). ETF-marknaden tillgängliggör ett enormt utbud av indexlösningar för privata investerare, ofta (men inte alltid) till låg kostnad. Via DNB Carnegie kan bankens kunder handla alla ETF:er som är godkända för distribution i Sverige. Vi hjälper gärna till att välja ut de bästa och mest kostnadseffektiva ETF:erna för önskad exponering. Kontakta din rådgivare för mer information.

LIKAVIKTAT KLARAR KRISEN BÄTTRE

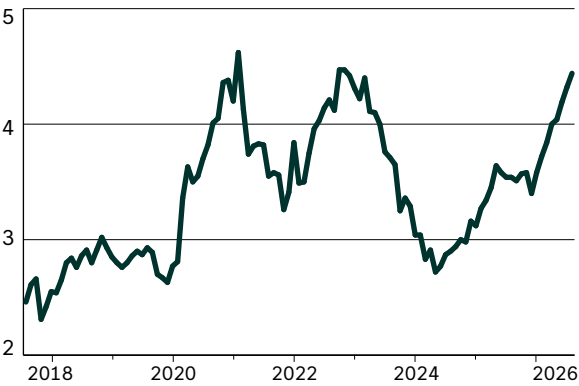
Treårig avkastning från indextopp, procent



avkastning. Men det är heller inte optimalt att alltid välja det billigaste alternativet (i många fall en passiv investering i ett börsvärdesviktat index). Med hjälp av andra produkter går det dock att implementera en strategi som är både aktiv och kostnadseffektiv. Även om vissa aktiva strategier har en högre kostnad, kan denna vara värd att betala om förvaltaren levererar en bättre riskjusterad avkastning.

SPRIDNING BELÖNAR FÖRVALTAREXPERTIS

Sektordispersion, standardavvikelse, USA



Alla aktiva förvaltare är inte aktiva

Ett problem för många aktiva förvaltare är att de hela tiden jämförs med sina index. Av rädsla för att underprestation mot index under en period ska leda till fondutflöden vågar många inte avvika alltför mycket från index. Det leder till en hög andel closet indexers, vilket i praktiken är aktiva fonder som investerar väldigt indexnära, men med högre avgifter. Sådana aktiva fonder har ingen chans att slå index över tid och bör undvikas. Aktiva förvaltare behöver ha en tydlig investeringsfilosofi som de vågar hålla fast vid, oavsett marknadens kortsiktiga svängningar.

Ineffektiv prissättning gynnar aktiva förvaltare

Dessutom finns det områden i marknaden som är mer ineffektivt prissatta, där indexalternativet inte är särskilt attraktivt och där aktiva förvaltare har bättre möjligheter att slå sina index. Dessa områden finns framför allt inom tillväxtmarknader och småbolag, men även i vissa sektorer såsom

Vissa områden i marknaden är mer ineffektivt prissatta. Där är indexförvaltning inte så attraktivt, och aktiva förvaltare har bättre möjligheter att slå index. Detta gäller främst tillväxtmarknader och småbolag, men även i vissa sektorer såsom biotech.



Övriga bolag i OMXS30

MYCKET BANK OCH VERKSTAD. Stockholmsbörsens sju största namn utgör närmare 52 procent av storbolagsindexet OMXS30. Den största indexkomponenten, Investor, adderar dessutom via sin portfölj ytterligare exponering mot flera av bolagen.

biotech. Inom dessa områden kan det vara värt att betala lite extra för aktiv förvaltning.

En aktiv förvaltares möjlighet att slå indexet beror också delvis på marknadsmiljön. Räder högre volatilitet och dispersion, där många aktier och sektorer rör sig åt olika håll, uppstår bättre möjligheter för aktiva förvaltare att generera överavkastning via sina aktiva val. Marknadsanalyser visar att ökad marknadskoncentration ofta leder till högre volatilitet, och vi har just nu en historiskt hög dispersion (se graf på föregående sida). Tillsammans med höga värderingar på indexnivå och osäkerhet kring det AI-relaterade teknologiskiftet skapar det bättre möjligheter för aktiv förvaltning att göra skillnad i portföljen.

Vi kombinerar index med aktiva förvaltare

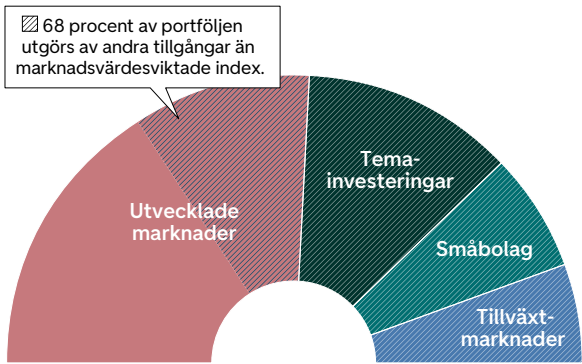
När vi bygger globala portföljer utgår vi ifrån ett världsindex och identifierar de områden där vi vill använda indexförvaltning, respektive de områden där det är värt att betala extra för aktiv förvaltning. Basen i vår portfölj utgörs av billiga indexinstrument, men där vi hela tiden har möjlighet att avvika från marknadsvärdesviktningen. Det kan göras via andra former av indexering, eller genom taktiska över- och undervikter. På så vis kan vi över- och undervikta både regioner och sektorer, men också olika investeringsteman.

- Inom utvecklade marknader använder vi en likaviktad S&P 500-ETF för att diversifiera delar av USA-exponeringen. Vi har nyligen också adderat en ETF med fokus på högutdelande bolag (se affärsförslag på sidan 8).
- Inom temainvesteringar kan vi också exponera oss mot klassisk stock picking för att få en mer selektiv exponering, såsom AI-temat för stunden.

Den rådgivande portföljens bas är billiga indexinstrument. Vi kan hela tiden avvika från marknadsvärdesviktningen via annan indexering eller taktisk exponering. På så vis kan vi över- och undervikta regioner, sektorer och olika investeringsteman.

BÅDE AKTIV OCH PASSIV EXPONERING

Rådgivande global aktieportfölj



- Inom tillväxtmarknader, där indexkoncentrationen just nu är särskilt hög, har vi sedan länge förespråkat aktiv förvaltning eftersom indexalternativet är mer ineffektivt än i utvecklade marknader och innehåller många bolag av låg kvalitet.
- Vi förordar också en väsentligt högre exponering mot små och medelstora bolag än som erhålls via globalindex, och här använder vi nästan uteslutande aktiv förvaltning. I småbolagsindex finns en stor andel olönsamma bolag, en miljö där en aktiv förvaltare har stora möjligheter att göra skillnad.

Sammantaget innebär vår kombination av index och aktiva förvaltare att vi minskar koncentrationsrisken och får en mer väldiversifierad portfölj än världsindex.

Globala aktier

Bättre makronyheter talar för Europa. Vi är överviktade tillväxtmarknader, underviktade USA och gillar hälsovård. Stora rörelser gör oss selektiva och snabbfotade i vår tech-exponering i Global Stock Picking.

DNB Carnegie Private Bankings breda portfölj Utländska Aktier är inriktad på länder, regioner och sektorer, medan förvaltningen i Global Stock Picking gör enskilda aktieval.

Utländska aktier

Två teman har dominerat finansmarknaderna under 2026: geopolitik och artificiell intelligens (AI). Under året har sentimentet varierat kraftigt, vilket inneburit betydande rotationer mellan sektorer, länder och regioner. Mot bakgrund av dessa

marknadsrörelser har vi varit aktiva och opportunistiska i portföljförvaltningen när attraktiva lägen uppstått.

Ett tydligt exempel är amerikansk teknologi, som under året gått från att vara en av de svagaste sektorerna i USA till en av de starkaste. Även Sydkoreas börs illustrerar den höga volatiliteten i tech-aktier. Fram till mitten av juni steg börsen med drygt 110 procent räknat i svenska kronor för att därefter falla tillbaka med omkring 35 procent.

De stora rörelserna inom AI-relaterade bolag beror bland annat på osäkerheten kring framtida lönsamhet och betalningsvilja, liksom den ökande kinesiska konkurrensen inom både mjuk- och hårdvara. Samtidigt fortsätter vinsttillväxten att vara stark, användningen av AI-tjänster ökar och marginalerna är fortsatt robusta. För att hantera denna balansgång har vi lagt stor vikt vid förändringar i sentimentsindikatorer och momentum vid portföljens positionering.

EXPONERING Utländska Aktier

Förändringar sedan februari 2026

Allokering mellan regioner			
	Undervikt	Neutral vikt	Övervikt
USA			
Storbritannien			
Frankrike			
Schweiz			
Tyskland			
Sverige			
Italien			
Japan			
Kanada			
Tillväxtmarknader			

■ Aktuell vikt ■ Tidigare vikt

Allokering mellan sektorer (USA)	Undervikt	Neutral vikt	Övervikt
Teknologi			
Finans			
Hälsovård			
Sällanköpsvaror			
Kommunikation			
Industri			
Dagligvaror			
Energi			
Utilities			
Material			
Fastigheter			

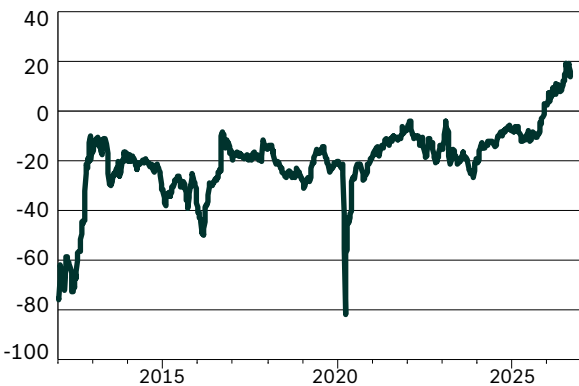
Aktuell portfölj

Positioner och förändringar

- Vi överviktar energi och hälsovård i USA. Energi stöds av utdraget Iran-krig och balanserar Europaexponeringen.
- Tillväxtmarknader är fortsatt intressanta och vinnare på AI-investeringar. Vi diversifierar med frontier markets.
- Tech-investerarna blir mer försiktiga. Vi underviktar teknikaktier i USA, då vi tror på fortsatt rotation till eftersläpande sektorer.

DYRARE FÖR TECH ATT LÅNA

Kreditspread (IG), differens tech/alla sektorer, baspunkter



Nu i början av hösten är vi underviktade mot amerikansk teknologi, samtidigt som vi behåller vår exponering mot tillväxtmarknader som gynnas av samma långsiktiga AI-trend.

Vi ser samtidigt tecken på en mer ifrågasättande marknad. De stora teknikbolagens kreditspreadar har fortsatt att stiga, samtidigt som det fria kassaflödet hos *hyperscalers* minskar. Efter en längre periods stark optimism verkar euforin ha avtagit, trots att de indikatorer vi följer fortfarande är på ovanligt höga nivåer. Historiskt har ett sentimentsskifte ofta varit en motvind för mer cykliska tillväxtsektorer såsom teknologi.

Därtill har de amerikanska långräntorna fortsatt att stiga, vilket kan sätta ytterligare press på tillväxtbolag. Obligationsmarknaden reagerade heller inte positivt på finansminister Scott Bessents stödköp av amerikanska statsobligationer, som många marknadsaktörer snarare uppfattade som problematiska än stabiliserande.

Energi och hälsovård fortsatt attraktiva

På USA-börsen föredrar vi i stället energi och hälsovård.

- **Energisektorn** gynnas av den pågående konflikten med Iran, där högre olje- och gaspriser stärkt både marginaler och vinstutveckling. Samtidigt värderas sektorn till cirka 13 gånger historiska vinster, jämfört med omkring

OLJA OCH GAS SKYDDAR MOT ORO

Korrelation, energisektorn och S&P 500



17 gånger vid årsskiftet. Trots att konfliktintensiteten är relativt låg kvarstår geopolitiska spänningar som riskerar att påverka energiförsörjningen. Avbrutna förhandlingar och återkommande skärmytslingar talar för att störningarna i utbudet kan bli mer utdragna, inte minst via risken för påverkan på transporterna genom Hormuz-sundet.

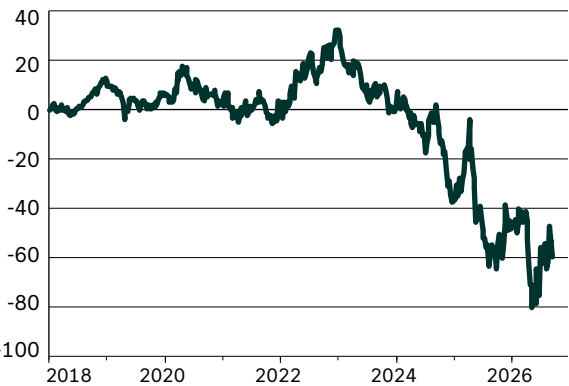
Två aktiva globala portföljer¹

- **Utländska Aktier:** Aktivt förvaltd portfölj med exponering mot hela världens aktiemarknader. *Top-down*-baserad process där datadriven systematik kombineras med fundamental analys. Fokus på länder och sektorer. Kostnadseffektiv förvaltning med främst ETF:er eller utvalda aktiva fonder.
- **Global Stock Picking:** *Bottom-up*-analys. Portfölj med 55–60 aktier: cirka 35–40 innehav inom energi, energiomställning samt *tech*, plus 15–20 bolag för diversifiering. Noll exponering mot fossila bränslen. 100 procent aktiv förvaltning.

¹ För globala aktier erbjuder vi även andra aktivt förvaltda portföljer samt passiva ETF-portföljer.

LÄGE FÖR HÄLSOVÅRD?

Avkastningsskillnad, hälsovård och S&P 500, procent

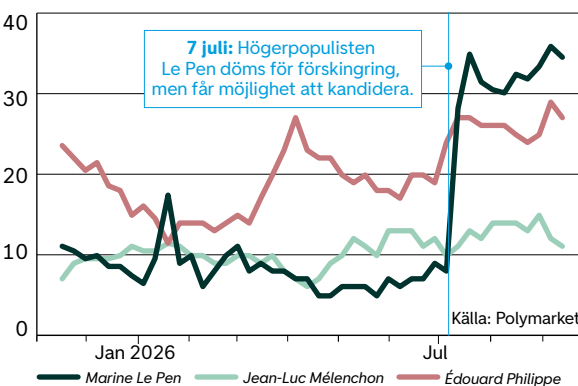


Analytikeråkrens vinstprognoser för energisektorn framstår icke desto mindre som försiktiga. Median-estimatet för 2027 pekar på en vinstminskning om nästan 15 procent, främst till följd av förväntningar om lägre oljepriser. I våra ögon innebär det ett investeringsläge. Sedan konfliktutbrottet har energisektorn uppvisat negativ korrelation med den breda aktiemarknaden (se graf till höger på motstående sida), vilket även gör sektorn attraktiv både ur diversifieringsperspektiv och som skydd mot ytterligare geopolitisk oro.

- Även **hälsovårdssektorn** ser attraktiv ut. Efter flera års relativt svag utveckling har vinstprognoserna reviderats upp, samtidigt som kursutvecklingen varit stark sedan mitten av maj (se graf ovan till vänster). Rotation från mer cykliska sektorer som teknologi har bidragit till utvecklingen, men hög M&A-aktivitet inom företagsförvärv och positiva forskningsresultat har också bidragit. Ett uppmärksammat exempel är Moderna och Merck, som i slutet av augusti presenterade resultat från en fas 3-studie på patienter med hudcancer som behandlades med en kombination av Modernas mRNA-baserade vaccin och immunterapiläkemedlet Keytruda. Behandlingen kan på sikt öppna en betydande marknad och skapa nya

DRAMATIK I FRANSK POLITIK

Sannolikhet för seger i presidentvalet, procent



tillväxtmöjligheter för båda bolagen. Marknaden reagerade kraftigt på de starka resultaten: Modernas aktie mer än fördubblades medan Mercks steg drygt 10 procent.

Hellre Europa än USA

Ur ett regionalt perspektiv underviktar vi USA då vi ser större möjligheter i Europa, där makrosignalerna successivt har blivit alltmer positiva. Inflationsförväntningarna har fallit i takt med att konflikten i Iran svalnat, inköpschefsindex indikerar fortsatt god ekonomisk aktivitet och makroekonomisk statistik har överraskat positivt.

Vi ser särskilt positivt på Schweiz, Sverige och Italien, medan vi fortsatt undviker Frankrike.

Frankrike: stigande statsskuld och politisk osäkerhet

Inför 2027 står Frankrike inför betydande utmaningar, särskilt vårens presidentval (se graf ovan till höger). Landet kombinerar en hög och stigande statsskuld med allt större politisk splittring, vilket försvårar genomförandet av nödvändiga reformer. Statsskulden överstiger nu 110 procent av BNP samtidigt som budgetunderskotten under flera år legat klart över EU:s riktvärde på 3 procent av BNP. Högre räntor har dessutom ökat statens finansieringskostnader, vilket innebär att en större andel av budgeten går till räntebetalningar

i stället för till investeringar och produktivitetshöjande åtgärder. Även om Parisbörsen domineras av globala företag bedömer vi att den ökade politiska osäkerheten lyfter både riskpremien och sannolikheten för högre bolagsskatt, samtidigt som stigande obligationsräntor riskerar att tynga den ekonomiska aktiviteten.

Sverige och Schweiz: stark tillväxt

Svensk BNP växte med 1,6 procent under andra kvartalet – betydligt mer än i många andra utvecklade ekonomier. Bolagsrapporterna har generellt varit solida och börsutvecklingen fortsatt stark. Den främsta invändningen mot Sverige är värderingen, då börsen stigit markant utan att vinstprognoserna hängt med.

Schweiz erbjuder en attraktiv mix av defensiva kvalitetsbolag inom dagligvaror och hälsovård, vilket bidrar till en mer balanserad portföljkonstruktion. Därtill var även Schweiz BNP-siffra för det andra kvartalet stark och inköpschefsindex är på expansiva nivåer.

Italien: attraktiv börs

Den italienska börsen erbjuder en attraktiv kombination av relativt låga värderingar, stigande vinsttillväxt i banksektorn och hög exponering mot cykliska sektorer som gynnas av bättre europeisk konjunktur. Samtidigt har börsen varit en av de bästa under året, och prismomentum är fortsatt starkt.

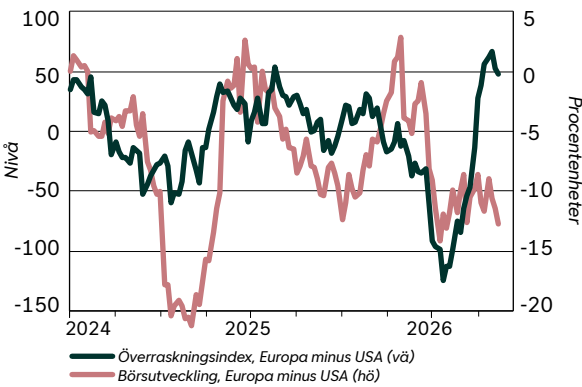
Bättre signaler i Europa

Den största risken i Europa är en kraftig uppgång i gas- och energipriserna. De osedvanligt låga gaslagren utgör en risk inför vintern, särskilt om den ryska aggressionen skulle eskalera. Samtidigt ser Europa ut att ha anpassat sig till dagens energiprisnivåer. Regionens tillväxt får även stöd från ökade investeringar inom försvar och infrastruktur, samtidigt som AI-satsningar skapar efterfrågan inom verkstadsindustrin.

Den ekonomiska statistiken i Europa har på senare tid överraskat positivt och varit starkare än i USA – det talar för att europeiska aktier borde utvecklas bättre än amerikanska (se graf ovan).

MOTIVERAT ATT ÖVERVIKTA EUROPA

Överraskningsindex och relativ börsutveckling



Positivt utfall av vår allokering

Allokeringen mellan regioner samt mellan sektorerna på USA-börsen har varit den främsta bidragsgivaren till avkastningen under året, medan de externa aktiva förvaltarna belastat totalresultatet något. Det gäller framför allt exponeringen mot tillväxtmarknader, där förvaltarna under andra kvartalet valde en mer försiktig positionering i AI-relaterade bolag såsom SK Hynix, Samsung och TSMC. Detta ledde till en relativ underavkastning jämfört med tillväxtmarknadsindex i den externt förvaltade *emerging markets*-exponeringen, även om en del av tappet återhämtades i samband med marknadsnedgången under juli.

Rotation till eftersläpande sektorer

Givet vår nuvarande, något mer defensiva positionering bedömer vi att portföljen skulle stå emot en bred marknadskorrektion bättre än jämförelseindex. Samtidigt är vårt huvudscenario en fortsatt rotation mot tillgångar, sektorer och regioner som hittills har halkat efter och inte dragit lika stor nytta av AI-temat som den amerikanska *tech*-sektorn och vissa AI-tunga tillväxtmarknader.

Global Stock Picking

Denna aktivt förvaltrade portfölj bygger på *bottom-up*-analys och innehåller 55–60 aktier: 35–40 innehav inom fokusområdena energi (elproduktion), energiomställning och *tech*, plus 15–20 innehav som diversifierar exponeringen med hälsovård, finansiella tjänster och konsumtion.

God portföljutveckling

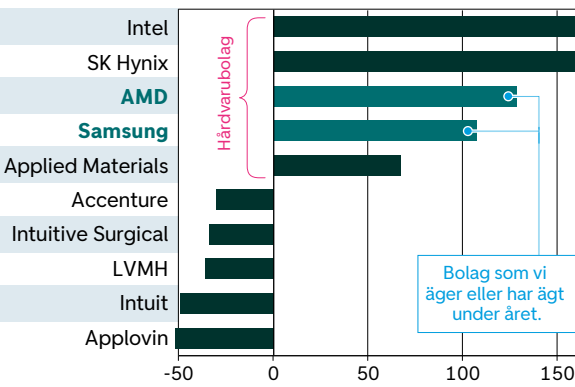
Portföljen inledde året med en tydlig övervikt mot halvledarbolag och andra företag vars försäljning gynnas av digitalisering, datacenterutbyggnad och ökad elproduktion (för datacenter och energiomställning). Dessa teman har utvecklats väldigt starkt, särskilt under andra kvartalet. Portföljen har stigit med 26 procent jämfört med 16 procent för världsindex (båda i kronor, per den sista augusti). Under året har vi gradvis vinstsäkrat där värderingen sprungit iväg, och halvledarexponeringen är nu mer i nivå med världsindex. Samtidigt har vi ökat i bolag med mer attraktiv värdering.

Halvledarsektorn är draglok

Styrkan i världsindex hittills i år – trots Iran-krig, högre oljepriser och högre räntor – tillskriver vi framför allt tre faktorer: den fortsatt starka AI-trenden, den imponerande

VINNARE OCH FÖRLORARE

Globala storbolag, kursutveckling 2026, procent



vinstutvecklingen (som delvis förklaras av AI-investeringarna, men som på senare tid breddats) samt ökad optimism hos företagen (stigande inköpschefsindex i de flesta länder).

Med AI-trenden i ryggen har teknologiaktierna fortsatt att utvecklas starkt. Inom sektorn är halvledarbolagen alltså draglok, vilket tydligt avspeglas i vinnarlistan. Bland förlorarna syns flera mjukvaru- och it-tjänstebolag. Investerarna befarar att AI kan ersätta traditionell mjukvara.

EXPONERING

Största positioner, GSP-portföljen, procent

Bolag	Inriktning	Portföljvikt	Övervikt
Microsoft	Datacenter, mjukvara	7,8	4,0
Alphabet	Internet, datacenter	4,4	0,4
Nvidia	Halvledartillverkare	3,8	-1,7
TSMC	Halvledartillverkare	3,5	3,5
Infineon	Halvledartillverkare	3,0	2,9
Thermo Fisher	Medicinteknik	2,8	2,6
Amazon	E-handel, datacenter	2,8	0,1
Snowflake	Mjukvara	2,3	2,2
Meta	Internet	2,3	0,6
Novo Nordisk	Hälsovård	2,2	2,1

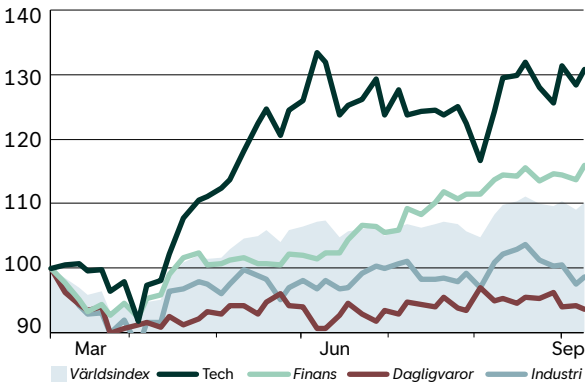
Aktuell portfölj

Positioner och förändringar

- Överviktar teknologi, i synnerhet bolag som drivs av digitaliseringen (såsom datacenter och halvledare).
 - GSP underviktar dock *tech*-bolagen *Mag 7*. Vi äger Microsoft, Alphabet (Google),
- Amazon, Meta och Nvidia, men inte Apple och Tesla.
- Kopplingen till datacenterbyggande och elproduktion (särskilt fossilfri) ger portföljen en övervikt mot *utilities* samt industrisektorn.

TECH HAR DRIVIT UPPGÅNGEN

Indexerad utveckling sedan Iran-krigets utbrott



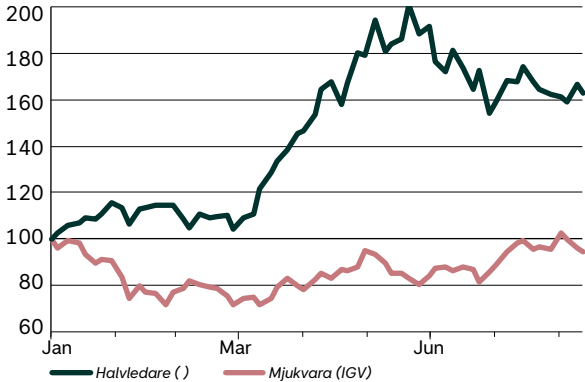
De senaste månaderna har dock många mjukvarubolag återhämtat sig. Mjukvaruindex i USA har tagit sig över nollan för året, efter att ha varit ned 29 procent som värst i april (se graf ovan till höger).

GSP inledde året med mycket begränsad exponering mot traditionella mjukvarubolag. När AI-rädsan kändes överdriven adderade vi framför allt under februari och april ett antal mjukvarubolag (däribland Service Now, SAP och Kinaxis) samt ökade i de få som vi hade i portföljen (såsom Microsoft och Snowflake). I tillägg till god avkastning har den ökade mjukvaruexponeringen även gjort portföljen mindre känslig mot svängningar i AI-sentimentet. Sammantaget har året bjudit på ovanligt många portföljförändringar, faktiskt fler på åtta månader än under hela förra året.

När AI-rädsan kändes överdriven adderade vi ett antal mjukvarubolag, samt ökade i det fåtal vi hade i portföljen. I tillägg till god avkastning har den ökade mjukvaru-exponeringen gjort portföljen mindre känslig mot svängningar i AI-sentimentet.

HALVLEDARE UTKLASSAR MJUKVARA

Indexerad utveckling



AI: börsnotering genererar nya data

Vi fortsätter att investera enligt det ramverk som vi presenterade för ett år sedan (se figur på motstående sida).

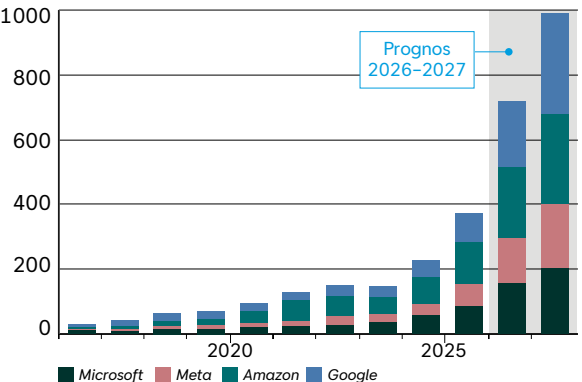
Vi har tidigare skrivit om hur halvledarsektorn (nivå 1) gynnas av investeringarna i datacenter (nivå 2), hur det debatteras intensivt om vad som kommer att hända med mjukvara och applikationer (nivåerna 4 och 5), samt om kampen mellan etablerade spelare och nya AI-native bolag.

På nivå 3 fortsätter både investeringarna och investeringsprognoserna att öka (se graf till vänster på motstående sida). Parallellt syns en trend med allt fler så kallade neoclouds som också gör stora investeringar, liksom nationella satsningar runt om i världen.

Utöver investeringarna följer vi noga vad de tre så kallade hyperscaler-aktörerna levererar i termer av försäljningstillväxt och lönsamhet. Så här långt ser det väldigt bra ut, med accelererande försäljningstillväxt (se graf till vänster på sidan 48).

ENORMA BELOPP TILL DATACENTER

Investeringar i materiella anläggningstillgångar, miljarder USD



Rörande modellerna (nivå 3 i AI-temat) blir Anthropic troliga börsnotering i höst högtintressant. Hittills har vi framför allt fått information om försäljningsutvecklingen, vilken rapporterats som en årstaktssiffra, antagligen baserad på månadssiffror. Men vi har också fått veta omsättningen för första kvartalet (4,7 miljarder dollar) respektive andra kvartalet (11,5 miljarder dollar). Under andra kvartalet var omsättningen cirka 14 gånger högre (!) än samma kvartal i fjol. Vad vi känner till är detta första gången ett företag i denna storleksklass växer så snabbt. I år har Anthropic vuxit betydligt snabbare än Open AI. Grafen till höger på sidan 48 visar utvecklingen för båda bolagen. Slående är att deras totala försäljningstillväxt accelererat både i fjol och hittills i år – normalt avtar tillväxttakten när basen blir större.

Orosmoln: finansiering, politik och Kina

Hastigheten och storskaligheten i AI-utbyggnaden gör att det naturligtvis finns flera potentiella oro smoln. Att det pågår en sådan debatt är ett sundhetstecken. Mycket av diskussionen kretsar kring avkastningen på de enorma investeringarna i framför allt datacenter. Baserat på siffror från hyperscalers ser avkastningen så här långt bra ut, men det säger ganska lite om hur den ser ut om ett par år när betydande datacenterkapacitet når marknaden. Övriga

AI-VÄRLDEN HAR MÅNGA KOMPONENTER

Tekniksegment inom AI

5

APPLIKATIONER OCH TJÄNSTER
Programvarorna och webbtjänsterna som vi använder, privat eller i företag.
Exempel: Microsoft, Palantir, Google, diverse nya bolag.

4

MJUKVARU-INFRASTRUKTUR
Mjukvara som möjliggör nya tjänster/applikationer.
Exempel: Snowflake, Datadog, Mongo DB, Palantir, Oracle, Microsoft.

3

AI-MODELLER
De nya "AI-hjärnorna" – t.ex. stora språkmodeller.
Exempel: Open AI, Anthropic, Google, kinesiska aktörer.

2

DATACENTER
Beräkningsfabriker där AI tränas och genererar svar.
Exempel: Amazon, Microsoft, Google, Coreweave m.fl.

1

HALVLEDARE M.M.
Hårdvarukomponenter som används för att utveckla och köra modeller.
Exempel: Nvidia, Broadcom, TSMC m.fl.

0

ENERGIINFRASTRUKTUR
Elförsörjning för datacenter.
Exempel: Utilities och utrustning för kraftgenerering och elnät, t.ex. Nextera, Brookfield, GE Vernova, Hitachi.

Bolag som anges med fet stil finns i Global Stock Picking-portföljen.

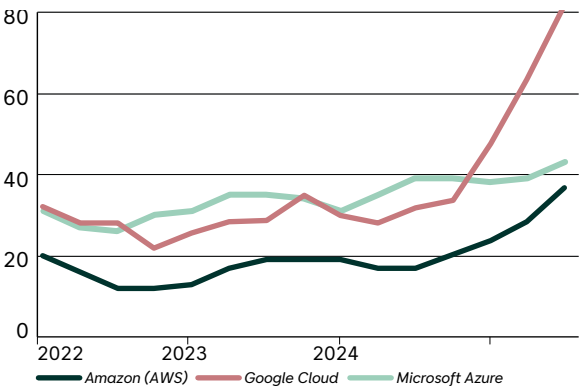
aspekter som debatteras är mer av typen "fartgupp", där inte hela AI-trendens framtid står på spel utan snarare hastigheten och nyanserna i utvecklingen.

Några områden där debatten hettat till på senare tid är:

- **Finansiering:** Investeringarna har blivit så stora att bolagens kapitalbehov nu överstiger det egna kassaflödet. Då behöver de antingen låna upp pengar eller göra

HYPERSCALERS ÖKAR FÖRSÄLJNINGSTAKTEN

Försäljningstillväxt i årstakt, procent



nyemissioner. Ett omdiskuterat tema är det som brukar kallas "cirkulär finansiering", där exempelvis AI-chipjätten Nvidia är med och finansierar *neoclouds* och andra aktörer, som i sin tur köper produkter från Nvidia (se även sidan 15). Vi ser inte detta som ett problem här och nu, eftersom efterfrågan på datacenterkapacitet överstiger utbudet (även utan denna typ av kreativ finansiering). Men blir situationen den omvända finns inbyggda risker i systemet som gör att problemen då förvärras.

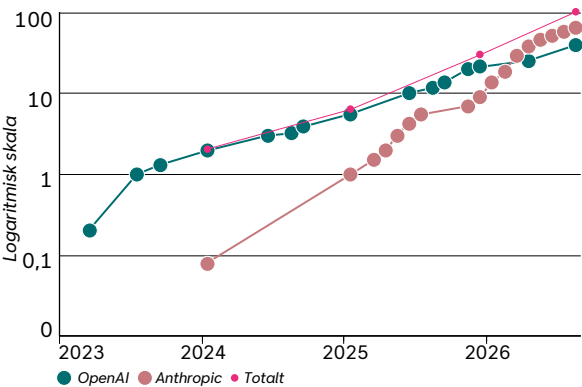
- **Politik/opinion:** I framför allt USA möter byggnationen av datacenter allt starkare motstånd – många är oroliga för sådant som dyrare el och vatten, eller AI-betingade rationaliseringar. I vissa delstater, exempelvis Texas, har flera projekt pausats.

AI-trenden innebär än så länge mer möjligheter än risker på börsen. Nyckeln är att vara selektiv avseende faktorer som värdering och risknivå i olika affärsmodeller.

Kursuppgångarna för AI-bolag har generellt sett stöd av mycket stark vinstutveckling.

REKORDSNABB TILLVÄXT FÖR AI-UTVECKLARE

Försäljning i årstakt, miljarder USD



- **Kinesisk konkurrens:** Under sommaren kom ytterligare exempel på att många kinesiska modeller, som konkurrerar med modeller från exempelvis Anthropic och OpenAI, är mycket konkurrenskraftiga. De är dessutom aggressivt prissatta, vilket rimligen bör påverka vad de de västerländska bolagen kan ta betalt för sina AI-modeller.

Selektiv, snabbfotad AI-exponering

I förvaltningen av GSP håller vi fast vid synen att AI-trenden än så länge innebär mer möjligheter än risker på börsen. Nyckeln är att vara selektiv avseende faktorer som värdering och risknivå i olika affärsmodeller. Kursuppgångarna för AI-relaterade bolag har generellt sett stöd av mycket stark vinstutveckling. Och värderingen på aggregerad nivå (givetvis med vissa undantag) är inte på en nivå som motiverar investerare att undvika AI-exponering. Givet de stora svängningarna i sentimentet talar det mesta för att vi även framåt har en högre aktivitetsnivå än normalt i portföljen.

Svenska aktier

Stockholmsbörsen har släpat efter i år, men verkstadssektorn är i stark medvind och vi har ökat exponeringen. Övervikt mot hälsovård adderar defensiva egenskaper. Även banker och nätmäklare lockar, dock inte fastigheter ännu.

I den svenska aktieportföljen tar vår exponering avstamp i utsikterna för en fortsatt god ekonomisk tillväxt. Därför har vi på slutet skruvat upp den cykliska exponeringen i portföljen med ökade innehav i verkstadsbolagen Assa Abloy, SKF, Bufab, ABB, Sandvik och Alfa Laval. Samtidigt behåller vi vår undervikt mot traditionellt defensiva sektorer som teleoperatörer och dagligvaror. För att balansera portföljen har vi dock fortsatt en betydande exponering mot hälsovårdssektorn genom innehav i Astra Zeneca, Camurus, Sobi, Bonesupport och Getinge.

EXPONERING

Selektiva över- och undervikter

	Undervikt	Neutral vikt	Övervikt
Alfa Laval			
Bufab			
Getinge			
Nordea			
Sandvik			
Essity			
Handelsbanken			
H&M			
Tele 2			
Telia			

Verkstad vinnare på AI

Trots ett stökigt första halvår präglat av stora marknadsrörelser har Stockholmsbörsen levererat stark avkastning. Per slutet av augusti hade storbolagsindexet OMXS30 avkastat nästan 19 procent, inklusive utdelningar, trots en pågående konflikt i Mellanöstern som skapat betydande volatilitet på såväl aktie- som energimarknaderna.

Likt de senaste åren har småbolagen haft svårt att hänga med i uppgången. Carnegie Småbolagsindex har underpresterat OMXS30 med hela 14 procentenheter, vilket tydligt illustrerar den tudelade marknaden.

De tydligaste vinnarna har varit bolag med exponering mot AI-investeringar, energiomställningen och gruvindustrin. Verkstadsbolag som ABB, Sandvik, Epiroc och Atlas Copco har gått mycket starkt, medan storbolag i många andra sektorer, såsom Lifco, Astra Zeneca, SCA, EQT och H&M, haft en betydligt svagare utveckling.

Aktuell portfölj

Positioner och förändringar

- Vi har ökat i verkstadsbolagen, däribland SKF, Assa Abloy, ABB, Bufab och Sandvik.
 - Vi balanserar portföljen med hälsovårdsbolag. Camurus har adderats.
 - Banker har fortsatt god lönsamhet – vi föredrar
- Nordea. Avanza är ett nytt innehav.
 - Högre räntor gör oss fortsatt avvaktande till fastigheter. Sagax finns inte längre i portföljen.
 - Portföljen är underviktad mot teleoperatörer och sällanköpsvaror.

Marknaden har i hög grad premierat traditionellt cykliska industribolag, medan defensiva sektorer samt bolag med exponering mot bygg- och fastighetsmarknaden fortsatt haft en mer utmanande utveckling. Hittills har 2026 i mångt och mycket varit ett "finverkstadsår", där de stora industri-bolagen med stark exponering mot strukturella investerings-trender levererat merparten av börsens avkastning.

Atlas Copco betraktas av många investerare som ett indirekt spel på halvledarindustrin och har stigit omkring 25 procent hittills i år. ABB, som har betydande exponering mot datacenterinvesteringar, har utvecklats ännu starkare och är upp cirka 40 procent. Samtidigt handlas Assa Abloy, också det ett cykliskt verkstadsbolag men med större kopp-ling till byggsektorn, i princip oförändrat för året.

AI-relaterade investeringar fortsätter att vara en stark tillväxtmotor för den globala ekonomin. Samtidigt har högre inflation och stigande marknadsräntor gjort aktie-urvalet – *stock picking* – viktigare än på länge. En bred

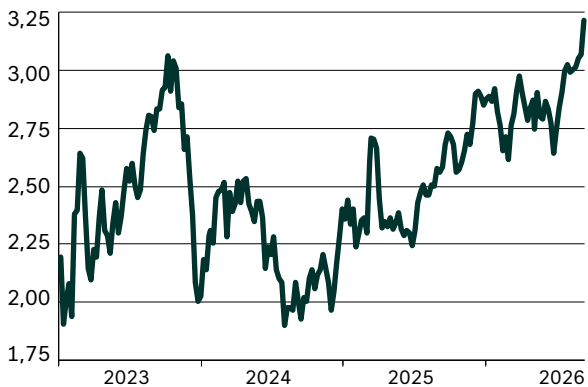
börsuppgång där även små och medelstora bolag deltar, vilket normalt kännetecknar perioder med stark ekonomisk tillväxt, har vi ännu inte sett till. I stället förklaras årets starka börsutveckling till stor del av att vinsttillväxten i flera cykliska bolag varit betydligt starkare än väntat. Bety-dande investeringar inom AI, elektrifiering och infrastruktur har mer än väl kompenserat för motvinden från högre räntor. Samtidigt har investerarna successivt blivit alltmer bekväma med ett strukturellt högre ränteläge än under förra decenniet.

Förändringar i portföljen

- Läkemedelsbolaget **Camurus** är ett nytt innehav i port-följen. Bolaget fokuserar på behandlingar av svåra och kroniska sjukdomar, där läkemedel mot opioidberoende står för merparten av intäkterna. Camurus har även utvecklat läkemedelsplattformen Fluid Crystal, som möjliggör en långverkande och kontrollerad frisättning av

HÖGRE RÄNTOR MOTVIND FÖR FASTIGHETER

10-årsränta, Sverige, procent



läkemedel. Vi ser god potential såväl i bolagets befintliga produkter som i dess *pipeline*. Innehavet kompletterar portföljen väl eftersom hälsovårdssektorn är mindre konjunkturkänslig, samtidigt som vi är underviktade mot andra defensiva sektorer.

- Innehavet i **Essity** har avyttrats. Hygienkoncernen har under en längre tid varit en besvikelse och vi bedömer att kapitalet får högre avkastning på annat håll. Trots en relativt låg värdering har begränsad vinsttillväxt, svagt kassaflöde och låg avkastning på eget kapital präglat de senaste åren. Värderingen motiverar inte längre ett ägande.

- Vi har ökat vår position i **Astra Zeneca**. Läkemedelsjätten kombinerar en stark historik med defensiva egenskaper och en omfattande läkemedelspipeline. Astra Zeneca pressades efter ett svagt resultat i en kardiologistudie, trots att projektet aldrig skulle ha utgjort mer än en mycket begränsad del av bolagets läkemedelsportfölj. Marknadens reaktion framstod som överdriven och vi såg kursnedgången som ett attraktivt tillfälle att öka inne-havet. Vi har stort förtroende för ledningens förmåga att skapa aktieägarvärde och bedömer att bolaget har goda förutsättningar att leverera attraktiv långsiktig avkastning.

INDUSTRIN GÅR SOM TÅGET

Orderingång, årsförändring, procent



Fastigheter fortsätter att halka efter

Under året har vi blivit mer försiktigt inställda till fastighets-sektorn. Konflikten i Mellanöstern har ökat risken för en mer uthållig inflation, vilket bidragit till högre marknadsräntor. Som en följd har vi sålt vårt innehav i Sagax. Vår kvarvarande exponering mot sektorn står Balder för. Även om svensk ekonomi bedöms fortsätta växa i god takt ser vi en risk att såväl högre räntor som demografiska förändringar begränsar efterfrågan i flera segment på fastighetsmarknaden.

Enorm ordertillväxt i industrin

Under första halvåret var ordertillväxten mycket stark hos flera av portföljens industribolag (se graf ovan till höger). Utvecklingen drivs i stor utsträckning av investeringar inom AI, datacenter, elektrifiering och infrastruktur.

Verkstadsbolagen ABB, Sandvik, Epiroc, Atlas Copco och Alfa Laval har alla stigit med mer än 26 procent hittills i år, och utgjort de främsta drivkrafterna på Stockholmsbörsen. Högre metallpriser och omfattande investeringar i gruvindu-strin har lett till rekordstarka orderböcker hos både Sandvik och Epiroc. Om metallpriserna förblir på dagens nivåer kan trenden mycket väl bestå under flera år framöver.

ABB:s elektrifieringsdivision har redovisat en omsättnings-tillväxt på över 50 procent. Den svaga kursutvecklingen efter

Överskattad bankrisk

Länge har vi undvikit en rad bolag på grund av den höga politiska risken. Även om det i grunden är välskötta företag anser vi att de blir svårare att värdera och investera i när spelreglerna kan förändras markant från en mandat-period till nästa.

För oss som investerare är kontinuitet viktigt. Bolagen måste ha förutsätt-ningar att bedriva sin verksamhet långsiktigt och kunna fatta strategiska beslut med rimlig förutsägbarhet. Poli-tisk stabilitet skapar bättre möjligheter för företag att investera, växa och planera för framtiden.

Det jämna valutfallet innebär att Sverige ännu inte har en ny regering.

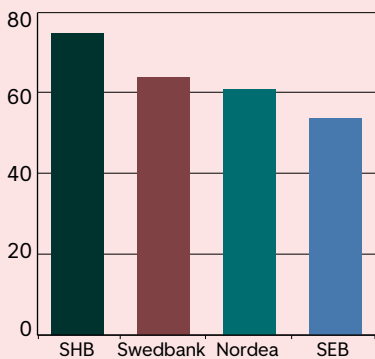
De rödgröna valvinnarna har förslag om högre skatter samt mer omfattande regleringar för bolag verksamma inom offentligfinansierade branscher.

En fråga som länge diskuterats från vänsterhåll är en särskild skatt på banksektorn. Den föreslagna utformningen framstår dock som mindre dramatisk än vad många befarat. Skatten väntas kopplas till bankernas räntenetto i Sverige, vilket innebär att Handelsbanken sannolikt är den mest exponerade storbanken.

Samtidigt närmar sig resolutions-reserven (krisbufferten för banker) sitt uppsatta mål, vilket kan innebära att avgiften som bankerna betalar till

SHB MEST EXPONERAT

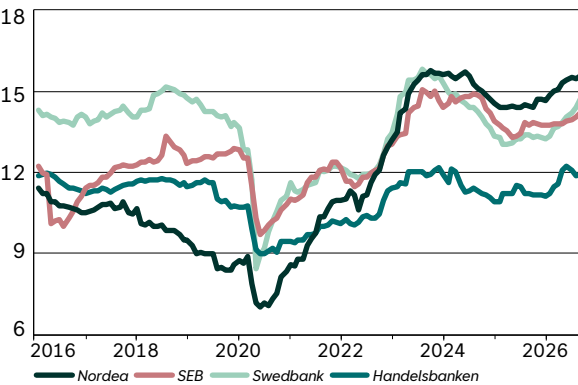
Räntenetto 2025, procent av intäkterna



systemet minskar. Därmed finns en möjlighet att den samlade skatte- och avgiftsbördan för banksektorn ändå avtar under kommande år.

HÖG LÖNSAMHET I BANKSEKTORN

Avkastning på eget kapital, procent



bolagets mycket starka halvårsrapport gav oss möjlighet att öka innehavet. Vi bedömer att den långsiktiga efterfrågebild som bolaget exponeras mot fortsatt är mycket intressant.

Trots kursuppgångarna bedömer vi att flera industri-bolag fortsatt är attraktiva investeringar. Förutsättningarna att leverera vinsttillväxt är goda, med starka orderböcker, robusta balansräkningar och stor exponering mot lång-siktiga investeringsteman. Kursuppgångarna vilar således på en stark fundamental grund, och är inte enbart ett resultat av multipelexpansion.

Även om investeringstakten inom AI skulle mattas av något framöver ser vi förutsättningar för fortsatt god ordertillväxt inom industrin. Efterfrågan är bred: Starkare ekonomisk utveckling i Europa och omfattande finanspolitiska satsningar skapar förutsättningar för ökade investeringar även utanför AI-relaterade områden. Även mot denna bakgrund väljer vi nu att övervikta verkstadssektorn.

Framåt ser vi fortsatt god potential i bankerna. En gradvis ökning av utlånings-volymerna och ett fortsatt relativt högt ränteläge ger stöd åt deras räntenetton. Trots den starka kursutvecklingen värderas sektorn alltså attraktivt.

Banker fortsatt väl positionerade

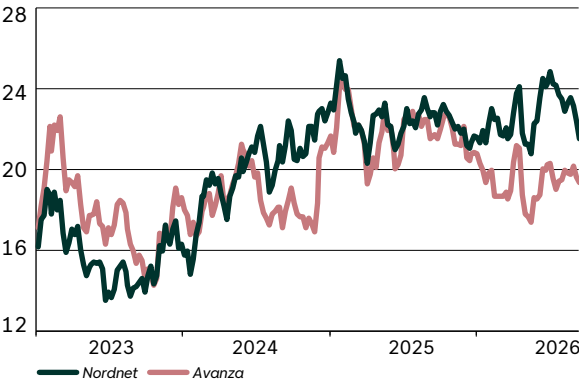
Banksektorn hade ett starkt fjolår på börsen. Efter en längre tids svag utveckling omvärderades sektorn i takt med att ränteläget normaliserades och lönsamheten förbättrades. Sektorns avkastning på eget kapital kring 15 procent (se graf till vänster), i kombination med attraktiva utdelningsnivåer, ger i våra ögon fortsatt goda förutsättningar för bankerna. Vi behåller därför vår övervikt i Nordea, Swedbank och SEB, vilka samtliga uppvisar en stark och relativt likartad lönsamhetsprofil. Bland dessa anser vi att Nordea har den starkaste positionen.

Handelsbanken har också utvecklats väl i år, men vi väljer att stå utanför aktien. Lönsamheten är lägre än hos övriga storbanker, samtidigt som bolåneexponeringen är högre. Konkurrenterna har varit bättre på att bygga upp kapitalletta intäktsströmmar inom exempelvis sparande och kapitalförvaltning. Därtill bedömer vi att Handelsbanken är mer exponerad för politiska risker. S-förslaget att bankskatten ska baseras på räntenettet skulle pressa bolånemarginalen – där har Handelsbanken störst exponering (läs mer i fakta-rutan på sidan 50 samt på sidan 26).

Framåt ser vi fortsatt god potential i bankerna. En gradvis ökning av utlåningsvolymerna och ett fortsatt relativt högt ränteläge ger stöd åt deras räntenetton. Trots den starka kursutvecklingen värderas sektorn alltså attraktivt, med ett genomsnittligt P/E-tal på omkring 11,6x och en direkt-avkastning på cirka 7,5 procent.

AVANZA BILLIGARE ÄN NORDNET

P/E-tal, 12 mån framåtblickande



Nätmäklare: vi adderar Avanza

I början av 2026 tog vi position i nätmäklaren Nordnet, i dag en av portföljens största övervikter. Vi är fortsatt positiva till bolaget, som utvecklats mycket starkt under året. Affärsmodellen kännetecknas av hög skalbarhet och stark lönsamhet, där det förvaltade kapitalet växer såväl organiskt, genom en expanderande kundbas, som via stigande börser. Därtill bidrar en hög andel gränsöverskridande handel till attraktiva valutarelaterade intäkter. Starka finansmarknader, hög kundtillväxt och ett fortsatt robust räntenetto har skapat goda förutsättningar för vinsttillväxt. Bolaget har dessutom en aktieägarvänlig kapitalallokering med återköp av egna aktier och en utdelningspolicy som syftar till att dela ut omkring 70 procent av vinsten.

Historiskt har vi föredragit Nordnet framför konkurrenten Avanza, främst till följd av bättre geografisk diversifiering, högre tillväxttakt och en större adresserbar marknad. Det motiverar dock inte riktigt den rabatt som Avanza under lång tid har handlats med jämfört med Nordnet. Under senare tid har Avanzas aktiekurs utvecklats svagare än Nordnets, och värderingsskillnaden har nu blivit omotiverat stor (se graf ovan). Vi ser en attraktiv riskjusterad avkastningspotential, varför även Avanza tagit plats i portföljen.

Småbolag: När kommer flödena?

Trots en gradvis förbättring i den svenska ekonomin har småbolagen utvecklats svagare än väntat. Utvecklingen har dock varit långt ifrån homogen, vilket skapat goda förutsättningar för aktiv förvaltning. Nyckeln har varit att identifiera attraktiva bolag med stark strukturell tillväxt och motståndskraftiga affärsmodeller.

Efter mer eller mindre stillastående småbolagsvinster 2023–2025 ser 2026 ut att kunna bjuda på ett trendbrott. DNB Carnegies analytiker räknar med vinsttillväxt för helåret på 16 procent, följt av lika hög tillväxt nästa år – bättre än storbolagens 9 procent för 2027.

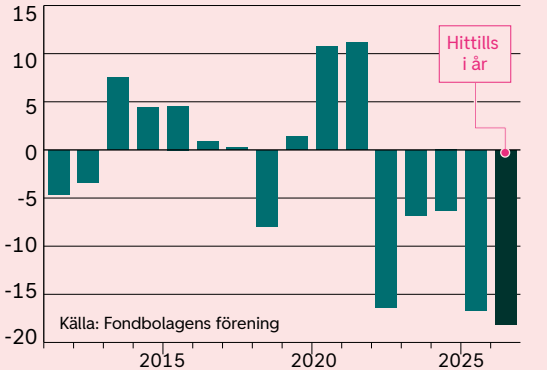
Trots bättre vinstutsikter handlas småbolagen vid drygt P/E 15 till en liten rabatt mot storbolagen vid P/E 16 på prognoserna för 2027. Historiskt har småbolagen handlats med en premie mot storbolagen på cirka 7 procent.

Att småbolagen utvecklats svagare än storbolagen kan förklaras av att vinstprognoserna behövt justeras ned (jämfört med upp för storbolagen), att den fleråriga trenden med utflöden ur småbolagsfonder består och att fastigheter nu får motvind genom högre räntor.

Selektivitet är fortfarande avgörande för att skapa överavkastning. Vi överviktar ännu inte småbolag brett, men har exempelvis Sdiptech, Bufab, Camurus och Bonesupport i vår portfölj.

INVESTERARNA HAR HÅLLIT SIG BORTA

Flöden i småbolagsfonder, 1 000 miljarder SEK



Räntebärande investeringar

Efter långränteuppgången har vi minskat undervikten och har neutral duration. Miljön gynnar företagsobligationer, men uppsidan är begränsad. Vi ser möjligheter på tillväxtmarknader och i Australien.

Det har varit ett utmanande år för globala obligations-investerare. Statsobligationer inledde 2026 starkt, men gav snabbt tillbaka avkastningen efter att kriget i Iran bröt ut och är nu ned 0,9 procent. Företagsobligationer har klarat sig något bättre: *investment grade* har avkastat -0,5 procent och *high yield* 1,8 procent. Den svaga utvecklingen förklaras av stigande statsobligationsräntor då kreditspreadarna för både *high yield* och *investment grade* har varit oförändrade under året, liksom konkursfrekvensen inom *high yield*.

EXPONERING

Förändringar sedan februari 2026

Statsobligationer



Investment grade



High yield



■ Aktuell vikt ■ Tidigare vikt

De stigande amerikanska långräntorna beror i mångt och mycket på att räntemarknaderna svängt från att ha prisat in räntesänkningar från centralbanken Federal Reserve (Fed) till att prisa in höjningar (se graf på motstående sida). Bakom skiftet ligger främst seglivad inflation, stigande energipriser och starkare tillväxt än väntat. För långa statsobligationer tillkommer oro för de enorma federala budgetunderskotten och hög statsskuld. Utbudet av statsobligationer har dessutom fått ny konkurrens från en rekordstor företagsupplåning för att finansiera AI-boomen. 30-åringen har brutit ur sitt handelsintervall, medan tioåringen fortfarande är inom sitt handelsintervall sedan 2023.

Statsobligationer: svag marknad

Noterbart är att hela ränteuppgången för tioåringen beror på stigande realräntor eftersom inflationsförväntningarna är oförändrade. De steg snabbt efter att Iran-kriget bröt ut, framför allt på kortare sikt (1–2 år), men har sedan kommit ned igen.

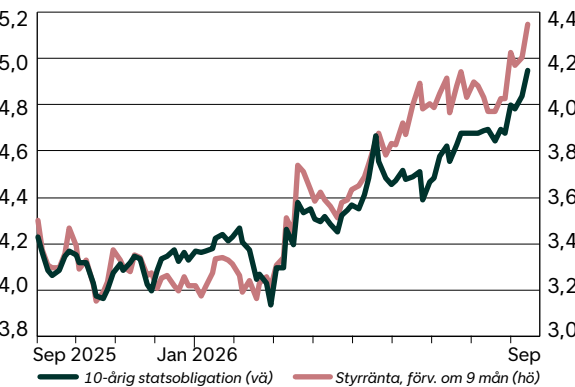
Aktuell portfölj

Positioner och förändringar

- Vi är neutrala statsobligationer och duration. Portföljen överviktar Australien och har kvar undervikten mot Japan.
- Inom *high yield* behåller vi övervikt mot Europa jämfört med USA.
- Vi behåller tillväxtmarknadsobligationer i lokal valuta, där flera länder har goda statsfinanser och utrymme att sänka styrräntan.
- Räntorna har stigit. Vi underviktar inte längre svenska och europeiska statsobligationer.

FED PÅVERKAR LÅNGRÄNTAN

Kort- och långränta, USA, procent



BoJ har i många år fört en politik med negativa räntor, kvantitativa lättnader och manipulation av räntekurvan – nu räknar marknaden med att detta fasas ut. BoJ höjde långt om länge styrräntan till 1 procent i juni och förväntas höja ytterligare tre gånger de närmaste tolv månaderna. Samtidigt har premiärminister Sanae Takaichi styrt Japan mot en mer expansiv och proaktiv finanspolitik, och ersatt rigida regler för att minska budgetunderskottet med fleråriga investeringsplaner som ska öka den ekonomiska tillväxten.

Neutral duration

Även om avkastningen i år varit föga upplyftande, är den goda nyheten att räntenivåerna nu är högre, vilket ökar avkastningspotentialen. Vi väljer att vara neutrala duration, men kan överväga att gå långa om räntorna fortsätter att stiga. Vi är neutrala amerikanska, europeiska och svenska obligationer, underviktar japanska och överviktar australiensiska.

USA: inflation är nyckeln

Vi bedömer att inflationsutsikterna i USA kan förbättras. Trots alla kriser och utbudsstörningar de senaste åren med pandemi, Rysslands invasion av Ukraina, president Donald Trumps handelskrig och kriget i Iran, är den amerikanska kärninflationen förvånansvärt låga 2,4 procent (mätt som

För att dämpa ränteuppgången har USA:s finansdepartement intervenerat genom att öka sina obligationsköp i det program som ursprungligen lanserades för att förbättra likviditeten på marknaden. Effekterna syns dock inte så mycket på räntemarknaderna som i den svagare dollarn.

ECB redo att höja mer

Även i Europa har marknaderna prisat om förväntningarna på ECB och drivit upp långräntorna. I början av året förväntades centralbanken ligga still med styrräntan, men nu har ECB höjt styrräntan till 2,5 procent och förväntas höja minst en gång till i år.

Utöver stramare penningpolitik och generellt uppåttryck från globala räntor driver olika landsspecifika faktorer upp de långa statsobligationsräntorna i Europa:

- I **Tyskland** ökar inflationsförväntningarna på grund av växande budgetunderskott med hög statlig upplåning och stigande energipriser.
- I **Frankrike** drivs ränteuppgången av stigande realräntor på grund av dålig finanspolitisk disciplin, hög skuldsättning och inrikespolitisk osäkerhet inför presidentvalet i april.

Riksbanken väntas höja

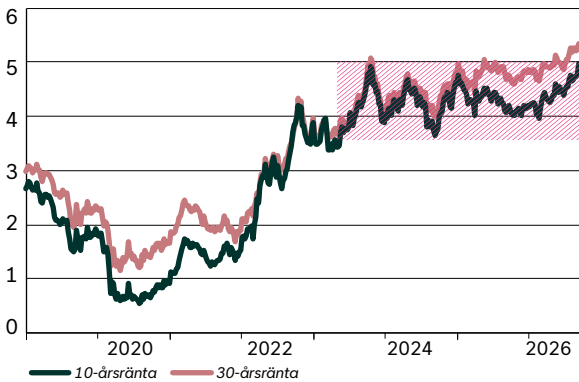
Den svenska obligationsmarknaden tillhör dem som klarat sig bäst och uppvisat svagt positiv avkastning. Förväntningarna på Riksbanken har också förändrats minst under året. I början av 2026 var förväntningarna på Riksbanken 50/50 för en höjning, medan marknaden nu bestämt sig för att det blir en höjning i slutet av året.

Bank of Japan mot ny policy

Den sämsta obligationsmarknaden är dock Japan, ned 2,7 procent i år. Landets obligationsräntor har stigit till de högsta nivåerna på närmare tre decennier, och tioåringen har klättrat till över 2,9 procent. Dyrare energi och löneökningar har drivit inflationen till nivåer nära Bank of Japans (BoJ) mål på 2 procent.

UTBROTT PÅ STÖKIG RÄNTEMARKNAD

Obligationsräntor i USA, procent



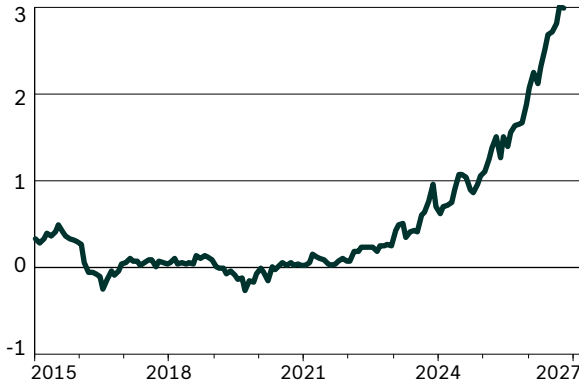
konsumtprisindex exklusive mat och energi). Även marknadens inflationsförväntningar är normala. Lyfter inflationen gör främst stigande bostadskostnader, som är en eftersläpande indikator. Förhållandena på bostadsmarknaden ändras – höga boräntor och lägre invandring talar för att bostadsinflationen fortsätter att falla.

Vi tror inte att USA:s arbetsmarknad underblåser inflationen. Lönerna utgör den klart största kostnaden för amerikanska företag och arbetsmarknaden är därför viktig för inflationsutvecklingen. USA:s arbetslöshet faller, men den låga nivån 4,1 procent är något missvisande, eftersom nedgången förklaras av att arbetskraftsdeltagandet sjunkit till 61 procent – den lägsta nivån sedan 1970-talet (exklusive pandemiåren). Till stor del beror detta på en åldrande befolkning, men det kan också signalera ökade svårigheter att få ett jobb och att arbetssökande ger upp

Om inflationen fortsätter nedåt kommer marknaden att förvänta sig en mjukare Fed-politik, vilket borde ge stöd åt långa obligationer. Osäkerheten kring energimarknaderna och kriget i Iran talar dock för att vara neutralt positionerad.

LÅNGT FRÅN NOLL, MEN FORTSÄTTER STIGA

10-årig statsobligationsränta, Japan, procent



Europa: orosmoln hopas

I Europa lutar vi åt att ECB levererar färre räntehöjningar än vad marknaderna för närvarande prissätter. Samtidigt tynger energikrisen och försvarsutgifterna de offentliga finanserna och utbudet av statsobligationer förväntas öka. Det finns fortfarande många orosmoln – såsom krig i Mellanöstern, ECB:s penningpolitik och enskilda länders statsfinanser – som kommer att ge avtryck på obligationsmarknaderna.

Sverige: mot normaliserad styrränta

Låg svensk inflation har möjliggjort för Riksbanken att behålla styrräntan oförändrad i år, vilket har dämpat långränteuppgången. Tillväxten är dock respektabel och inflationen har börjat stiga igen. Det finns således skäl att börja normalisera den fortfarande något expansiva penningpolitiken, och förhindra att inflationsförväntningarna stiger för högt.

DNB Carnegies prognos är att Riksbanken genomför en första höjning i december, och sedan följer upp med två höjningar till under 2027. Detta skulle ta styrräntan till 2,50 procent, vilket är vad marknaden prisar in. Vi ser därför ingen anledning att undervikta svenska räntepapper i ett globalt perspektiv.

Japan: avvaktar stramare penningpolitik

Vi fortsätter att undervikta japanska statsobligationer. I början av året minskade vi undervikten något, vilket i efterhand visat sig vara fel. Marknaden har prisat in nästan två räntehöjningar från BoJ i år och ytterligare två under 2027, vilket skulle ta styrräntan till 2 procent. Om BoJ överraskar med att höja snabbare skulle vi bli mer optimistiska och överväga att gå till neutral position, men det är inte vårt huvudscenario.

Australien: inga fler räntehöjningar

Reserve Bank of Australia har redan höjt styrräntan tre gånger i år och förväntas höja en gång till i september eller november till 4,6 procent. Vi bedömer att risken för ytterligare höjningar är liten och att nästa steg i stället blir

räntesänkningar. Australiensiska statsobligationer borde därför släpa efter i eventuella ränteuppgångar, men överavkasta om globala långräntor faller. Vi överviktar fortsatt australiensiska statsobligationer.

Företagsobligationer: bra miljö, begränsad uppsida

Kreditspreadarna för *investment grade* och *high yield* är fortsatt låga och begränsar uppsidan. Däremot är den löpande ränteavkastningen bra eftersom underliggande statsobligationsräntor kommit upp. Den löpande ränteavkastningen för globala företagsobligationer med *investment grade*-betyg är 3,5 procent, för *high yield* 5,7 procent (i kronor).

Företagsobligationer gynnas fortfarande av stabil ekonomisk tillväxt, starka balansräkningar och god efterfrågan från

AI-lånarna stöper om räntemarknaden

AI-relaterade investeringar väntas uppgå till flera tusen miljarder dollar under de kommande åren. Det samlade investeringsbehovet hos de så kallade *hyperscaler*-bolagen (Amazon Web Services, Microsoft Azure med flera) bedöms uppgå till runt 800 miljarder dollar i år och överstiga 1 000 miljarder dollar per år under 2027–2030.

Hittills har investeringarna till stor del finansierats av bolagens operativa kassaflöden, men i fjol började bolagen ta in kapital från aktie- och kreditmarknaderna.

Under 2025 emitterade *hyperscalers* företagsobligationer för över 100 miljarder dollar, en kraftig ökning från knappt 20 miljarder dollar 2024. För helåret 2026 bedöms företagsemissionerna landa strax under 300 miljarder dollar.

Inkluderas den bredare AI-sektorn, inklusive halvledar- och kraftbolag, ökar skuldfinansieringen till över 500 miljarder dollar i år.

Fram till 2030 förväntas cirka 2 000 miljarder dollar finansieras via företagsobligationsmarknaderna.

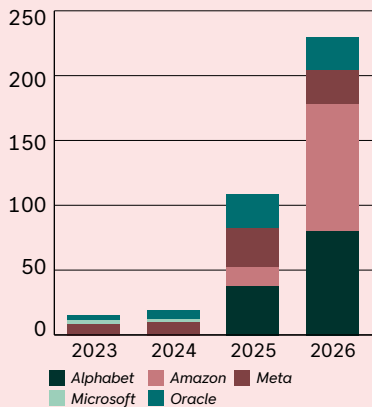
Det är naturligt att expanderande bolag lånar, men för ränteinvesterare förändras marknaden karaktär då bolagen primärt är *investment grade*-ratade.

• Tekniksektorns vikt i *investment grade*-index ökar, vilket gör att koncentrationsrisk – tidigare främst förknippad med aktiemarknaden – även blir mer relevant i obligationsportföljer.

• Durationen påverkas. De obligationer som emitterats i år har haft en genomsnittlig löptid på över 14 år, vilket ökar marknaden räntekänslighet.

LÅNAR I HYPERSKALA

Obligationsemissioner, miljarder dollar



• En växande del av finansieringen sker även via *private credit* och strukturer utanför balansräkningen. Det komplicerar bilden och gör den faktiska riskexponeringen för långivaren svårare att överblicka.

investerare. Företagens resultat och kassaflöden har överlag varit robusta och refinansieringsrisken bedöms som hanterbar tack vare begränsade förfall de närmaste åren.

Den globala konkursfrekvensen inom *high yield* ökade marginellt under början av året, men har därefter stabiliserats. Sammantaget signalerar kreditvärderingsinstituten att kreditförlusterna förblir hanterbara och nära historiska genomsnitt.

AI-utbyggnad kan påverka kreditbetyg

Precis som aktiemarknaden har den globala företagsobligationsmarknaden präglats av den accelererande AI-utbyggnaden med dess enorma investeringsbehov. Globala teknikbolag, däribland så kallade *hyperscalers*, väntas emittera skuldinstrument om flera hundra miljarder dollar för att finansiera datacenter, elinfrastruktur och annan AI-relaterad kapacitet. Dessa bolag har generellt höga *investment grade*-betyg. Det finns dock en växande diskussion kring om kreditbetygen på sikt kan börja pressas av de omfattande investeringarna och den ökande skuldsättningen (se faktaruta på sidan 57).

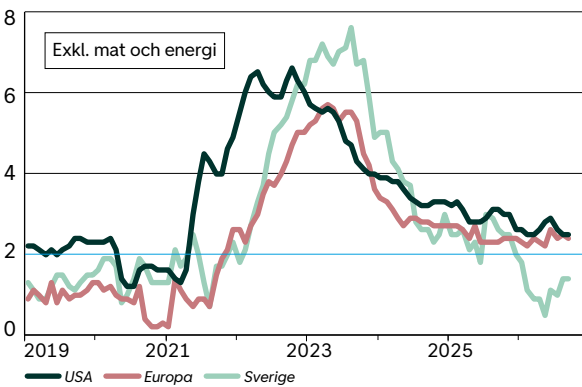
Fördel aktiv förvaltning

Högre räntor, AI-relaterad omställning och geopolitisk osäkerhet gör att skillnaderna mellan företag och olika sektorer kan öka framöver. Bolag med starka balansräkningar, goda kassaflöden och affärsmodeller som drar nytta av den nya investeringscykeln förväntas utvecklas väl, medan emittenter med höga finansieringsbehov eller strukturella affärsutmaningar riskerar att halka efter. Detta stärker argumenten för aktiv förvaltning, där djup kreditanalys och noggrann emittentsелеktion blir allt viktigare för att skapa överavkastning.

Givet den höga värderingen ser vi inte ett läge att ta ut svängarna för mycket, och är neutralt positionerade mellan *investment grade* och *high yield*. Inom *investment grade* har vi gått neutrala mellan USA och Europa, medan vi behåller övervikten mot Europa inom *high yield*, där den löpande ränteavkastningen fortfarande är högre jämfört med USA.

KÄRNINFLATION ÄNNU ÖVER MÅLET

Konsumentprisernas utveckling, procent



Överviktat tillväxtmarknadsobligationer

EM-obligationer i lokal valuta har visat sig anmärkningsvärt motståndskraftiga trots konflikter i Mellanöstern, energi-relaterade störningar och geopolitisk osäkerhet. Samtidigt har skillnaderna mellan olika länder ökat. Oljeexporterande ekonomier har gynnats av starkare statsfinanser och förbättrade bytesbalanser, medan oljeimportörer har blivit mer känsliga för inflation och högre importkostnader. Fokus har därför förskjutits mot noggrann landsselektion, varvid trovärdig penningpolitik, sunda statsfinanser och attraktiva realräntor blir centrala faktorer. Obligationer i lokal valuta framstår som särskilt intressanta på flera marknader, där inflationen faller och centralbankerna har utrymme att gradvis sänka räntorna utan att äventyra makroekonomin.

Inför resten av året riktas marknadens uppmärksamhet mot inflation, räntor och utvecklingen i Mellanöstern. Ovan nämnda osäkerhetsfaktorer kan orsaka perioder av volatilitet, men den övergripande bilden för kredittillgångar förblir skaplig. Kombinationen av attraktiv löpande avkastning, fortsatt ekonomisk motståndskraft och i grunden starka balansräkningar talar för att såväl *investment grade* som *high yield* och tillväxtmarknadsobligationer i lokal valuta fortsatt kan erbjuda intressanta möjligheter för investerare som kombinerar disciplinerat risktagande med aktiv förvaltning.

Alternativa investeringar

Alternativa investeringar har medvind. Aktiefokuserade strategier har utvecklats starkt under året, medan global macro har varit en besvikelse. Vi har ökat exponeringen mot carry-strategier samt distressed debt.

Vår positiva syn på marknadsmiljön för alternativa investeringar har hittills under året visat sig välgrundad. Marknaderna har präglats av betydande rotationer och rörelser, drivna av geopolitisk osäkerhet, AI-temat och en ökande dispersion mellan bolag och sektorer. Portföljen har gynnats av denna miljö med starka bidrag från flera förvaltare och strategier. Särskilt aktie lång/kort-strategier har utvecklats väl under året, men även *merger arbitrage* har gynnats av en mer aktiv marknad för företagsförvärv och transaktioner.

Ett tema som vi lyft i tidigare strategirapporter är de koncentrationsrisker som byggts upp inom de mest populära

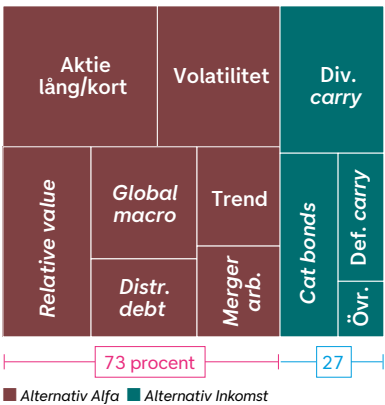
investeringsområdena. När stora kapitalflöden samlas kring ett begränsat antal teman ökar risken för snabba och kraftiga positioneringsförändringar under stressade marknadsförhållanden. Ett bra exempel är den amerikanska hedgefonden Situational Awareness (se faktaruta på sidan 61).

Överlag blev juli blev en utmanande månad för hedgefondsektorn. Mot den bakgrunden är det särskilt glädjande att vår portfölj stod emot turbulensen väl och levererade positiv avkastning i juli. En viktig förklaring är att vi diversifierat portföljen mellan olika strategityper, riskkällor och förvaltare för att minska exponeringen mot enskilda teman och koncentrationsrisker. Det ger en mer stabil avkastningsprofil över tid.

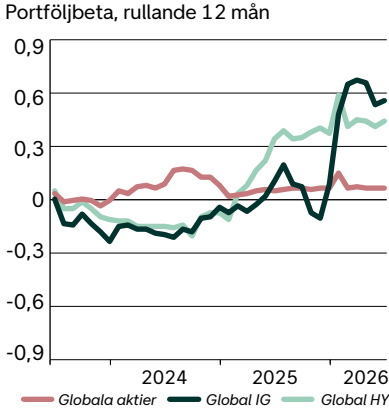
Portföljförändringar: mer carry

Under året har vi genomfört flera förändringar i portföljen. En av de mest betydande var att under marknadsturbulensen i mars öka exponeringen mot de systematiska *carry*-strategier som introducerades i fjol. Dessa syftar till att

PORTFÖLJANALYS



PORTFÖLJENS KÄNSLIGHET



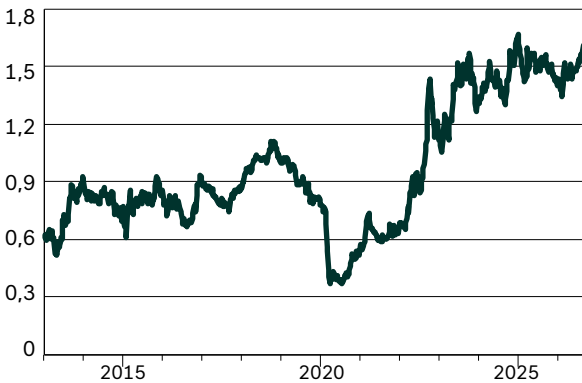
Aktuell portfölj

Positioner och förändringar

- Geopolitik och makroekonomisk osäkerhet skapar volatilitet och möjligheter att ta positioner
- Carry-strategier har haft ett starkt år och vi ökade allokeringen i samband med Iran-kriget.
- Ett sämre år för *global macro*, men bra miljö med hög dispersion inom och mellan marknader.

STÖRRE SPRIDNING I OBLIGATIONSRÄNTOR

Standardavvikelse, 10-årsränta, utvalda utvecklade länder



generera avkastning från olika former av riskpremier över flera tillgångsslag och är konstruerade för att komplettera varandra ur ett riskperspektiv.

God avkastning från exponering mot volatilitet

Två av strategierna har exponering mot volatilitet, och perioder med kraftigt stigande volatilitet har historiskt skapat attraktiva investeringsmöjligheter. Så även denna gång. Sedan ökningen i mars har strategierna genererat avkastningar på cirka 16 respektive 5 procent. Sammantaget utgör de omkring 16 procent av portföljen.

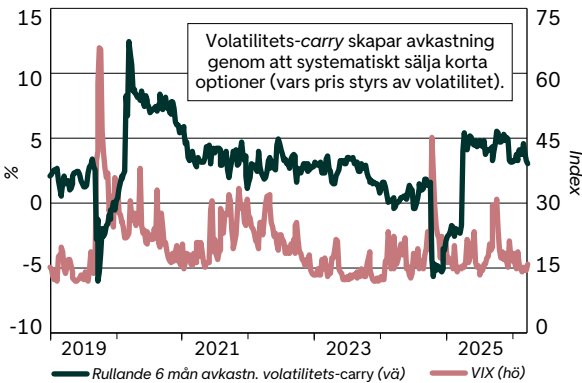
Distressed debt med defensiv profil

Under året har vi även ökat exponeringen mot *distressed debt*. Strategin investerar i krediter och kapitalstrukturer hos bolag som befinner sig i finansiell stress, där värdepapper ofta handlas långt under nominellt värde. Den externa förvaltare vi anlitar hade en stark start på året, men utvecklingen efter andra kvartalet har varit mer dämpad och endast genererat svagt positiv avkastning.

Den främsta förklaringen är en medvetet defensiv positionering. Förvaltaren anser att dagens kreditspreadar är alltför låga i förhållande till risken. Trots geopolitisk osäkerhet och återkommande marknadsoro har kreditspreadarna på

STRESSAD MARKNAD = BRA INGÅNGSLÄGE

Rullande avkastning, volatilitets-carry samt VIX-index



aggregerad nivå förblivit historiskt låga. Samtidigt ökar skillnaden mellan enskilda emittenter, vilket normalt skapar goda förutsättningar för den här typen av specialistförvaltning.

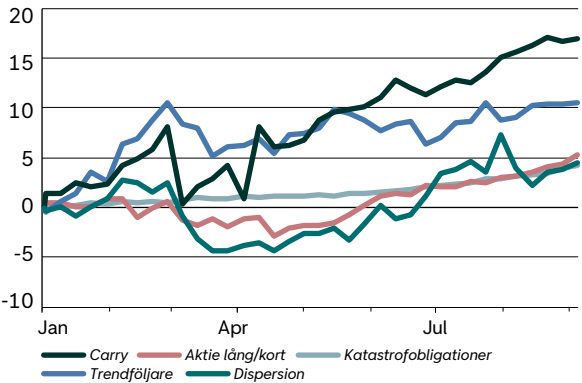
Vi har fortsatt ett starkt förtroende för förvaltaren, vars fond vi varit investerade i sedan 2020. Historiken visar på en god förmåga att generera avkastning i mer utmanande kreditmiljöer samt att skydda kapitalet under perioder av marknadsstress. Den försiktiga positioneringen har kort-siktigt påverkat avkastningen negativt, men ligger samtidigt väl i linje med förvaltarens långsiktiga riskhantering.

Global macro tyngde portföljen

Portföljen har även belastats av exponeringen mot *global macro*, en strategi som tar positioner i aktier, räntor, valutor och råvaror baserat på makroekonomiska och marknads-mässiga bedömningar. Inför året hade vi höga förväntningar på strategin då vi såg förutsättningar för stora marknads-rörelser till följd av geopolitisk osäkerhet, betydande makro-ekonomiska skiften och den amerikanska administrationens ekonomiska politik. Även om dessa förutsättningar i hög grad har infriats har förvaltaren inte lyckats kapitalisera på utvecklingen i den utsträckning vi förväntade oss. Avkastningen har framför allt påverkats negativt av positioner på de globala räntemarknaderna, vilka under året präglats av

GYNNSAM MILJÖ FÖR FLERTALET STRATEGIER

Avkastning i år, urval av underliggande förvaltare, procent



kraftiga rörelser kopplade till konflikten i Iran och förändrade inflations- och ränteförväntningar.

Vi ser fortsatt goda förutsättningar för *global macro*. De ökande skillnaderna mellan länders tillväxt, inflation, finans-politik och centralbanksagerande har ökat dispersionen, med attraktiva möjligheter att ta relativa positioner, exempelvis långa i svenska statsobligationer och korta i amerikanska.

Ökad dispersion gynnar *stock* och *credit pickers*

Vi ser fortsatt goda avkastningsutsikter för alternativa investeringar. AI-investeringar, geopolitisk osäkerhet och makroekonomiska förändringar fortsätter att skapa rörelse, volatilitet och ökande skillnader mellan vinnare och förlorare, vilket gynnar många hedgefondstrategier. Samtidigt blir miljön för *stock picking* och *credit picking* allt bättre. Skillnaderna i utveckling mellan bolag, sektorer och krediter ökar, vilket skapar fler möjligheter för aktiva förvaltare att generera avkastning oberoende av riktningen för marknaden i stort.

AI-investeringar, geopolitisk osäkerhet och makroekonomiska förändringar skapar rörelse, volatilitet och dispersion. Det gynnar många hedgefondstrategier. Samtidigt blir miljön för *stock picking* och *credit picking* allt bättre.

Ett stresstest av AI-aktier

Den amerikanska hedgefonden Situational Awareness, grundad av Leopold Aschenbrenner, tvingades under juli avveckla större delen av sin publika aktieportfölj. Fonden hade dessförinnan uppvisat en exceptionell utveckling med en rapporterad avkastning på 439 procent sedan årsskiftet fram till slutet av juni 2026, främst drivet av koncentrerade och högbelånade investeringar inom AI-infrastruktur, halvledare och energirelaterade bolag.

Under juli föll flera av fondens största innehav kraftigt samtidigt som vissa korta positioner utvecklades negativt. Den höga belåningen ledde till omfattande *margin calls* och ett akut behov av likviditet, vilket resulterade i att huvuddelen av den publika aktieportföljen såldes till Ken Griffins hedgefond Citadel. Enligt medieuppgifter hade hedgefonden rasat från 45 miljarder dollar på toppen till omkring 10 miljarder.

Tyskfödde Leopold Aschenbrenner hoppade över flera år i den tyska skolan och började därefter studera matematisk statistik vid Columbia-universitetet i USA. 2021 tog han examen som kursetta. Under 2023-2024 arbetade han som AI-forskare på Open AI, men tvingades lämna anklagad för att dela konfidentiell information.

Aschenbrenner hävdade att han bara påpekat problem med företagets säkerhetsarbete.

Senare under 2024 publicerade han det uppmärksammade AI-manifestet *Situational Awareness* som fokuserade på AGI (*artificial general intelligence*, artificiell allmän intelligens) och riskerna kopplade till det. Hans hedgefond som lanserades sommaren 2024 delade namn med manifestet.



Våra förvaltningsprinciper

DNB Carnegie använder olika byggstenar i förvaltningen som utifrån dina individuella förutsättningar och preferenser sätts samman till en unik portfölj.

Med utgångspunkt i strategisk tillgångsallokering formas en väldiversifierad investeringsportfölj, vilket är den enskilt viktigaste faktorn för att uppnå god förmögenhetstillväxt över tid, visar forskning. Vad som är rätt portfölj beror på varje persons unika mål, riskaptit, tidshorisonger med mera. Därför börjar vi på DNB Carnegie alltid med att grundligt lära känna dig som investerare. Först därefter kan vi hjälpa dig att sätta samman din individuella investeringsportfölj av ett antal olika byggstenar, som var och en har sin egen tidshorisont och funktion. Syftet är att du ska känna dig trygg med din portfölj och klara marknadens tillfälliga svängningar.

Aktiv allokering

På DNB Carnegie använder vi oss av *top-down*-baserad tematisk allokeringsförvaltning.

- *”Top-down”* innebär att vi utifrån en global, makroekonomisk syn på finansmarknaderna bedömer förutsättningarna för olika tillgångsslags framtida utveckling.
- *”Tematisk”* innebär att vi inom respektive tillgångsslag identifierar trender och teman som kommer att vara särskilt drivande för utvecklingen.
- *”Allokeringsförvaltning”* innebär att vi därefter antingen rådger dig som kund om hur du ska fördela ditt kapital mellan olika tillgångsslag, eller sköter detta åt dig via diskretionära förvaltningsuppdrag.

Skräddarsytt erbjudande

Oavsett om du vill låta din rådgivare ansvara för den dagliga förvaltningen eller fatta besluten själv har DNB Carnegie lösningar som passar dig.

Diskretionär förvaltning

DNB Carnegie har ett mycket omfattande diskretionärt kapitalförvaltningserbjudande, där du tillsammans med din rådgivare sätter samman ett ramverk för hur förvaltningen ska bedrivas för just dig. Förvaltningen hanteras därefter löpande av DNB Carnegie. Du följer din portföljs utveckling via internet, månadsrapporter, strategidokument eller enskilda möten med din rådgivare.

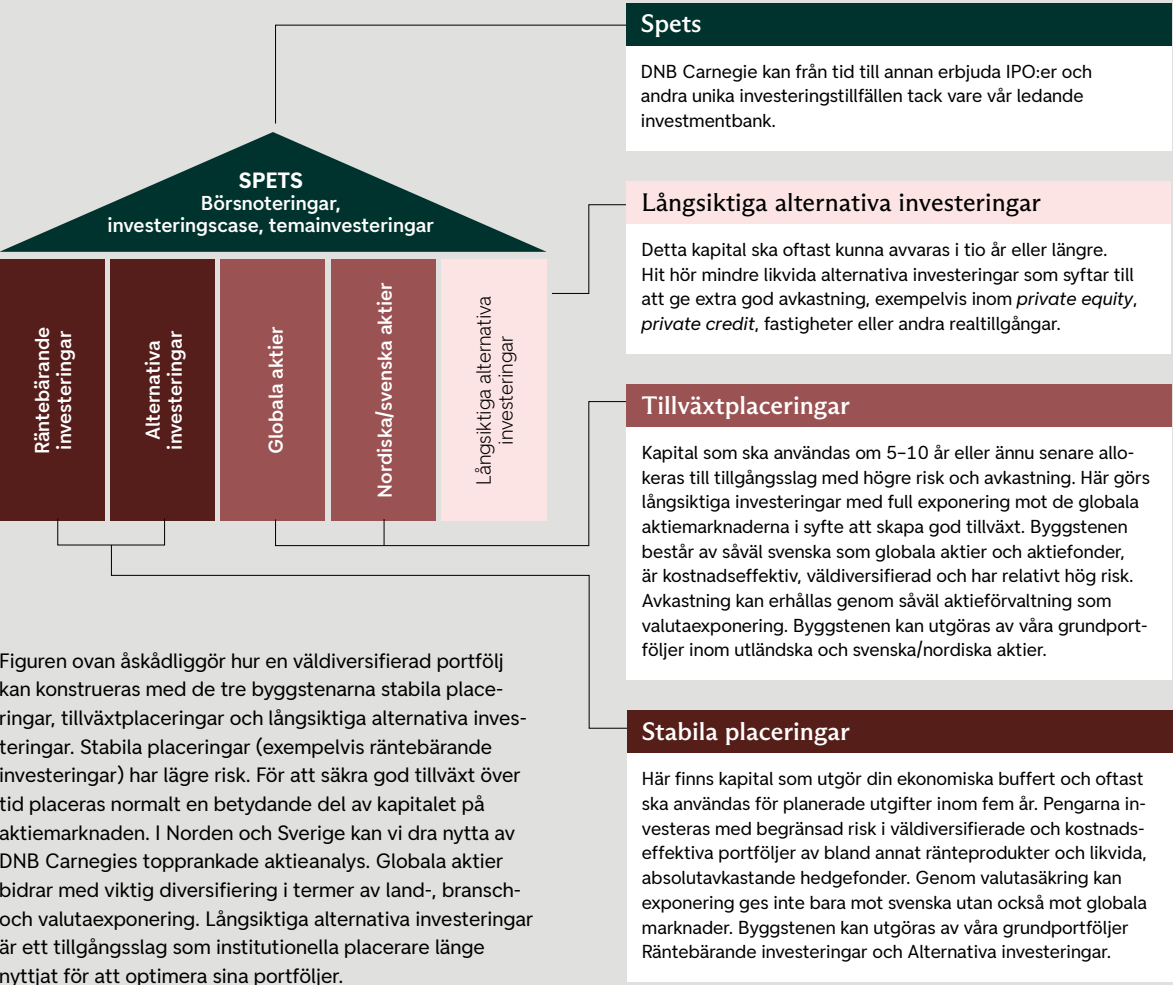
Rådgivande förvaltning

För dig som vill ta en aktiv roll i förvaltningen i samråd med rådgivare eller mäklare erbjuder vi rådgivande förvaltning. Vi har korta beslutsvägar och enkla processer, både i arbetet med dig som kund och i vår förvaltning. Genom oss får du tillgång till DNB Carnegies topprankade analys.

Aktiemäklari

Är du intresserad av aktiv aktiehandel kan du anlita en av våra mäklare som diskussionspartner. Utöver din mäklarkontakt får du tillgång till DNB Carnegies samlade analys genom internettjänsten DNB Carnegie Online.

DNB Carnegies förvaltningsmodell
Portföljkomponenter



Disclaimer

Viktig information

DNB Carnegie Investment Bank AB (DNB Carnegie) är en nordisk investmentbank med verksamhet inom områdena Securities, Research, Investment Banking, Fonder och Private Banking. DNB Carnegies verksamheter står under kontinuerlig tillsyn av Finansinspektionen i Sverige och av dess motsvarigheter i andra länder där DNB Carnegie bedriver verksamhet.

Intressekonflikter

DNB Carnegie strävar efter att, genom att tillämpa fasta rutiner, undvika intressekonflikter såväl mellan DNB Carnegie och dess kunder som inom DNB Carnegie. Det finns interna regler för hur eventuella intressekonflikter ska hanteras. Syftet med rutinerna är att kunderna ska behandlas rättvist. DNB Carnegie vill emellertid informera om att DNB Carnegie, vid sitt erbjudande av olika typer av tjänster till sina kunder, kan komma att göra bl.a. följande:

- Vara ekonomisk rådgivare till bolag i vars aktier (eller andra finansiella instrument) en kund uppdrar åt DNB Carnegie att utföra värdepapperstransaktioner. Rådgivningen kan vara knuten till uppdrag åt DNB Carnegie att bistå bolaget vid kapitalanskaffning, uppköpserbjudanden eller liknande. DNB Carnegie kan även ha andra affärsrelationer med bolaget.
- Handla för egen räkning (exempelvis till följd av åtaganden som *market maker*) i finansiella instrument i vilka en kund uppdrar åt DNB Carnegie att utföra värdepapperstransaktioner. Detta innebär bland annat att DNB Carnegie kan komma att ha positioner i instrumentet ifråga samt inträda som motpart till kunden vid affärsavslut.

Eventuella intressekonflikter hanteras enligt DNB Carnegies rutiner och interna regelverk. DNB Carnegies avdelning för Investment Banking erhåller från tid till annan uppdrag eller affärsmöjligheter av emittenter. Därför bör kunden vara medveten om att DNB Carnegie kan komma att få ekonomisk ersättning av en emittent omnämnd i detta dokument. Vare sig DNB Carnegies analytiker eller deras närstående får, under längre tid än en övergångsperiod, inneha värdepapper i en emittent för vilken en affärsrekommendation har utarbetats. Förvaltaren får äga innehav som portföljen investerar i.

Källor

Data i detta dokument härrör bl.a. från Bloomberg, Macrobond och DNB Carnegie Research. DNB Carnegie har nedlagt tillbörlig omsorg för att innehållet i detta dokument ska vara korrekt och inte missvisande, men garanterar inte att uppgifterna är tillförlitliga eller fullständiga. De framtidsutsikter avseende värdepappersmarknaden som framförs i detta dokument kanske inte infrias. DNB Carnegie friskriver sig från allt ansvar – även i händelse av vårdslöshet – för direkt eller indirekt förlust, av vilket slag som helst, som kund eller tredje man åsamkas på grund av, eller hänförligt till, innehållet i detta dokument.

Ansvar

Detta dokument tillhandahålls endast som allmän information. Det får inte användas eller betraktas som en uppmaning, en rekommendation eller ett råd att köpa eller sälja aktier eller andra finansiella instrument. Detta dokument tar inte hänsyn till den enskilda kundens ekonomiska situation, syfte med investeringarna eller andra specifika behov. Kunden bör söka finansiell rådgivning avseende lämpligheten i det enskilda fallet av tilltänkta värdepappersinvesteringar och handel med aktier eller andra finansiella instrument som

nämns eller åsyftas i detta dokument. Kunden bör därför betrakta detta dokument som ett av flera underlag inför ett investeringsbeslut. Andra källor att beakta är exempelvis marknadsnyheter och fundamental analys.

Handel med värdepapper är förknippad med risker. Historisk avkastning är ingen garanti för framtida avkastning. Kunden ska vara införstådd med följande:

- Placeringar och andra positioner i finansiella instrument sker på kundens egen risk.
- Kunden behöver sätta sig in i de regler som gäller för handel med finansiella instrument, i synnerhet de finansiella instrument som kunden avser att handla i.
- Vid handel med finansiella instrument ska kunden kontrollera avräkningsnotan och omgående reklamera eventuella fel till DNB Carnegie.
- Kunden ska fortlöpande bevaka värdeförändringar på innehav av och positioner i finansiella instrument.
- Kunden ska själv initiera de åtgärder som erfordras för att minska förlustrisken på egna placeringar och andra positioner.

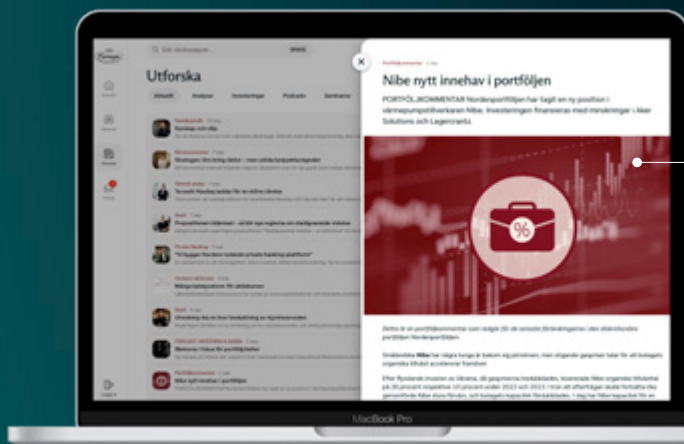
Innehållet i detta dokument är sammanställt av Investment Strategy, DNB Carnegie Private Banking.

Ansvarig utgivare är Brian Cordischi.
Innehållet i detta dokument är skyddat av upphovsrätt och får inte utan DNB Carnegies tillstånd kopieras, distribueras eller publiceras.

Digital *private banking* med spets.

En tydligare bild av din förmögenhetsutveckling. Fler insikter. Bättre beslutsunderlag. Nu tar DNB Carnegie din digitala *private banking*-upplevelse till nästa nivå.

Vi adderar nya funktioner löpande. Upptäck dem genom att logga in på dnbcarnegie.se.



Portföljkommentarer

Som kund med diskretionär förvaltning hittar du aktuella kommentarer från DNB Carnegies förvaltare direkt på vår digitala plattform.

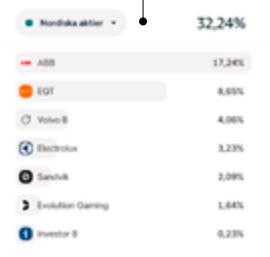
Mer data, fler insikter

Den nya insiktsfiken ger dig en bättre bild av din allokering, aktuella exponeringar samt data kring utdelningar – på den detaljnivå du önskar.

Allokering



Allokering



Utdelningar

Totalt utbetalt
245 683 SEK



Räntekuponger

Totalt utbetalt
685 863 SEK

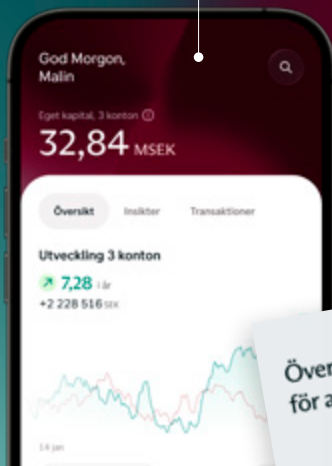


Bättre kontoöversikt

Du möts av en modern, intuitiv och lättjobbad kontovy. Alla väsentliga uppgifter syns direkt och graffunktionen har vässats rejält.

Lättare jämförelser

Den nya portföljrapporten gör det enklare att följa din förmögenhetsutveckling och jämföra den mot utvalda index.



Exponering

Översikt och utveckling för alla konton

Diskretionär portfölj

Konto: 2838472

1 år Marknadsvärde

54 272 823 SEK

45,1% Översikt 0,1%

Globala aktier

22,4% Översikt 0,1%

Likvida alternativa

0,2% Översikt 0,1%

Globala aktier

22,4% Översikt 0,1%

Globala aktier

Globala aktier

22,4% Översikt 0,1%

Likvida alternativa

0,2% Översikt 0,1%

Globala aktier

22,4% Översikt 0,1%

Likvida alternativa

0,2% Översikt 0,1%

Globala aktier

22,4% Översikt 0,1%