

DISRUPTIV KRAFT.



Trump har gjort entré. Spelreglerna är ovissa, men marknaden optimistisk.
Kinesiska AI-uppstickare stökar inom tech. Vad händer härnäst?
En snabbväxande miljö med mer spridda utfall gynnar aktiv förvaltning.

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 början av februari 2025.

AI-genererad omslagsbild: Microsoft Copilot

Redaktion:

Brian Cordischi *Ansvarig utgivare*
Chief Investment Officer (CIO), Carnegie
brian.cordischi@carnegie.se

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

Joakim Karlsson
Portföljförvaltare
joakim.karlsson@carnegie.se

Helena Haraldsson
Makroanalytiker
helena.haraldsson@carnegie.se

Martin Theimer
Investeringsstrateg
martin.theimer@carnegie.se

Johan Grip
Portföljförvaltare
johan.grip@carnegie.se

Niklas Lindeke
Portföljförvaltare
niklas.lindeke@carnegie.se

Jens Öhlund
Portföljförvaltare
jens.ohlund@carnegie.se

Johan Högberg
Redaktör
johan.hogberg@carnegie.se

Joakim Braun
Art director
redaktionen@carnegie.se

ALLOKERING OCH PORTFÖLJSTRATEGI

Våren 2025

Innehåll

Inledning	5
Sammanfattning	6
Affärsförslag	8

Investeringsklimat	10
---------------------------------	----

USA växer stabilt • Trump-tullar och Deep Seek ökar osäkerheten
• Räntesänkningar ger stöd i Europa • Det våras för bygg och handel i Sverige • Gröna skott i Tyskland • Stimulanser kan lyfta svagt Kina • Optimistiska vinstprognoser • Hög realränta en börsrisk

Analys: Trump-tullarna: tre scenarier	18
--	----

Portföljstrategi	22
-------------------------------	----

Aktier ned till neutral vikt • Flera orosmoln i USA • Tullar en risk för tillväxt och inflation • Börser nära rekordnivåer – hög värdering i USA • Aktieövertikt i Spanien, hälsovård och amerikanska banker
• Leveraged loans och fallen angels lockar inom räntebärande

AI: Smartare modeller	28
------------------------------------	----

Tema: Innovation till rabatt	30
---	----

Rekommendationer kring tillgångsslagen	44
---	----

Globala aktier.....	44
---------------------	----

Vi överviktat Spanien och Schweiz – underviktat Tyskland och Storbritannien • Biotech och finans lockar i USA • GSP letar vinnare på datacenterboomen och breddar energiexponeringen

Svenska aktier.....	52
---------------------	----

Fokus på rimligt värderade kvalitetsbolag • Ljusning inom fastigheter – adderat Sagax • Vi har tagit in SKF som nytt verkstads-innehav • Flera serieförvärvare i portföljen • Ratar teleoperatörer

Räntebärande investeringar.....	59
---------------------------------	----

Låga kreditspreadar ger dyra företagsobligationer • Överviktat investment grade • Föredrar Europa • Adderar två nya teman

Alternativa investeringar.....	65
--------------------------------	----

Lagt till en tredje long/short-förvaltare • M&A-trend gynnar merger arb. • Katastrofer biter inte på cat bonds – vi behåller

Våra förvaltningsprinciper	70
---	----

Peptiden GLP-1
dockar med
en receptor.

30

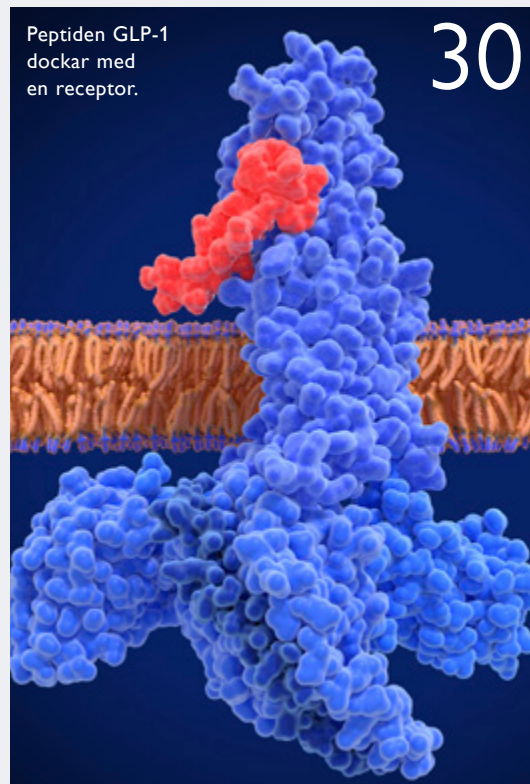


Foto: Selvnegral/stockphoto

Ett givet placeringsrecept

Åldrande befolkningars vårdbehov växer kraftigt. AI ökar den medicinska innovationstakten, men hälsovård har hamnat i skuggan av tech och är nu historiskt billigt. Alltmer läkemedelsutveckling bedrivs av mindre biotech-aktörer som kan gynnas av ett bättre M&A-klimat. Vi kombinerar defensiv exponering mot stora hälsovårdsbolag med en aktivt förvaltat biotech-fond.

Hur tjurig blir marknaden?

Vita huset genererar osäkerhet och inom AI ökar konkurrensen. En volatil miljö gynnar stock picking. Sök vinnare bland små och medelstora företag med lokal produktion.

2025 börjar med fler frågor än svar. Störst inverkan på investeringsmiljön har osäkerheten kring USA:s *America first*-politik och Kinas motreaktion. Dessutom går Tyskland till nyval i februari, och regeringsbildningen är lika oviss som landets framtida budget- och försvarspolitik i skuggan av det oförminskat brutala kriget i Ukraina.

Till de goda nyheterna hör en fortsatt oväntat pigg amerikansk ekonomi, som avspeglas i god vinsttillväxt. Värderingarna har emellertid klättrat ännu högre såväl i absoluta tal som relativt obligationsmarknaden. I de flesta utvecklade länder är arbetslösheten alltför låg och reallöneöfverflyt ger stöd åt konsumtionen.

Om USA:s president Donald Trump inför de straff-tullar han flaggat för kan det utlösa en kraftig negativ utbudsschock. Då kan tillväxten pressas (i synnerhet i Kina och Europa) och inflationen ta fart (framför allt i USA). Trump och Republikanerna har minsta möjliga majoritet i Representanthuset. Väljer de tullar och utvisningar framför stark tillväxt och låg inflation? Biter de stora ekonomierna tillbaka genom att införa egna tullavgifter eller kompensera amerikanska tullar med svagare valutor?

En annan viktig pusselbit är Elon Musks nya statliga byråkratibekämpare Doge. Lyckas Trump finansiera sina skattesänkningar med federala besparingar? Sätter avregleringar fart på tillväxten så att den lever upp till småföretagarnas optimism, som ökade kraftigt efter USA-vallet?

Under Trumps andra mandatperiod möts han av betydligt mer svårnavigerad terräng. Budgetunderskottet är enormt, samtidigt som statsskulden och statens räntekostnader är högre. En kraftig uppgång i långräntorna skulle begränsa presidentens manöverutrymme.

Den politiska miljön blir alltmer oförutsägbart. Även om skiftet redan nu ökar volatiliteten på valutamarknaderna, kan effekten på länder, valutor, sektorer och enskilda bolag variera. Leta efter vinnare (relativt sett) bland ”hemmamarknadsaktörerna”, som till skillnad från multinationella företag har både inköp och försäljning lokalt och på så sätt slipper exponering mot handelskrig. Sådana bolag brukar vara lättast att hitta i *small cap*- och *mid cap*-segmenten.

Klimatet gynnar troligen aktiva förvaltare, exempelvis *long/short*-fonder. Nya AI:n Deep Seek pressar vissa amerikanska *tech*-jättar (och därmed marknadsvärdesviktade index), men billigare och mindre språkmodeller kan leda till bredare genomslag för AI-teknik – en positiv utbudsschock för ekonomin, således. I läkemedelssektorn kan AI ge alltmer synliga effekter: Som framgår av vårt temaavsnitt är *biotech* ett spännande område för aktiva förvaltare.



Brian Cordischi
CIO, Carnegie

Vår marknadssyn

Ovissa spelregler stör världshandeln. Lågpriskonkurrens har dykt upp inom AI. Efter en stark börssstart på 2025 sänker vi taktiskt aktievikten till normal.

MAKROEKONOMISKT KLIMAT

Både tillväxt- och vinstutsikterna är i grunden goda då USA:s ekonomi tuffar på. Ett eskalerande handelskrig riskerar dock att dämpa den globala tillväxten och osäkerheten i sig kan minska näringslivets investeringsvilja. Dessutom ökar tullar inflationsriskerna – främst i USA. **Det förhöjda riskläget gör att makromiljön inte längre är en medvind, utan en neutral börsfaktor.**

VINSTUTVECKLING

Den pågående rapportssäsongen visar generellt på en solid vinstutveckling och den globala tillväxten talar för fortsatta vinstlyft. Dock framstår förväntningarna, särskilt i USA, som väl optimistiska. Stark dollar, ränteläget och tullrisker ger viss motvind. Flera frågetecken finns kring *tech*-vinsternas uthållighet. **Vinstmiljön är än så länge en neutral faktor.**

VÄRDERING

Många börser är rimligt värderade, men USA är dyrt – gapet har vuxit sig ovanligt stort. Den höga värderingen gör USA-börserna sårbara för vinstbesvikelser, högre realränta och ökad politisk osäkerhet. **Värderingen förblir en motvind.**

RÄNTOR OCH LIKVIDITET

Mer stimulerande penningpolitik väntas från ECB, medan Fed och Riksbanken har pausat räntesänkningarna. Samtidigt har den kraftiga obligationsränteuppgången som inleddes i höstas stannat av. **Ränteläget ger varken med- eller motvind till börsen.**

TEKNISK ANALYS

Den långsiktigt positiva trenden och säsongsmönstret ger stöd åt börsen under våren. I Europa och Sverige har köpsignaler nyligen effektuerats. Även om börsen i USA är överköpt syns ännu inga rekylsignaler. **Tekniska faktorer ger börsmedvind.**

	Undervikt	Neutral	Övervikt
Rekommenderad aktievikt		←	
	Motvind	Neutral	Medvind
Makroekonomiskt klimat		←	
Vinstutveckling		←	
Värdering	←		
Räntor och likviditet		←	
Teknisk analys			←

↔ Förändring jämfört med föregående bedömning (december 2024).

Rekommenderad portfölj

Varje kund har sin egen individuella portfölj hos Carnegie. Efter att övervikttat aktier sedan hösten 2024 återgick vi i början av februari till neutral aktievikt.

GLOBALA AKTIER

- I vår breda utländska allokering överviktas vi finans, kommunikation och *biotech*. Inom Europa föredrar vi Spanien och Schweiz framför Tyskland.
- I *Global Stock Picking* är vi försiktiga med *Mag 7*. Våra största innehav är Microsoft, TSMC och Infineon. Vi ser alltjämt spännande möjligheter inom energisektorn och breddar vår exponering.

SVENSKA AKTIER

- Hälsovårdssektorn överviktas och vi ser ett bra läge i fastighetsaktier. Kvalitetsbolag vi äger inkluderar Lagercrantz, Lifco, AAK och ABB. Vi har ökat i Hexagon. Största innehav är Volvo, Investor och Atlas Copco.

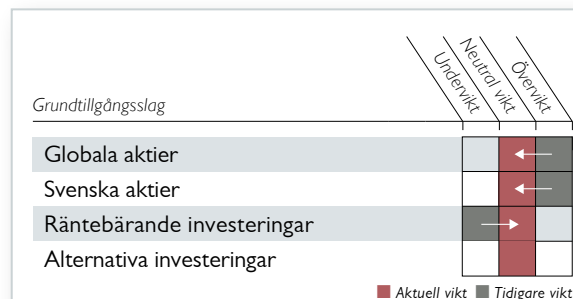
RÄNTEBÄRANDE INVESTERINGAR

- Vi är neutrala duration och föredrar *investment grade* framför *high yield*, men höjer kreditkvaliteten inom sistnämnda. Nya innehav är *leveraged loans* och *fallen angels*.

ALTERNATIVA INVESTERINGAR

- Fler företagsaffärer gynnar vår exponering mot *merger arbitrage*. Volatila marknader talar för *equity long/short*. *Cat bonds* ger fortsatt attraktiv avkastning.

För ytterligare investeringsidéer och affärsförslag, se nästa uppslag.



CARNEGIES GRUNTILLGÅNGSSLAG

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*. Fördelningen mellan tillgångsslagen skräddarsys utifrån varje investerares riskprofil.

Efter en stark börshöst i USA har även 2025 börjat starkt, särskilt för svenska aktier. Även räntebärande investeringar har stigit. Efter USA-valet gick vi till övervikt mot globala aktier och till undervikt mot räntebärande investeringar. I januari fördelade vi övervikten jämnt mellan globala och svenska aktier som släpat efter. Aggressiva tullutspel i februari gör världsekonomin utsikter mer osäkra, men marknaden är lugn. Vi återgår till normal exponering i alla tillgångsslag.

Affärsförslag

GLOBALA AKTIER

Sidan 44

Europeiska småbolag

- Historiskt låg värdering.
- Räntesänkningar talar för konsumtionslyft.
- Mindre exponerade mot Trump-tullar.

Drivkrafter

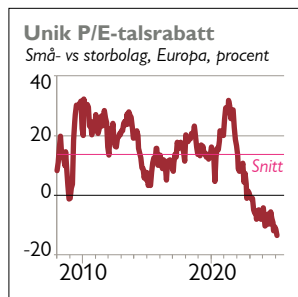
Prissättningen av småbolag är ineffektiv, vilket ger aktiva förvaltare bra förutsättningar att generera alfa. Det gäller inte minst i orostider. I dag är makrobilden i Europa dystert med politisk osäkerhet i Frankrike och Tyskland. Exportmarknaden Kina hackar, kriget i Ukraina fortsätter och USA uttalar tullhot. För småbolagen är dock oron till stor del inprisad i värderingen, som är låg både i absoluta termer och relativt storföretagen. Små glädjebesked kan i detta läge öka riskapiten. Räntesänkningar ökar konsumtionsutrymmet, makrosiffrorna indikerar ljusnande konjunktur i Europa. Detta skulle gynna småbolagen, som dessutom bara har 12 procent av sin försäljning i USA och är föga exponerade för tullhot.

Risker

Svagare Europa-konjunktur. Ökad riskaversion.

Förslag

Utvald aktivt förvaltd småbolagsfond inriktad på Euroområdet och Storbritannien.



SVENSKA AKTIER

Sidan 52

Kvalitetsbolag med stabila finanser

- Marknadsmiljön är mer osäker än vanligt.
- Sund balansräkning är en kvalitetsstämpel.
- Rimlig värdering ger uppgångspotential.

Drivkrafter

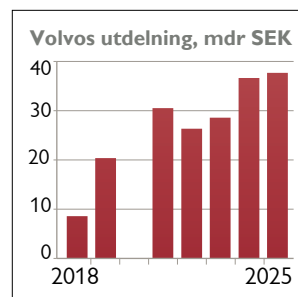
I en osäker marknad finns skäl att hålla sig till kvalitetsbolag som dessutom är finansiellt stabila och som lättare kan hantera svängningar och nya förutsättningar.

Risker

Stor riskapitet där riskabla förhoppningsbolag springer ifrån stabila kvalitetsbolag.

Portföljpositioner

- *Volvo*: Urstark balansräkning, låg värdering och imponerande orderingång. Stor utdelningspotential och marknaden stabiliseras i Nordamerika och Europa.
- *Balder*: 2025 bådär gott för fastighetssektorn. Balder är finansiellt starkt, men också ett tillväxtcase när transaktionsaktiviteten ökar.
- *Hexagon*: Efter en svacka har ommöblering i styrelse och ledning samt en planerad *spin-off* lyft aktien. Tar efterfrågan fart framstår värderingen som låg.



RÄNTEBÄRANDE INVESTERINGAR *Sidan 59*

Fallen angels

- High yield med högre kreditkvalitet.
- Möjlighet att utnyttja felprissättningar.
- Globalt diversifierad och valutasäkrad portfölj.

Drivkrafter

Fallen angels är high yield-obligationer från emittenter som nyligen nedgraderats från investment grade. Historiskt sett har fallen angels levererat bättre avkastning än den bredare high yield-marknaden.

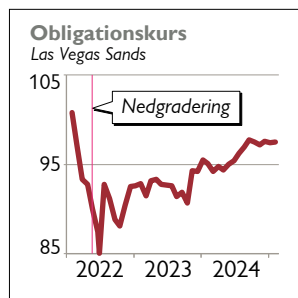
Investment grade-marknaden för företagsobligationer är betydligt större och mer likvid än high yield-marknaden. Många investerare får bara placera i investment grade och när obligationer nedgraderas till high yield tvingas de sälja. Ofta rasar fallen angels-obligationer därför först i pris och återhämtar sig sedan efter några månader. Att köpa i överreaktionsfasen kan ge god avkastning.

Risker

Sämre konjunktur i USA.

Förslag

Företagsobligations-ETF med global exponering, som är valutasäkrad till SEK och har stort hållbarhetsfokus.



ALTERNATIVA INVESTERINGAR *Sidan 65*

Systematisk equity long/short-fond

- Utnyttjar möjligheter i ökad turbulens.
- Beprovad strategi som levererat god avkastning.
- Låg samvariation med marknaden.

Drivkrafter

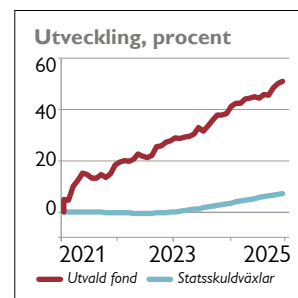
Aktiemarknaden har blivit mer volatil och fragmenterad, vilket equity long/short-fonder kan utnyttja. Fjolåret var ett av de bästa åren för dessa förvaltare och det gynnsamma marknadsklimatet består under 2025. Vi föredrar en marknadsneutral exponering framför fonder med högre samvariation med börserna – diversifieringen ökar och investeraren slipper betala höga avgifter för aktierisk. Förvaltaren tar positioner i intressanta aktier (genom köp eller blankning) baserat på en systematisk modell som utgår från fundamentala, tekniska och sentimentsrelaterade faktorer. Faktorexponeringen viktas också dynamiskt utifrån rådande marknadsklimat.

Risker

Förvaltarrisk.

Förslag

Global systematisk equity long/short-fond med målavkastning kortränta + 5 procent.



För mer information om specifika placeringsmöjligheter, kontakta din rådgivare.

Från utspel till utfall

INVESTERINGSKLIMAT. **Trump's lynniga tullutspel grumlar sikten. Under ytan tuffar USA på, Europas konsumenter har sparad köpkraft och kanske tillfrisknar Kina med stimulanser.**

Den globala börsuppgången under år 2024 var ovanligt smal. USA och *tech*-sektorn agerade draglok – i synnerhet en handfull amerikanska *tech*-jättar. Investeringsåret 2025 kommer i mycket högre grad att präglas av politik. Den stora nedsiderisken är ett eskalerande handelskrig som kan halvera den globala tillväxten. På uppsidan finns främst potentiella stimulanser i Kina, och oväntad styrka även i Europa. I bästa fall kan den globala tillväxten då landa på över 3 procent, klart bättre än i fjol.

Donald Trump har inlett sin presidentperiod med en serie dramatiska tullutspel mot grannländer och allierade. Frågan är hur mycket som är förhandlingstaktik, och vilket motstånd Trump kommer att möta – dels från drabbade länder, dels juridiskt och från det amerikanska näringslivet. Hur mycket smärta är Trump villig att utsätta USA:s ekonomi

och sina väljare för via högre inflation? Och skulle kännbara börskorrektioner stoppa honom?

Att bedöma olika scenariers sannolikhet är inte så meningsfullt, givet Trumps förmåga att göra det oväntade (läs mer om tänkbara utfall på sidan 18). Ekonomiskt är hans strategi svårbegriplig.

Trump har beställt en analys av orsakerna till handelsobalanser med olika länder och deras ekonomiska och nationella säkerhetsimplikationer – när rapporten läggs fram den 1 april kan fler tullåtgärder vänta. Ett globalt handelskrig skulle hota världsekonomin och ge ett svagare 2025 än 2024. Nyckelfrågorna blir hur USA:s hushåll och ekonomi påverkas, hur mycket leveranskedjorna störs, och hur mycket osäkerheten dämpar värderingsmultiplarna. Globalt kan vissa sektorer drabbas hårt, andra förbli relativt opåverkade eller rent av bli vinnare.

I KORTHET

Politik kommer att prägla investeringsmiljön 2025. Ett större handelskrig skulle kunna halvera den globala tillväxten. Å andra sidan kan vi få positiva överraskningar från Kina-stimulanser och en pigg europeisk återhämtning.

USA:s ekonomi tuffar på drivet av konsumtion. Europa saknar inte

utmaningar, men konsumtionsutrymmet är större än många tror och fred i Ukraina skulle minska risken. Sveriges ekonomi visar gröna skott, inte minst går hushållen mot ljusare tider. Kina tyngs av den brustna fastighetsbubblan, men hopp finns om nya stimulanser som lyfter hushållens optimism och bromsar prisfallet i fastighetssektorn.

Analytikernas konsensusprognos om 10 procents vinsttillväxt i år tycks väl optimistisk och höga värderingar i USA gör samtidigt globala aktier sårbara. ECB väntas sänka styrräntan betydligt mer, men fler sänkningar från Fed kräver fortsatt inflationsfall medan Riksbanken avvaktar en inhemsk återhämtning.

UPPSVING I SVERIGE

Konsensusprognoser: ekonomi och bolagsvinster, procent

	BNP-tillväxt		Vinsttillväxt	
	2024	2025	2024	2025
USA	2,8	2,1	9	13
Europa	0,8	1,0	4	8
Japan	-0,2	1,2	9	10
Tillväxtmarknader	4,0	3,9	22	13
Sverige	0,6	2,0	1	10
Globalt	2,7	2,6	9	12

Källa: Konsensus; Carnegie Analys (Sverige vinsttillväxt)

MAKROEKONOMISKT KLIMAT

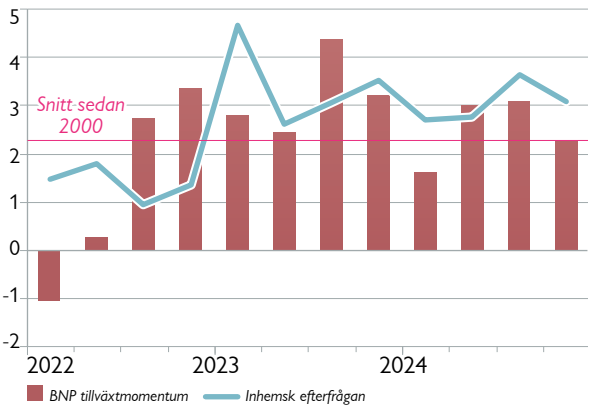
Konsensus räknade vid årsskiftet med liknande global tillväxt i år som under 2024 (se tabell ovan). Handelsfriktionen som inlett året har ökat nedsideriskerna. Att Trump river upp ingångna avtal med grannländer och allierade skapar osäkerhet.

Det nordamerikanska frihandelsavtalet USMCA (tidigare kallat Nafta) har under decennier skapat värde för världsekonomin och avtalsparterna USA, Kanada och Mexiko. USMCA reviderades under Trumps första presidentperiod, och ska omförhandlas 2026 – men vad är handelsavtal egentligen värda i ett läge där Vita huset ändrar förutsättningarna när som helst efter eget gottfinnande?

Alltmer oförutsägbara spelregler kan också i sig dämpa företagens investeringar och därmed minska tillväxten och produktiviteten framöver – kanske mer än själva tullarna. Osäkerheten består även om vissa tullbeslut mildras. I ett relativt måttligt tullscenario bedömer vi dock att den makroekonomiska miljön återigen skulle kunna bli en medvind för aktiemarknaderna.

STYRKAN I USA DRIVS AV HUSHÄLLEN

BNP och inhemsk efterfrågan i USA, annualiserad takt, procent



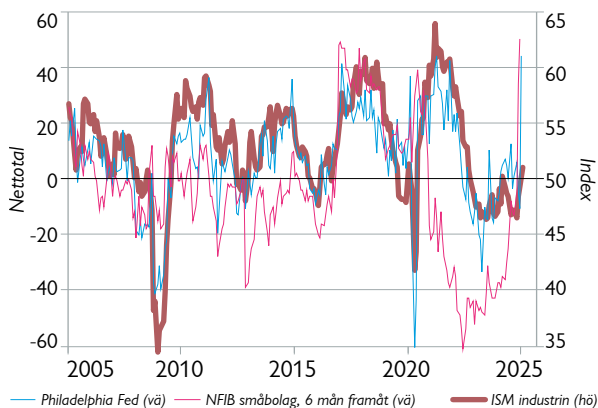
USA: Bromsar men relativt vinnare på tullkrig

Amerikansk BNP steg med 2,8 procent förra året, dubbelt så mycket som konsensusförväntningarna i början av 2024. Tillväxtövertäckningen ska dessutom ses i ljuset av ett högre ränteläge och en svag omvärld. I år lär tillväxten mattas något, men om handelskrigets effekter blir små och inga massutvisningar av miljontals människor verkställs kan ekonomernas prognoser om 2 procents tillväxt överträffas. Då kan tillväxten hamna runt eller över 25-årstrenden om 2,3 procent.

Tillväxten i USA drivs främst av konsumtion (se graf ovan). Byggandet är ännu svagt på grund av det höga ränteläget, och finanspolitiken ger nu mindre stöd. Hushållens sparkvot är lägre än normalt, men inkomstutvecklingen är god och uppgången i arbetslösheten har stannat av de senaste sex månaderna. Både AI- och energinvesteringar har hög fart. Trump talar också om ökad olje- och bilproduktion. Flera barometrar efter valet har visat tydligt

TRUMP-SEGER GLÄDJER USA-BOLAG

Företagsbarometrar, USA



ökad optimism hos företagen (se graf ovan till vänster), men Trumps tullbesked kan dämpa glädjen.

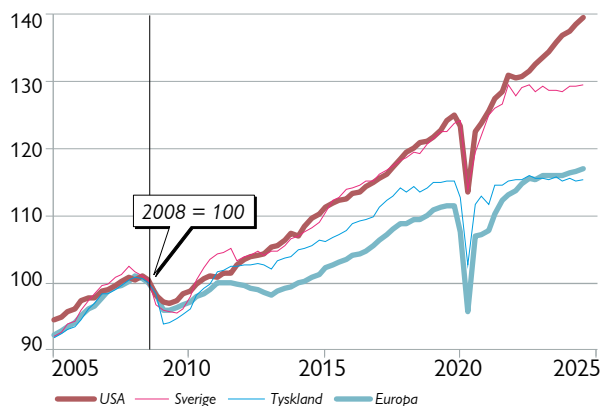
De skattelättnader som är på Trumps agenda kan lyfta tillväxten på sikt.

Europa: Uppdämt konsumtionsutrymme

Europa saknar inte utmaningar utöver tullriskerna. Många regeringar är svaga, Ukrainakriget fortsätter och sedan pandemin har tillväxten legat klart efter USA:s till följd av energiotmaningar och mindre stöd till hushållen under pandemin (se graf ovan till höger). Kina har gått från att vara en toppkund hos europeiska bolag till att bli en toppkonkurrent inom flera områden. Det europeiska industrisentimentet brukar följa humöret i USA, men Europa är mer tullexponerat. Industrin blir dock en vinnare om efterfrågan från Kina ökar: 10 procent av EU-exporten går dit, främst verkstadsvärvar. Fred i Ukraina skulle minska oron och återuppbyggnaden gynna vissa bolag.

BEHÅLLER USA FÖRSPRÅNGET?

BNP-utveckling, volym (lokal valuta), indexerad

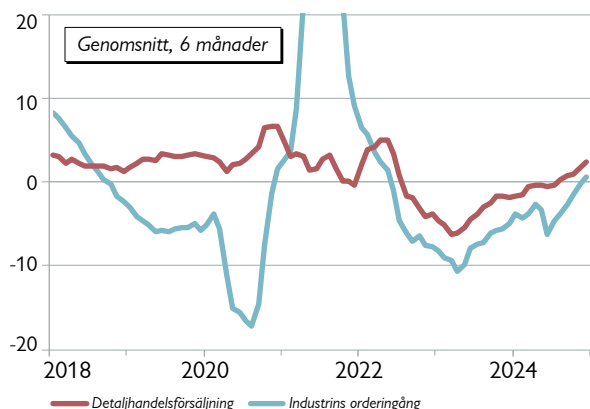


Mindre uppmärksammas är hushållens situation i Europa. Arbetslösheten har sällan varit så låg. Detaljhandels försäljning har förbättrats – även i Tyskland växer nu sektorn svagt efter ha backat i årtal. Även industrins orderingång visar sedan sex månader en svagt uppåtgående trend (se graf till vänster på motsstående sida). I Europa har konsumtionsförbättringen gått hand i hand med ökat sparande (se graf till höger på motsstående sida), så det finns ett stort uppdämt konsumtionsutrymme även om löneökningarna blir måttliga 3–3,5 procent.

Ett positivt (men högst osäkert) tillväxstöd vore om Tysklands efter valet den 23 februari väljer att reformera den grundlagsfästa ”skuldbromsen” för att kunna föra en generösare finanspolitik. Fler länder skulle då kunna lätta på budgettyglarna för att motverka eventuella tullar och hålla populistpartier stängna. De positiva effekterna från finanspolitiken skulle sannolikt synas först 2026, men börsen brukar bli glad så fort vindarna vänder.

GRÖNA SKOTT I TYSKLAND

Konsumtion och industri, Tyskland, årsförändring, procent



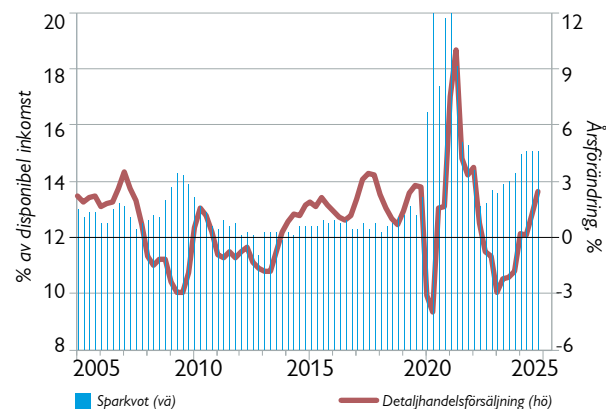
Kina: Hur ser stimulanserna ut?

Kina har de senaste tre åren punkterat sin enorma fastighetsbubbla, vilket gjort hushållen dystrare än någonsin då många placerat sitt sparande i fastigheter. Fastighetspriserna faller alltjämt, om än långsammare, och industrins vinster krymper. Särskilt oroande är att långräntorna rasat mot 1,6 procent i spåren av svag ekonomi och deflation.

Under hösten har Kina svängt och avser nu att stimulera ekonomin – åtgärderna planeras bli två och en halv gång större än efter finanskrisen. Det är goda nyheter, men ännu saknas många detaljer. Kina handlar tidigt och undgår därför troligen en stagnation av japanskt snitt (se fördjupning på sidan 17). Stimulansviljan har

EUROPAS HUSHÅLL KAN SHOPPA LOSS

Europeiska hushålls sparande och konsumtion



kommunicerats tydligt och syftet är att stoppa en fortsatt försämrad tillväxt. Vi håller ögonen på om hushållen blir mindre pessimistiska och fastighetspriserna slutar falla.

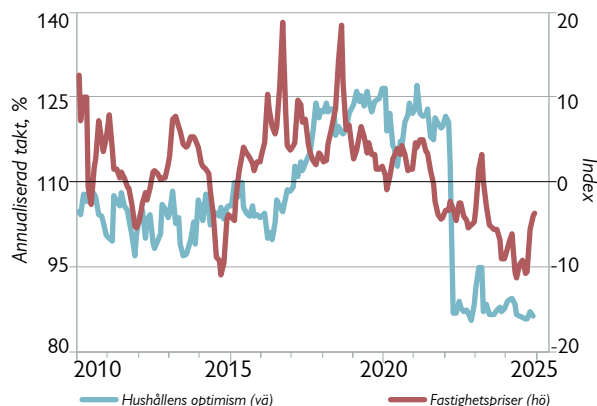
Sverige: Bolån ger ränteeffekt på konsumtionen

Sveriges export är sårbar för Trumps ökade protektionism liksom för svag efterfrågan från Europa och Kina. Samtidigt bedömer vi att starkare inhemsk efterfrågan kan ge positiva tillväxtövertäckningar i år. Sveriges ekonomi har knappt vuxit alls sedan de rörliga boräntorna höjdes 2022. Riksbankens räntesänkningar på 175 punkter det senaste året kommer nu att ge de räntekänsliga svenska hushållen markant bättre konsumtionsutrymme.

Mindre uppmärksammasituation är hushållens situation i Europa. Konsumtionsförbättringen har gått hand i hand med ökat sparande, så det finns ett stort uppdämt konsumtionsutrymme även om löneökningarna blir måttliga.

KINA STIMULERAR – NÄR KOMMER LYFTET?

Hushållens optimism samt fastighetspriser, Kina

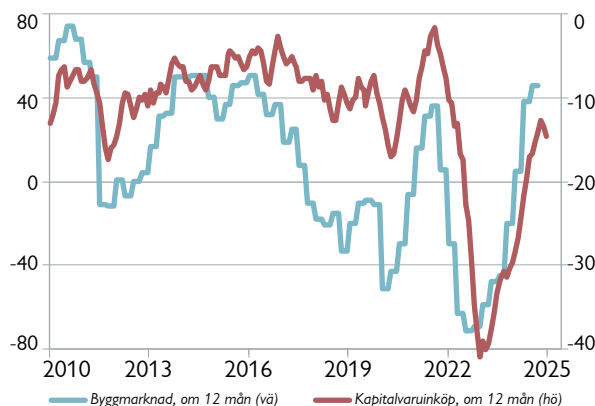


Hög andel bolån till rörlig ränta ger oss ett större och tidigare lyft än andra europeiska länder 2025 – dessutom med extra stöd från låg inflation och stora skattelättnader. Totalt uppgår dessa effekter till flera tusen kronor per månad. Varseltrenden indikerar också att läget på arbetsmarknaden kan ljusna under våren.

Efterfrågan på sällanköpsvaror har varit riktigt svag under flera år och hushållens nulägesbedömning är något sämre än normalt. Blickar hushållen ett år framåt syns däremot ett ökat intresse för att byta bostad, renovera och göra större kapitalvaruinköp. Även i byggsektorn är optimismen på ett års sikt större än på flera år (se graf ovan till höger).

MOT UPPSVING I KONSUMTION OCH BYGG

Förväntningar i konjunkturbarometern, Sverige



VINSTER: VÄL STOR OPTIMISM

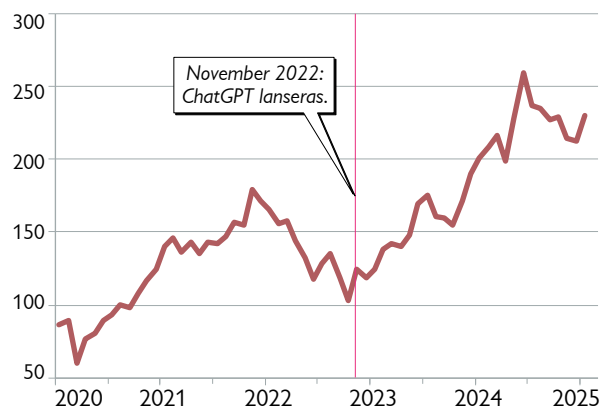
Globalt stod tekniksektorn, särskilt de största bolagen, för de största vinstökningarna i fjol. Inför 2025 är frågan om lägre vinsttillväxt i *Magnificent Seven*-bolagen (*Mag 7*) kan vägas upp av att övriga sektors vinstbidrag stärks och håller börsen i USA under armarna. Avgörande för vinstutvecklingen blir att *tech*-jättarnas enorma AI-investeringar genererar god och inte alltför avlägsen avkastning. Bekymmersamt är att sektorindex för halvledarbolag toppade i somras och inte har lyfts av fortsatt stora AI-satsningar (se graf till vänster på motstående sida).

Rapportsäsongen har återigen varit stabil både i Sverige och USA. *Tech*-giganternas rapporter var aningen svaga.

Den globala vinstoptimismen i år är sannolikt för hög. Ett 12-procentigt vinstlyft skulle vara det största sedan pandemin. Motvind kommer från dollarstyrka, högre räntemiljö samt tulleffekter på import och export.

AI-BOOM, MEN LÄGRE FART I HALVLEDARE

Utveckling Semiconductor ETF, USA, USD



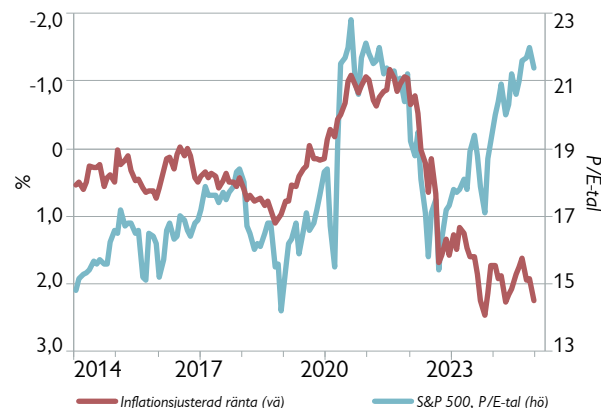
Förväntningarna om global vinsttillväxt på över 10 procent i år är sannolikt för optimistiska. Ett sådant vinstlyft skulle vara det största sedan pandemin. Analytikerna räknar med högre marginaler i USA, trots motvind från starkare dollar, högre räntemiljö och snart dyrare import eller minskade exportvolymen när handelsfriktioner ökar (på global nivå förväntas stabila marginaler). Högre råvarupriser skrämmar ofta investerare på oro för marginalpress, men brukar lyfta aggregerade vinster.

Vinsterna i cykliska sektorer skulle gynnas om handelsfriktionen inte blir så stor, och i bankerna av att räntesänkningarna tar slut men tillväxten förblir hyggelig. Står oljepriset still kommer energibolagen att gå från stora vinstfall till vinsttillväxt. Vinsttillväxten i hälsovårdssektorn bör förbättras nu när jämförelsetalen normaliserats efter de enormt lönsamma pandemiåren.

Ofta stiger börsen när vinsterna ökar, även om de inte lever upp till förväntningarna. Så var fallet i USA

HÖGRE REALRÄNTA EN BÖRSRISK

Realränta 10 år och P/E-tal 12 mån framåt, USA



förra året, där börsen steg trots att vinsttillväxten blev 9 procent mot väntade 11 procent.

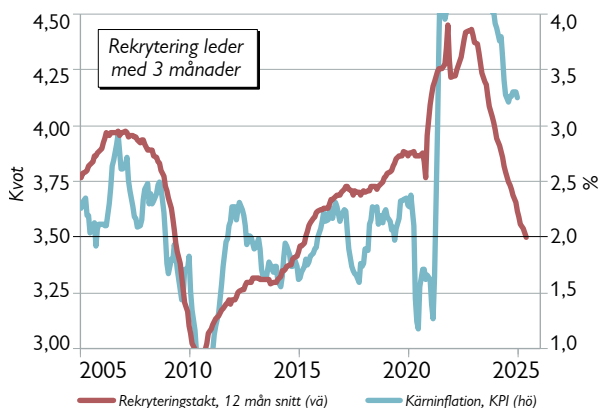
VÄRDERING: USA ÄR DYRT

I de flesta regioner är värderingen normal, medan den är ansträngd i USA. Där ligger P/E-talet alltså runt 23x för 2025, vilket ger ett globalt P/E-tal på 18,5x. Inte bara *Mag 7* och andra *tech*-bolag är dyra, utan många storföretag har höga värderingar. Höga P/E-tal pressar inte automatiskt börsen, men USA-börsen är nu ovanligt sårbar för negativa överraskningar. Värt att notera är det ovanligt stora värderingsgapet visavi Stockholmsbörsen.

Fram till 2021 fick USA-börserna stöd av en lägre lång realränta. De senaste åren har P/E-talet dragit iväg trots att realräntan i USA har stigit (se graf ovan till höger). Återköp har givit visst stöd. Nu adderas tullar som hot mot vinsterna – och en alltmer osäker handelsmiljö kan i sig pressa värderingsmultiplarna.

ÄR INFLATIONSMÅLET NÄBART?

Arbetsmarknad och inflation, USA



RÄNTOR: SEGLIVAD INFLATION

Republikanernas *red sweep*, där Trump backas upp av republikansk majoritet i kongressens båda kammare, resulterade precis som väntat i stigande obligationsräntor. Långränteuppgången drivs nu av flera faktorer såsom seglivad inflation och tulleffekter, samt oro för statens lånebehov och ekonomins styrka. Handelskriget kan visserligen minska den globala tillväxten och sänka obligationsräntorna, men står mot USA:s inflationsrisker och svaga statsfinanser. Vi bedömer att tillväxt är den viktigaste faktorn just nu, men obligationsräntorna kan stiga ytterligare om USA:s emissionsbehov växer sig ännu större, exempelvis genom ofinansierade skattelättnader.

Fed krymper gradvis sin balansräkning med *QT* (*quantitative tightening*), så emissionerna behöver hitta andra köpare.

Importtullar kombinerat med att tillväxten i USA är över trend innebär fortsatta inflationsrisker. Men även om Fed accepterar 2,5–3 procents inflation under en period och tillväxten ligger runt 2 procent, är en rimlig nivå för tioårsräntan 4,5–5 procent (i dag 4,50 procent). Lugnande är att löneökningarna kommit ned (se graf till vänster), produktiviteten är god och eftersläpande komponenter i inflationsmåtten nu avtar, såsom boendekostnader och bilförsäkringar. Rekryteringstakten visar att arbetskraftskostnaderna och kärninflationen kan närma sig målet till sommaren.

Fed har utrymme att sänka mer, men är i pausläge till följd av alltför hög inflation. Sedan 1990-talet har styrräntan i genomsnitt varit 3 procent, jämfört med dagens över 4 procent. Tullar är en knepig fråga för Fed, eftersom de kan ge ett engångslyft till inflationen men samtidigt dämpa tillväxten. Marknaden ser en 25 punkters sänkning från Fed först till sommaren, men om kärninflationen trots tullar faller under 2,5 procent (*core PCE* är i dag 2,7 procent) kan Fed sänka mer än marknaden tror.

ECB lär däremot sänka kraftfullt – sannolikt med omkring 100 punkter, med tonvikt på första halvåret. Liksom Riksbanken anser ECB att den svaga tillväxten gör att inflationen snarare blir alltför låg än alltför hög. Riksbanken kommer bara att sänka mer om den förväntade konjunkturåterhämtningen uteblir.

Vi bedömer att tillväxt och inflation är de viktigaste faktorerna, men obligationsräntorna kan stiga ytterligare om USA:s emissionsbehov växer sig ännu större, exempelvis genom ofinansierade skattelättnader.

BUBBLOR

Kinas kamp mot deflationsfällan

När Japans fastighetsbubbla sprack i början av 1990-talet följde decennier av deflation. Räddar Kinas stimulansberedskap landet från samma öde?

Det finns oro för att Kina kan hamna i en lång period av deflation likt Japans ”förlorade decennium” 1990–2001. Kinas nu punkterade fastighetsbubbla var sett till värdet större än Japans, men Japans var mer extrem i vissa avseenden och bubblan omfattade inte bara fastighetssektorn. Sett till BNP-deflatorn levde Japan med deflation (se graf intill) och mager tillväxt i två decennier.

INGEN BÖRSBUBBLA

Tokyobörsen rasade 60 procent under 1990-talets första 2,5 år, markpriserna föll med hela 70 procent fram till 2001. BNP-tillväxten, i snitt 4,5 procent per år under 1980-talet, föll till under 1,5 procent i snitt under hela perioden från 1990 fram till finanskrisen 2008.

En viktig skillnad är att Kina agerar tidigare än Japan. Under

1990-talet var Japans penningpolitik verkningslös – landet var fast i en *liquidity trap* där hushåll och företag ökade sitt sparande trots lägre räntor. Även i Kina verkar yngre generationer vilja spara mer än tidigare.

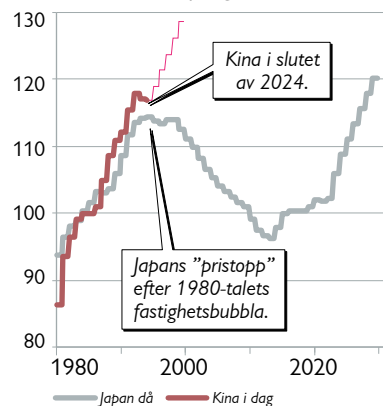
Japan sjösatte ett otal finanspolitiska paket, men utan att rensa ut dåliga tillgångar ur banksystemet. Kina verkar inriktat på att ta fler strukturella grepp. Kinas börs är också långt ifrån bubbelnivåer.

KINA AGERAR TIDIGT

I Japan dröjde det över 20 år tills Abenomics lanserades med åtgärder inom penning- och finanspolitik samt struktureller reformer, likt Kinas breda åtgärder i dag. Då vände BNP-deflatorn upp. IMF:s prognos om reflation i Kina under de kommande åren förefaller optimistisk mot bakgrund av historiken

KINA SIKTAR PÅ REFLATION

BNP-deflator och prognos från IMF



i Japan, men vissa skillnader talar för en mindre svag utveckling i Kina än i Japan.

Börsresan efter stora reformer är sällan friktionsfri, men Kinas aktie-marknad har släpat efter USA-börsen det senaste decenniet. Vi ser Kina som en spännande marknad för *stock picking*, där vi just nu rekommenderar en neutral positionering.

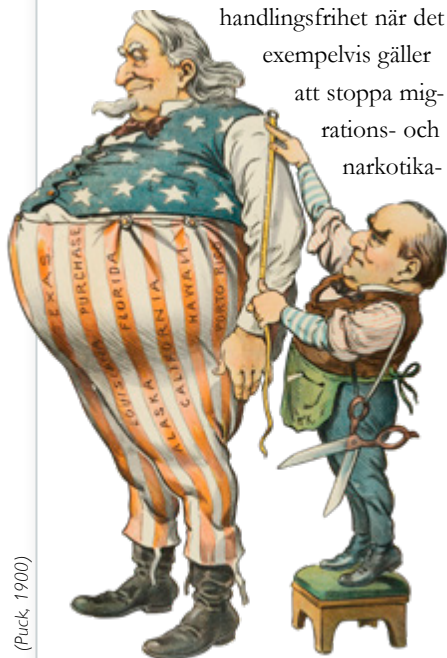
VÄRLDSHANDEL

Trump-tullarna: Tre scenarier

USA använder tullar som förhandlingsverktyg. Taktiken riskerar att eskalera till ett globalt handelskrig – vilket inte alls ligger i finansmarknadernas förväntningar.

Med hänvisning till nödläge och nationell säkerhet har USA-presidenten Donald Trump vidsträckt

handlingsfrihet när det exempelvis gäller att stoppa migrations- och narkotika-



1890 infördes närmare 50 procents tullar i USA genom *McKinley Tariff Act*. William McKinley (till höger) blev president 1897, och är en av Donald Trumps förebilder.

flöden till USA. Den 1 februari rivstartade han med tullar på 25 procent mot Mexiko och Kanada och 10 procent mot Kina. De tre länderna står för över 40 procent av USA:s import. Snabbt fick dock både Mexiko och Kanada en månads respitefter att ha utlovat bättre gränskontroller.

Läget är svåranalyserat: Tullar kan ge recession i Mexiko. Av de stora regionerna torde Europa drabbas värst av tullar, USA minst och Kina däremellan. Hittills har reaktionerna varit måttliga på aktie-, ränte- och valutamarknaderna. De är inte redo för långvarig handelsfriktion som påverkar bolagsinvesteringar samt globala tillväxt- och vinstutsikter.

SÅ SLÅR TULLARNA

- **BNP:** Om tullarna blir av beräknas de sänka USA:s BNP-tillväxt med runt 0,2–0,7 procentenheter – mediansiffran rör sig runt

0,3–0,4 procentenheter. Då faller USA:s BNP-tillväxt år 2025 till 1,7–2 procent. Enligt vissa bedömare kan Kina hantera tullar på 10 procent utan problem, andra ser en dämpning av BNP-tillväxten med 0,3 procentenheter.

- **Inflation:** I USA varierar tullarnas inflationseffekt enligt bedömare från 0,4 procentenheter till över 1 procentenhet, med en median runt 0,5–0,6. Då lär Fed vänta med att sänka räntan, men dämpad tillväxt talar samtidigt emot räntehöjningar.
- **Vinster:** Om tullar mot Kanada, Mexiko och Kina införs bedöms de dämpa vinsttillväxten i USA med 3 procentenheter – ingen katastrof givet prognoser om över 10 procents vinsttillväxt i år. Efter Trump-tullarna 2018–2019 och

pandemin bör företagen vara bättre på att hantera tullhöjningar och styra om leveranskedjor. Många bolag undviker dessutom tullarna genom att ha produktion i USA.

Optimistiska scenariot:

MILD FRIKTION

Tullarna och osäkerheten får milda effekter och globala barometrar fortsätter att stiga till expensionsnivåer. Stöd finns i form av USA:s ekonomi, som ännu växer över trend drivet av stark konsumtion. Kina stimulerar och lyckas få BNP-tillväxten att lyfta. Europas återhämtning överträffar förväntningarna, och efterfrågan från både hushåll och industri tar fart.

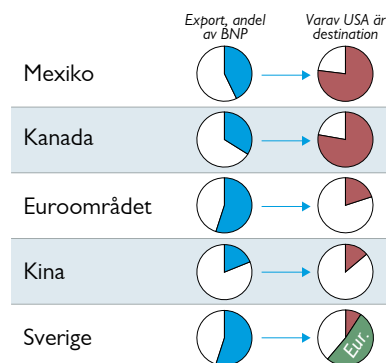
Pessimistiska scenariot:

BRETT HANDELSKRIG

Trump backar inte: Han beslutar om ytterligare tullar när en utredning kring handelsobalanser är klar den 1 april. Breda, tvåsiffriga, bestående tullar införs mot Europa liksom ytterligare tullar mot Kina, samtidigt som länderna inför egna strafftullar mot USA. Då drabbas amerikanska hushåll och leveranskedjor än mer.

SÅRBARA GRANNLÄNDER

Exportens USA-exponering

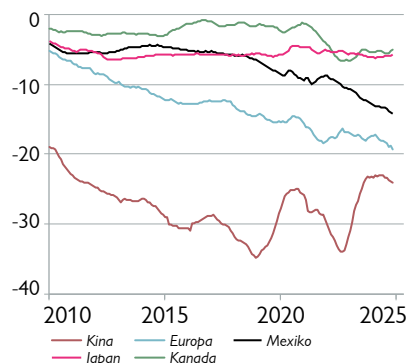


Europa drabbas hårt. Över hälften av BNP härrör från export – varav 20 procent går till USA. Den svenska exportsektorn är mindre USA-inriktad men starkt beroende av Europa (se graf ovan till vänster).

Eskalerat handelskrig dämpar den globala tillväxten med mer än 1 procentenhet och leder till recession. Vinsterna i USA kan då hamna på låg ensiffrig tillväxt. Vid 10 procents tull på Europas export till USA kan de europeiska vinsterna enligt dystra skattningar falla några procentenheter. Så mörka scenarier är inte inprisade – varken av aktie- eller räntemarknaden.

I SKOTTGLUGGEN

Handelsbalans, USA, mdr USD



Mellanscenariot:

HANTERBART LÄGE

I detta scenario undviker omvärlden att provocera Trump, som inför måttliga tullar och är redo att backa en bit från fattade tullbeslut. Sannolikt svarar både Europa och Kina med en mix av selektiva svarstullar och avtal om att köpa mer varor från USA. Då kan USA-tillväxten landa runt trend, på cirka 2 procent, samtidigt som återhämtningarna i Europa och Kina får fäste.

I en sådan miljö finns förutsättningar för relativt hälsosamma vinstökningar på börsen, och räntedramatiken uteblir.

TEKNISK ANALYS

Räcker bränslet vintern ut?

Börserna i Europa och Sverige har inlett året med att ta sig över viktiga motstånd. Även i USA är trenden positiv – men flera faktorer ökar risken för en större rekyl.

Den 1 november gick vi åter in i börsens starka halvår, som sträcker sig fram till den sista april. I stort sett all avkastning på USA-börsen de senaste decennierna har levererats under denna starka period (se graf på motstående sida). Samtidigt uppvisar S&P 500 stigande trender såväl i det medellånga som det långa perspektivet. Så länge inget trendbrott

kan anas navigerar jag efter en positiv börsutveckling, med nästa motståndskluster kring 6 250–6 350.

Med detta sagt framstår USA-börsen på lång sikt som överköpt, överälskad och övervärderad, vilket ökar risken för en större rekyl. Så länge vi inte får konkreta signaler som visar att börsen har toppat är det dock troligast att den positiva trenden

består. Viktiga nivåer att bevaka på nedsidan är stöden vid 5 773 och 5 700. Om de skulle ge vika siktar jag på en fortsatt nedgång mot i första hand 5 400, följt av 5 120-området.

EUROPA

Efter den botten som träffades i oktober 2023 steg Eurostoxx 50 med hela 26 procent fram till toppen

USA: KÄRLEKEN BESTÅR

S&P 500



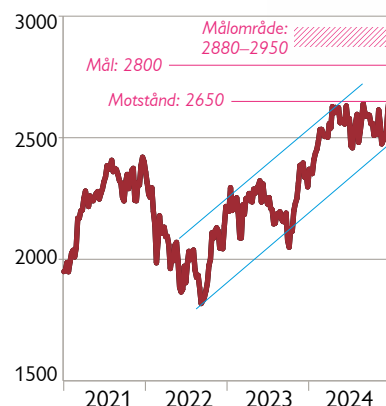
EUROPA-INDEX I UPPTREND

Eurostoxx 50



OMX FÖRBI MOTSTÅNDET

OMXS30



i mars i fjol.
Därefter följde
en nio månader
lång konsolidering.
I mitten av januari i
år bröt indexet upp och
effektuerade en köpsignal. Så
länge Eurostoxx 50 inte tydligt vänder
ned under 5 000 har vi en köpsignal.

Målområdet för köpsignalen är
5 500-nivån. Stigande börser som
effektuerar köpsignaler i en miljö med
ett flertal negativa omvärldsfaktorer
signalerar ett tydligt positivt underlig-
gande sentiment hos investerarna.

SVERIGE

I höstens strategirapport skrev jag:
*"Om motståndsområdet vid cirka 2 650
passeras med kraft blir mitt nästa mål-
område cirka 2 800."* Den 24 januari
passerades detta motståndsområde
och därmed fick vi en köpsignal
i OMXS30-indexet efter en
34 veckor lång konsolidering.

Min målbild är att in-
dexet ska röra sig upp
mot området kring
2 880–2 950 under de



kommande
14 veckorna.

Det skulle motsvara en
uppgång med 8–11 procent
fram till slutet av börsens starka
sexmånadersperiod.

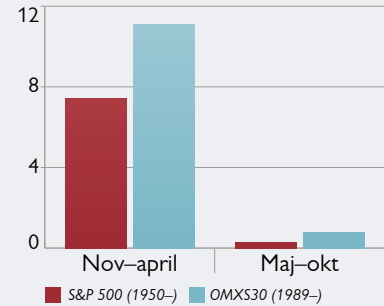
Inga signaler är dock hundra-
procentiga eftersom vi har att göra
med en mängd okända variabler.
Exempelvis kan geopolitiska hän-
delser, makrostatistik och rapporter
påverka den aggregerade psykologin
i en annan riktning. Om OMXS30
skulle vända ned under 2 560 igen
och indikatorn MACD samtidigt vän-
der ned i säljläge får köpsignalen
anses annullerad. Men fram till
att så sker råder alltså köpsignal
på Stockholmsbörsen.



Johnny Torssell
Teknisk analytiker

SKILDA VÄRLDAR

Börsutveckling i snitt, procent



Ibland talas det lite skämtsamt om att
aktier är en vintersport. Statistiken ger
dock tydligt stöd för att så är fallet.
Som diagrammet ovan visar har såväl
New York- som Stockholmsbörsen
utvecklats betydligt bättre under halv-
året som sträcker sig från 1 november
till 30 april jämfört med halvåret 1 maj
till 31 oktober. Faktum är att nästan all
avkastning har genererats under det
starka halvåret: 7–11 procent i genom-
snitt jämfört med knappt 1 procent
under det svaga halvåret.

Föga förvånande är också sanno-
likheten för positiv avkastning högre
under vinterhalvåret. I USA, där vi
har data sedan 1950, har börsen stigit
under vinterhalvåret i 78 procent av
fallen, jämfört med 61 procent under
sommарhalvåret. Att vi nu befinner oss
mitt i börsens bästa halvår är därför ett
skäl att kortsiktigt vara börsoptimist.

Foto: iStockphoto

Portföljen är redo för turbulens

PORTFÖLJSTRATEGI. **Efter två starka börsår globalt har osäkerheten ökat. Kan världsekonomin tuffa på, och hur länge orkar tech-giganterna leda? Vi går från övervikt till neutral vikt i aktier.**

Under hösten 2024 hade vi en neutral taktisk portföljallokering. I samband med det amerikanska presidentvalet i början på november viktade vi upp globala aktier, vilket finansierades genom att undervikta räntebärande tillgångar. Vi såg framför oss att Donald Trumps förhållandevis tydliga valseger skulle ingjuta fortsatt styrka i både USA-börsen och dollarn. Trump gick trots allt till val på en *America first*-politik som tydligt skulle gynna USA:s och det amerikanska näringslivets intressen.

Knappt tre månader senare har de amerikanska räntorna tickat upp något, dollarn stärkts och börskurserna i USA rört sig svagt uppåt. Aktieinvestorer slits mellan delvis divergerande krafter. På den positiva sidan finner vi en synnerligen pigg amerikansk ekonomi, med hopp om ytterligare stöd från förlängda skattelättnader och ökad

avreglering signerat Donald Trump. På den negativa sidan finns oro för budgetunderskotten, inflationen och de globala ekonomiska effekterna av Trumps politik.

Alla utspel om omfattande handelstullar skapar oro för ett globalt handelskrig som ingen skulle vinna på. Tullar fungerar i slutänden som en extra skatt och bromskloss i det ekonomiska systemet.

HÄMTAR BÖRSEN ANDAN?

Att börsen inte orkat stiga mer beror sannolikt även på att vi har två års mycket stark uppgång bakom oss. Många investerare är redan tungt placerade i amerikanska aktier och USA-börsen blev helt enkelt överköpt mot slutet av 2024. S&P 500-index steg med 26 procent under 2023 och med 25 procent i fjol (mätt i dollar – uppgången blir

I KORTHET

Efter Donald Trumps valseger i höstas blev vi mer positiva till både USA-börsen och dollarn, men redan i början av februari återgick vi till en neutral allokering. Även om USA:s ekonomi fortsätter att utvecklas väl ser vi flera orosmoln: budgetunderskott, seglivad inflation och tullutspel. Efter ett par riktigt starka börsår är värderingen på USA-börserna hög, och beroendet av

ett fåtal tech-bolag stort i ett läge där de utmanas i AI-kapplöpningen.

Europa och Sverige har hållat efter USA både sett till tillväxt och börsutveckling. Under 2025 finns dock förutsättningar för en återhämtning. Samma sak i Kina, som kan få en skjuts av nya stimulanser.

Även om allokeringen är neutral har vi tydliga positioner inom respektive

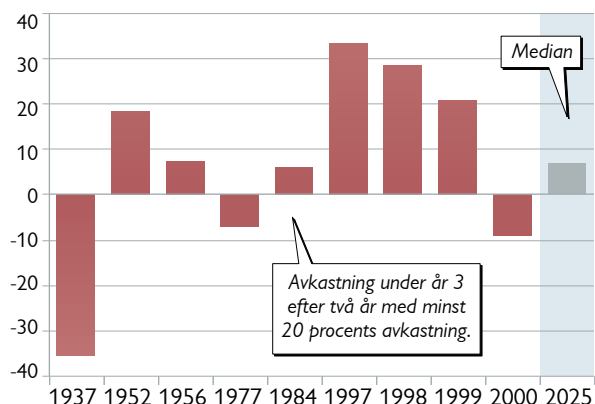
tillgångsslag, med beredskap att handla snabbt.

På aktiemarknaden överviktas vi bland annat USA-banker, Spanien och svenska kvalitetsbolag. Vi underviktar dagligvaror, Tyskland och Mag 7.

Europa och Sverige överviktas på räntesidan kontra USA. Inom alternativa investeringar lockar strategier som gynnas av volatilitet.

KRAFT FÖR ETT TREDJE LYFT?

Avkastning efter två starka år, S&P 500, procent



ännu större i kronor). Efter två så starka år är det inte alldeles ovanligt med en andhämtningspaus. Historiken visar visserligen att såpass stark utveckling på så kort tid inte utesluter en positiv avkastning även tredje året, men rimligen blir avkastningen betydligt måttligare framöver (se graf ovan). Vissa investerare ifrågasätter också robustheten i börsrusningen. *Magnificent Seven*-bolagen Apple, Nvidia, Microsoft, Amazon, Alphabet, Meta och Tesla (*Mag 7*) utgör i dagsläget cirka 33 procent av S&P 500-indexet, en historiskt hög koncentration. Beroendet av ett fåtal aktier ökar risken för bakslag.

HELLRE TILLVÄXT ÄN LÄGRE RÄNTOR

När vi analyserar de senaste månadernas utveckling sticker några förändringar ut jämfört med när vi valde att övervikta aktier i november. Potentialen för ytterligare räntesänkningar i USA har minskat och sannolikheten för att högre räntor är här för att stanna har ökat. Därmed

GRUNDPORTFÖLJER

Allokering

Grundtillgångsslag

	Underikt	Neutral vikt	Överikt
Globala aktier		←	
Svenska aktier		←	
Räntebärande investeringar	→		
Alternativa investeringar			

■ Aktuell vikt ■ Tidigare vikt

är en stark USA-konjunktur nu inte bara av godo, i synnerhet inte om den driver på inflationen. Samtidigt ska sägas att vi föredrar en stark ekonomi framför en svag, även om det senare skulle leda till stigande räntor. Optimalt är en balans med en lagom pigg konjunktur och lugn på räntemarknaden. Utsikterna i Europa och Sverige är av annan karaktär. Här finns potential för ytterligare räntesänkningar, men ekonomierna är i klart sämre skick.

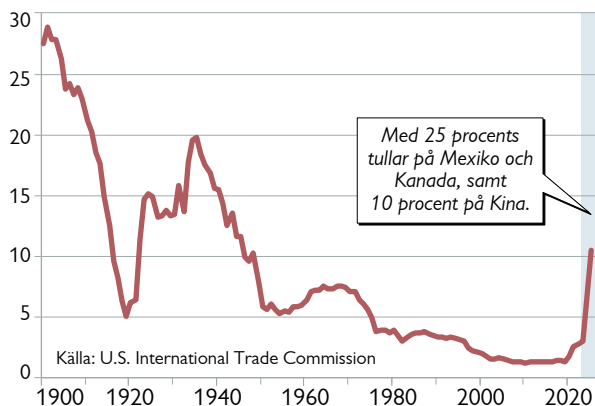
EN MER OFÖRUTSÄGBAR VÄRLD

Normalt fäster vi inte så stor vikt vid geopolitik när vi formulerar vår investeringssyn, utan anser generellt att den ekonomiska utvecklingen är viktigare. Nu har dock Trump rivstartat med en politik som kan få stora ekonomiska konsekvenser och därför blir central för att bedöma utvecklingen på finansmarknaderna.

Likt många andra bedömare finner vi det näst intill omöjligt att ha en stark uppfattning om det kommande året. Omfattande handelstullar skulle vara skadliga för världsekonomin och riskerar att sänka inte bara den globala tillväxten, utan även den amerikanska. De initialt föreslagna tullarna mot Mexiko, Kanada och Kina bedöms sänka USA:s tillväxt väsentligt om de blir

STOR TULLCHOCK – OM DEN BLIR AV

Tullnivå på USA:s import, procent

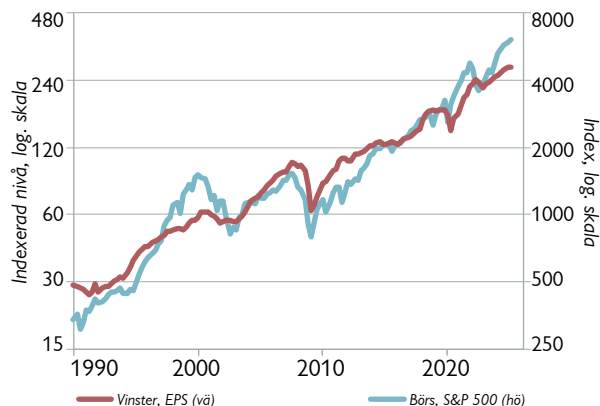


permanenta. Även om de värsta tullscenarierna inte blir verklighet (se graf ovan till vänster) finns det en uppenbar risk för att osäkerheten och avsaknaden av tydliga spelregler påverkar företagens investeringsvilja negativt. Ett ökat inflationstryck kan också tynga konsumtionen.

Den ökade osäkerheten skulle kunna motivera en högre riskpremie på aktier, vilket gör de högt värderade USA-börserna känsliga. Sedan i somras har dessutom den viktiga halvledarsektorn utvecklats svagare och nu väcker lanseringen av kinesiska Deep Seek frågor om ökad konkurrens på AI-området. Även om det är för tidigt att dra tydliga slutsatser hamnar höga värderingsmultiplar i fokus.

BÖRS OCH VINSTER GÅR HAND I HAND

S&P 500 och vinst per aktie, USA

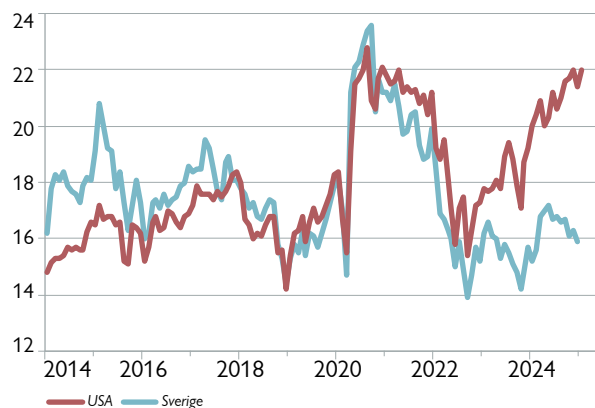


Trots ökad osäkerhet handlas börserna nära rekordnivåer, stödda av stark konjunktur- och vinstutveckling på kortare sikt. USA:s ekonomi visar styrka, medan både Europa och Sverige bedöms ha bottnat och Kina kan få en skjuts av nya inhemska stimulanser. Globalt sett ligger vinstprognoserna på runt 10 procentstillsväxt i år – kanske för högt, men får vi bara en hyfsad vinstökning de kommande kvartalen finns hopp om stigande kurser även i år (se graf ovan till höger). Historiskt sker större börsnedgångar oftast i samband med recessioner och åtföljande vinstras. För att balansera alla dessa motkrafter väljer vi i detta läge att åter gå neutrala i vår taktiska allokering. Vi tar helt enkelt det säkra för det osäkra.

Större börsnedgångar sker oftast i samband med recessioner och vinstras. Globalt spås vinsterna öka med runt 10 procent i år – kanske för högt, men får vi bara en hyfsad vinstökning finns hopp om stigande kurser även i år.

UNIKT STORT VÄRDERINGSGAP

P/E-tal, 12 mån framåtblickande

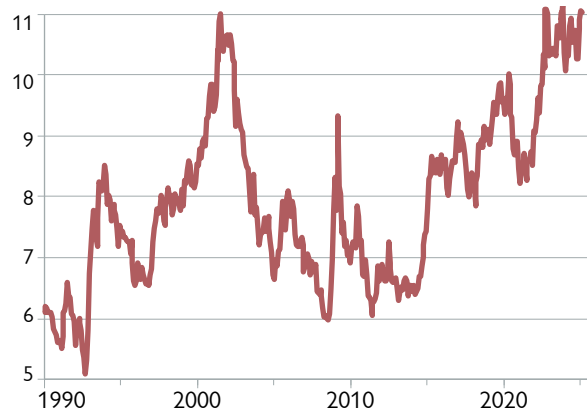


LJUSNING FÖR EUROPA?

Vilken geografi som är bäst att investera i är inte givet. USA har överpresterat under lång tid, vilket också har lett till högre värderingar. Värderingsskillnaden gentemot Europa och Sverige är nu rekordstor (se graf ovan till vänster) och frågan är hur länge trenden kan fortsätta. Som vi beskriver i avsnittet *Investeringsklimat* (se sidan 10) bedömer vi att Europa och Sverige får se en viss ekonomisk återhämtning i år. Det kan bli en katalysator som i kombination med den låga värderingen attraherar större kapitalströmmar än tidigare. Den höga värderingen i USA innebär rimligen också att risken där har ökat. Aktiemarknaden räknar i dagsläget inte med några större bakslag för *tech*-giganterna. Skulle något oförutsett inträffa kan domen bli hård (som Deep Seek-uppståndelsen indikerade).

DOLLARN HAR GYNNAT GLOBALA AKTIER

USD/SEK, valutakurs



DOLLARN HAR STÖD

Eftersom USA står för runt 70 procent av det globala börsvärdet blir synen på landet avgörande för synen på tillgångsslaget utländska aktier. Därmed blir även den amerikanska dollarn en viktig parameter. Dollarn har stigit kraftigt de senaste fyra åren, framför allt mot kronan (se graf ovan till höger), och har därmed tydligt bidragit till en fin avkastning på placeringar kopplade till den amerikanska valutan. Trumps valseger har initialt eldat på trenden, men dollarn älskas av många och är på höga nivåer. Det är notoriskt svårt att göra valutaprognoser och vi nöjer oss med att fastställa att dollarn rimligen är känslig för om utvecklingen i USA blir mindre positiv än väntat. Vi tror dock att dollarn förblir en säker hamn som har både tillväxt- och ränteskillnader på sin sida.

Sammantaget har vi ingen tydlig preferens för vare sig svenska eller utländska aktier. USA har fortsatt bättre fundamenta, men är också dyrare och har mindre

överraskningspotential. Svenska aktier kan drabbas av handelstullar, men är billigare och borde gynnas av lägre räntor och en lite piggare konjunktur.

Vapenvila i Ukraina skulle också möjligen kunna ge en liten extra skjuts åt aktier i Europa och Sverige, beroende på hur den utformas.

Vi noterar dessutom att den svaga kronan ger fint bränsle till vinstutvecklingen i svenska exportbolag.

KORTA PUCKAR I SNABBRÖRLIG VÄRLD

Med allt detta sagt har vi för närvarande en kortare tids-horisont än vanligt i vår förvaltning. Mycket oväntat kan hända som motiverar en omprövning av positioneringen. Likviden från den reducerade aktieexponeringen placeras i räntebärande investeringar. Här är avkastningsnivåerna ganska rimliga, men premierna för att ta kreditrisk är rekordlåga och de nominella räntorna i Sverige och Europa är relativt låga. Viss inflationsrisk kvarstår också. Tillgångsslaget lär dock fortsatt vara ett bra skydd mot en lågkonjunktur.

ALTERNATIVA TILLGÅNGAR STABILISERAR

Vi väljer en fortsatt neutral vikt mot alternativa tillgångar. Under 2024 fungerade de som en okorrelerad byggesten i portföljerna och skapade en stabil och godkänd avkastning. Vi ser i nuläget ett liknande år framför oss. Tillgångsslaget består av flera olika investeringsstrategier som har olika förutsättningar att frodas. Från tid till annan tenderar aktier att ha en positiv korrelation med räntebärande investeringar, och i sådana perioder fyller alternativa tillgångar en särskilt viktig funktion för att stabilisera totalavkastningen.

ALLOKERING

Globala aktier

I vår breda portfölj med fonder och ETF:er (Carnegie Utländska Aktier) är vi neutralt positionerade mellan regioner, givet den höga osäkerheten kring handelspolitiken. Inom USA föredrar vi taktiskt finans, kommunikation och bioteknologi, medan vi underviktar dagligvaror och *utilities* mot bakgrund av sektorernas relativa vinstutveckling och investerarsentimentet. I den europeiska exponeringen underviktar vi Tyskland och Storbritannien och föredrar i stället Spanien och Schweiz mot bakgrund av makroekonomisk medvind och starkt prismomentum.

I vår portfölj med enskilda aktier (*Global Stock Picking*) har vi en stor övervikt mot teknologi, särskilt mot bolag inom datacenter och halvledare, medan vi underviktar *Mag 7*. Vi har även stor strukturell exponering mot elproduktion och därmed *utilities* samt en övervikt mot industri och råvaror, drivet av bolag med koppling till energi. Största innehav är Microsoft, TSMC och Infineon.

Svenska aktier

Fastigheter har släpat efter och har nu bättre förutsättningar än på länge. Vi äger Balder sedan tidigare och har även tagit in Sagax i portföljen. Vi fortsätter att premiera kvalitetsbolag som presterar bra över tid – exempel är Lagercrantz, Lifco, AAK och ABB. Vi har ökat i Hexagon, som har ett tufft år bakom sig. På sektornivå överviktar vi teknologi genom innehav i just Hexagon samt Ericsson och NCAB. Hälsovård är också en övervikt genom positioner i Sobi, Getinge, Astra Zeneca och Arjo. Vi underviktar finanssektorn, framför allt investmentbolag. Största innehav är Volvo, Investor och Atlas Copco.

Räntebärande investeringar

Efter det amerikanska valet i november tog vi ned durationen till svag undervikt, höjde den till neutral i takt med att räntorna steg snabbt, men valde att åter gå till en liten undervikt efter räntefallet. Inom statsobligationer är vi underviktade USA och överviktar Europa och Sverige. Även inom *investment grade*-ratade företagsobligationer är vi underviktade USA och överviktar Europa. I början på 2025 sålde vi av vår exponering mot amerikanska realränteobligationer. *Leveraged loans* och *fallen angels* är två nya komponenter i portföljen. Trots låga kreditspreadar tycker vi att *high yield* fortfarande är attraktivt, men väljer att höja kreditkvaliteten inom tillgångsslaget.

Alternativa investeringar

Merger arbitrage identifierar felprissättningar i samband med företagsförvärv och sammanslagningar. Hedgefondstrategin hade ett dåligt 2024, men ser klart intressant ut inför 2025 då klimatet för företagstransaktioner ser ut att ljusna. *Equity long/short* lyckades bra under 2024 och vi har under hösten tagit in ytterligare en sådan förvaltare. Katastrofobligationer har varit en lyckad placering trots många stormar och bränder – den förväntade avkastningen är nästan tvåsiffrig, så vi behåller positionen. Vi ser fortsatt alfapotentia inom alternativa investeringar, vars låga korrelation och låga samvariation diversifierar den totala portföljen.

GRUNDPORTFÖLJER

Viktförändringar i urval

	Undervikt	Neutral vikt	Övervikt
Globala aktier			
Carnegie Utländska Aktier			
USA			
Europa			
Finans			
Dagligvaror			
Biotech			
Global Stock Picking			
TSMC			
Infineon			
Mag 7			
Svenska aktier			
Balder			
Epiroc			
Getinge			
Handelsbanken			
Hexagon			
Räntebärande investeringar			
Kreditrisk			
Statsobligationer			
Investment grade			
High yield			
Regioner			
USA			
Europa			
Norden			
Alternativa investeringar			
Alternativ Alfa			
Alternativ Inkomst			

Aktuell vikt

AI

Smartare modeller

Kostnadseffektivare modeller för generativ AI skärper konkurrensen, men kan också öka AI-användningen. Hur snabbt syns effekterna, och i vilka tech-segment?

Den 20 januari installerades Donald Trump som president i USA. Den kinesiska AI-aktören Deep Seek valde att samma dag släppa sin nya, högpresterande och mer kostnadseffektiva modell för generativ AI (GAI). Börserna skakade till: Nasdaq 100 föll med 3 procent, *Magnificent Seven*-bolagen med 2,5 procent och amerikanska halvledarbolag och energibolag med hela 10–20 procent. Ironiskt

Foto: Ian Young/Nvidia



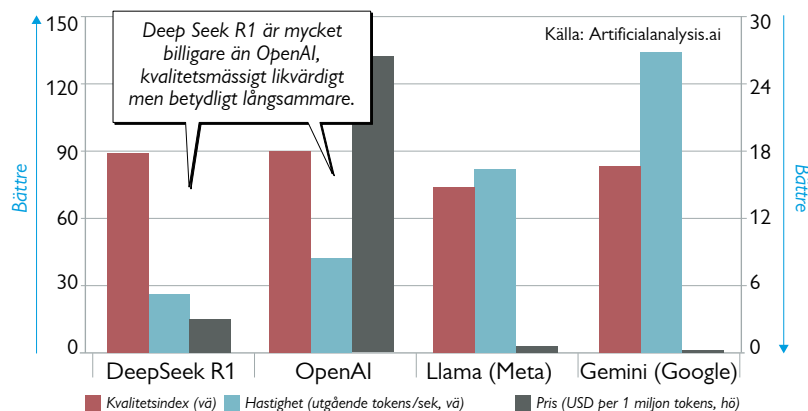
Nvidias vd Jensen Huang med AI-superchipet GB200, som uppges kosta runt 60 000 dollar per styck.

nog har Deep Seek konstruerats av en kvantfond, High-Flyer. USA:s exportkontroll sporrade dem att hitta effektivare processorer och tekniker: Kina-teamet har använt lite äldre AI-chip från Nvidia, avsevärt billigare än den mest avancerade chipserien Blackwell, och byggt vidare på befintliga GAI-chatbotar. Resultatet i en rad prestandatester är i klass med dagens

ledande AI-modeller (se graf nedan). Källkoden till Deep Seek är ”öppen”, och kan gratis laddas ned och användas av vem som helst. Samtidigt tar OpenAI 200 dollar i månaden för sitt dyraste abonnemang. OpenAI har investerat hundratals miljoner dollar i sin chatbot, men har alltså svårt att nå lönsamhet, enligt bolagets vd och grundare Sam Altman.

SÅ BRA ÄR DEEP SEEK

Utvalda AI-modellers prestanda



KOMMER AVKASTNINGEN?

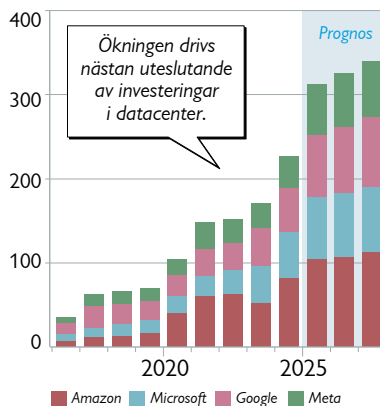
De senaste åren har ett fåtal *tech*-jättar lyft borsindex till nya rekordnivåer. Bolagen har pumpat in hundratals miljarder dollar i GAI-modeller och relaterad infrastruktur. Under 2024 hörde flera energibolag till årets bästa aktier. Får *tech*-jättarna nu se sina affärsmodeller naggas i kanten av kostnadseffektiva Deep Seek och andra aktörer, såsom Alibabas nya AI Qwen 2.5-Max? Om de nya modellerna går att köra lokalt på datorer eller mobiltelefoner – hur realistiska är då tillväxtprognoserna för molnbaserad AI? Mjukvarumiljön är dynamisk och snabbväxande. Är det särskilt klokt att allokera enorma resurser till ny hårdvaruinfrastruktur som inte står klar på flera år? Avkastningen är i dag svår att förutspå såväl avseende omfattning som tidsperspektiv.

BREDARE AI-GENOMSLAG

GAI-modeller åtnjuter varken nätverkseffekter eller skalfördelar eftersom det krävs så mycket energi för att köra modellerna. Redan nu är ett otal gratisprodukter (en del med

MYCKET STÅR PÅ SPEL

Tech-giganternas investeringar, mdr USD



öppen källkod) tillgängliga för vem som helst. Microsofts AI-assistent Copilot i mjukvarusviten Office (för 30 dollar i månaden per användare) har begränsad tillströmning. Tankarna går till internetbubblan under det tidiga 2000-talet, med dess gigantiska felallokeringar av kapital.

Å andra sidan: När vi kan välja och vraka mellan GAI-modellerna breddas troligen AI-användningen i olika sektorer. Större kostnadseffektivitet ökar ofta produktiviteten, och i ett makroekonomiskt perspektiv den potentiella tillväxten. Det är

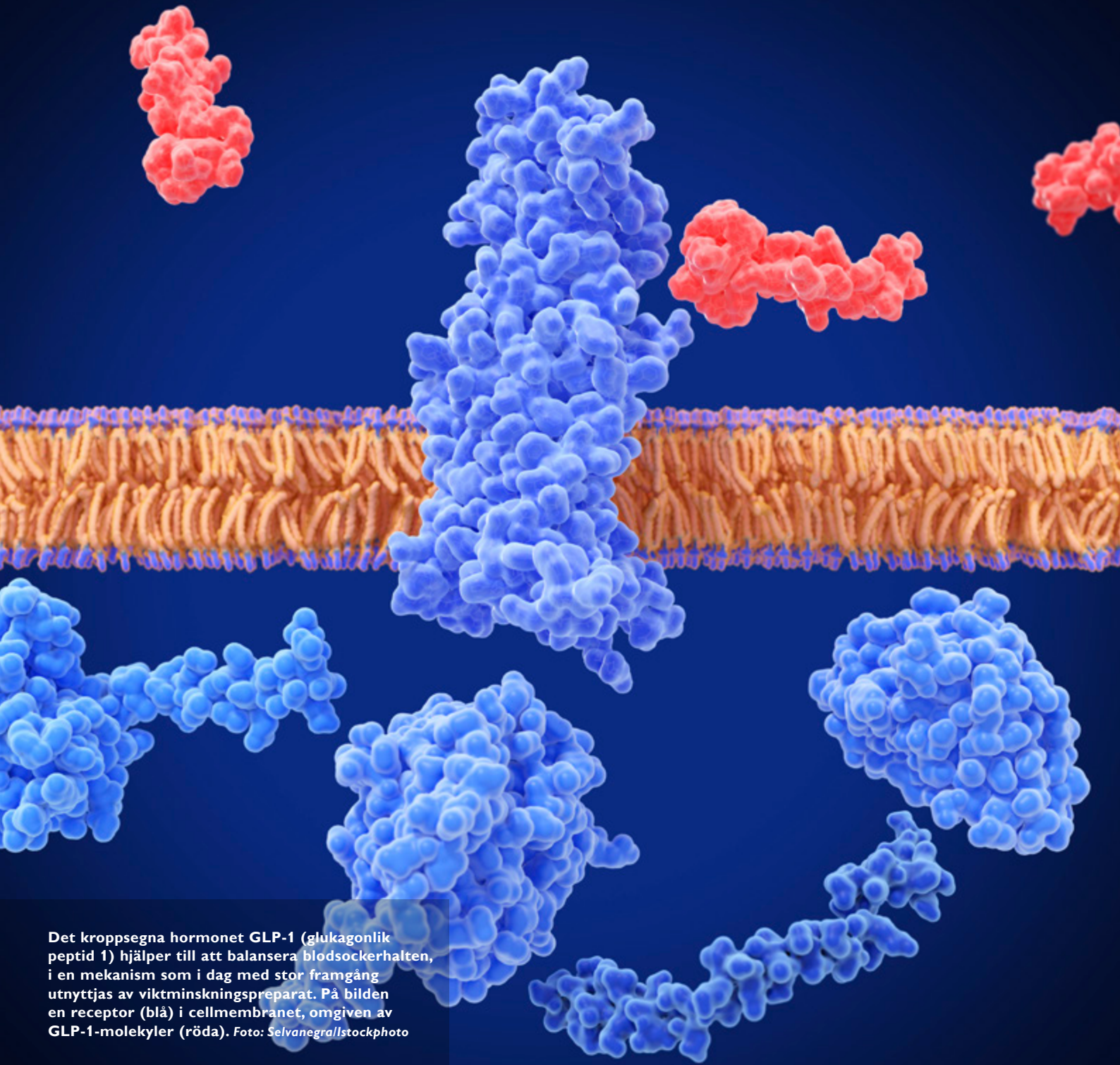
välbehövligt eftersom demografitrender minskar arbetskraftsutbudet i de flesta utvecklade länder och Kina. När internet slog igenom i mitten av 1990-talet ökade den amerikanska produktiviteten under många år och blev en motor för ekonomin. Att hitta uthålliga vinster och vinnande bolag var knepigare. När jag jobbade i London 1994 använde vi Netscape på kontoret – Google Chrome, som dominerar i dag och genererar fin vinst, lanserades först 2008!

ANDRA VINNARE

Deep Seek-nyheterna har stärkt betydelsen av ett *stock picking*-perspektiv på teknologi. På längre sikt blir vinnarna sannolikt de aktörer som har egenutvecklade data, hittar lönsamma kunder eller erbjuder affärstillämpningar – precis som när Google drog ifrån *dotcom*-årens favorit Cisco.

De nya AI-produkterna kan användas militärt och för cyberkrigsföring. På så sätt gör Deep Seek och dess kollegor geopolitiken än mer komplex.

Brian Cordischi
Chief Investment Officer



Det kroppsegna hormonet GLP-1 (glukagonlik peptid 1) hjälper till att balansera blodsockerhalten, i en mekanism som i dag med stor framgång utnyttjas av viktminskningspreparat. På bilden en receptor (blå) i cellmembranet, omgiven av GLP-1-molekyler (röda). Foto: Selvanegrallstockphoto

TEMA. **Trots teknikutveckling i högt tempo – nu med AI-stöd – har stora delar av hälsovårdssektorn hamnat i skuggan av tech. Många biotech-bolag är uppköpskandidater. Vi kombinerar defensiv hälsovårdsexponering med en aktivt förvaltnad biotech-fond.**

Innovation till rabatt

När covid-19-pandemin bröt ut för fem år sedan stod världen stilla, men efter bara några månader hade *biotech*-bolagen Moderna och Biontech utvecklat vaccin med hjälp av den nya genbaserade mRNA-tekniken. Efter ett rekordsnabbt godkännande började vaccinen rullas ut i december 2020, mindre än ett år efter pandemiutbrottet, och beräknas ha räddat livet på minst 15 miljoner människor globalt. Detta är bara ett exempel på den innovationsförmåga vi sett i hälsovårdssektorn de senaste åren. En revolution har skett inom genbaserad medicin¹, där

forskarna har hittat nya sätt att behandla allt ifrån cancer till sällsynta sjukdomar. Med så kallade GLP-1-agonister, som ursprungligen togs fram för behandling av diabetes, har branschen lanserat en riktig *blockbuster* (försäljnings-succé) inom viktminskning. Till och med inom tidigare svårlösta områden som alzheimer har nu framsteg gjorts, bland annat av det svenska bolaget Bioarctic. Stora delar av innovationen sker i mindre *biotech*-bolag.

Många länder står inför en demografisk utmaning – deras invånare blir allt äldre och hälsovårdskostnaderna skenar. Efterfrågan på nya läkemedel som kan hålla människor friska högre upp i åldrarna är därför en av de största långsiktiga megatrenderna. Trots

¹ Läs mer om *biotech* och besläktade investeringsområden i tidigare temaartiklar i *Allokering och portföljstrategi*, se översikt på sidan 41.

HISTORISKT BILLIG HÄLSOVÅRD

Rabatt/premie, P/E-tal hälsovård rel. S&P 500, procent



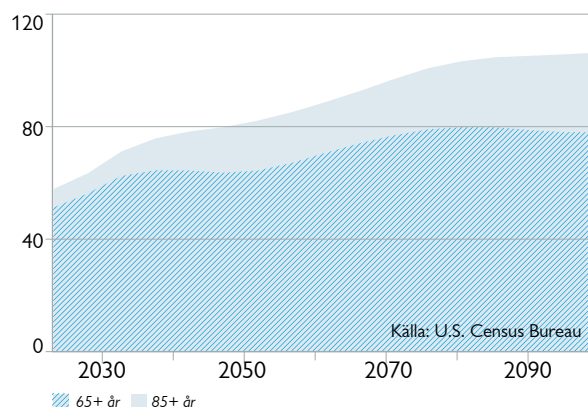
det har *biotech*-sektorn, som står för en så stor del av utvecklingen, hamnat lite i skymundan på börsen då investerarna fokuserat helt på AI-temat. Även hälsovård är ett område där AI har stor potential att höja produktiviteten framöver. Dels i forskningen kring nya läkemedel, dels genom att effektivisera processen för godkännanden av läkemedel, som i dagsläget är lång och kostsam.

Den högre räntemiljön har gjort finansiering dyrare och varit en utmaning de senaste åren. I USA har också den politiska osäkerheten ökat genom president Donald Trumps nominering av vaccinskeptikern Robert F. Kennedy Jr. till ny hälsominister. Många föreslagna reformer av det amerikanska hälsovårdssystemet blir troligen svåra att genomföra i praktiken.

Motvindarna för *biotech*-sektorn har varit många, men efter en tre år lång *bear market* avspeglas det nu i värderingen. Duktiga *stock pickers* har dock fortsatt

SÅ ÄLDRAS USA

Antal äldre, USA, miljoner



kunnat skapa god avkastning, eftersom *biotech*-sektorn är ett av börsens mest ineffektivt prissatta områden – med stor skillnad mellan bra och dåliga bolag. Sektorn är också svår för generalister att analysera: Att ta fram nya läkemedel är en omständlig process, och bara runt 10 procent av alla kandidater där kliniska studier inleds blir till slut godkända läkemedel (ännu färre når kommersiell framgång).

Sammantaget ger detta ypperliga möjligheter för aktiva förvaltare att göra skillnad. När den politiska oron lagt sig kan avregleringar och ökad *MeA*-aktivitet bli positiva katalysatorer för en vändning under 2025. Investerarna kan då återigen få upp ögonen för den strukturella tillväxt och innovation som *biotech* har att erbjuda.

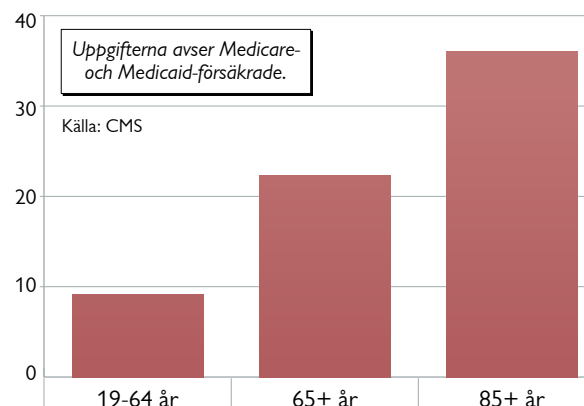
De stora läkemedelsbolagen har också en tuff period bakom sig och hela hälsovårdssektorn handlas nu på historiskt låga nivåer relativt den breda marknaden (se graf ovan till vänster). Även här ser vi goda möjligheter till en återhämtning.

EFTERFRÅGAN DRIVS AV DEMOGRAFI

Det finns en strukturell efterfrågan på hälsovård som väntas öka i takt med att befolkningar åldras och välfärdssjukdomar blir vanligare i många delar av världen. USA är den största marknaden för hälsovårdsrelaterade produkter och tjänster. Där går nu den stora *baby boomer*-generationen successivt i pension (se graf till höger på motstående sida): År 2030 väntas antalet invånare över 65 år ha ökat till närmare 75 miljoner, från knappa 40 miljoner för ett årtionde sedan. 65-plussare spenderar i genomsnitt 2,4 gånger mer på hälsovård än personer under 65 år (se graf till höger). Trenden syns i de flesta västländer, liksom i Kina. 2050 är var sjätte person i världen över 65 år, jämfört med var tionde i dag. När medelklassen växer och välståndet ökar stiger efterfrågan på hälsovård även på tillväxtmarknader med yngre befolkning, exempelvis Indien.

ÅLDRADE BEFOLKNING KOSTAR MER

Sjukvårdskostnader per capita, USA, tusental USD (2020)



Sjukvårdskostnader utgör en allt större del av statsbudgetarna – ett växande och på sikt ohållbart problem. En stor del av pengarna läggs i dag på vård och behandling

NYA BOTEMEDEL MED BIOTECH

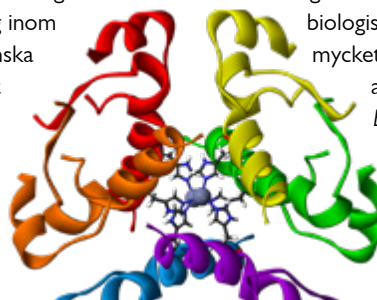
Biologiska läkemedel har en aktiv substans som är av biologiskt ursprung, exempelvis levande celler eller vävnad. Till skillnad från vanliga farmaceutiska läkemedel som består av kemikalier med låg molekylvikt ("småmolekylära läkemedel") är molekylerna i biologiska läkemedel större och mer komplexa att ta fram. Läkemedlen är ofta känsliga för tillverkningsförhållanden och dyra att producera. Fördelen är att de kan designas för specifika sjukdomsformer som är svåra att behandla med vanliga

läkemedel. Vacciner, enzymer, peptider och avancerade terapier (genbaserade terapier, immun- och cellterapi) är exempel på biologiska läkemedel.

Biotech-sektorn föddes genom 1970-talets framsteg inom genteknik. Amerikanska Genentech (grundat 1976) anses vara det första *biotech*-bolaget. Insulin för diabetiker hade tidigare utvunnits

från djur, och när Genentechs syntetiska insulin godkändes av FDA 1982 tog industrin fart.

I dag tillverkar de stora läkemedelsbolagen både farmaceutiska och biologiska läkemedel, men mycket innovation sker alltjämt hos mindre *biotech*-bolag.



Insulinmolekyler i så kallad hexamerform.

Illustration: Wikimedia Commons



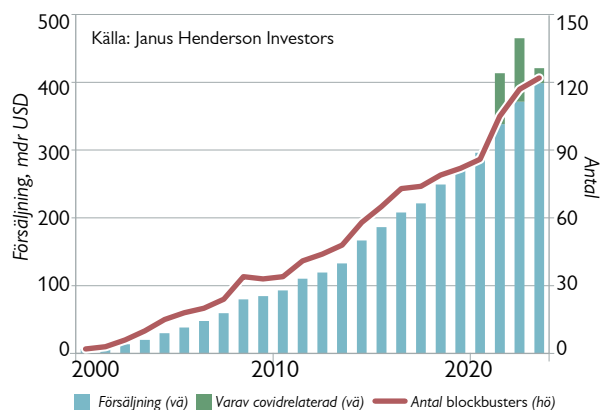
På många håll i världen åldras befolkningarna, vilket ökar samhällets kostnader för läkemedel och vård. Enligt en studie i vetenskapstidskriften *NPJ Aging* stiger USA:s direkta sjukvårdskostnader för demenssjukdomar från knappt 200 miljarder dollar år 2020 till 1 400 miljarder dollar år 2060.

Foto: Istockphoto

av kroniska sjukdomar. Med bättre diagnostik och medicinska innovationer skulle behandling kunna sättas in tidigare, och i större utsträckning motverka att sjukdomar bryter ut, så att vi i förlängningen håller oss friskare högre upp i åldrarna. Det skulle på sikt kunna sänka de totala hälsovårdskostnaderna.

STORSÄLJARNAS SUCCÉ

Läkemedel med försäljning överstigande 1 miljard USD



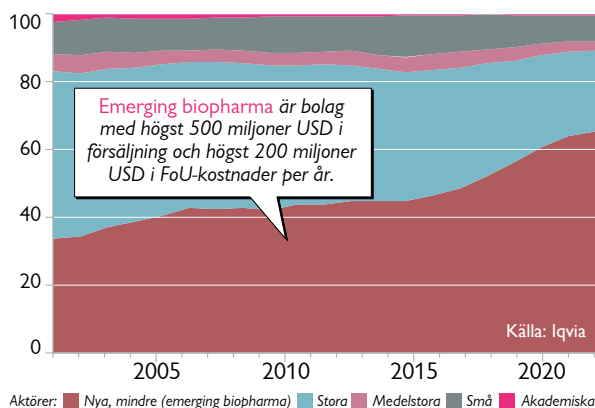
GENKARTA GRUNDEN TILL INNOVATION

Ökad innovation är en nyckel till sänkta sjukvårdskostnader. Stora framsteg har gjorts inom en rad sjukdomskategorier de senaste åren, däribland diabetes, immuno-onkologi, genbaserad medicin och alzheimer. Grunden till den ökade innovationstakten inom *biotech* lades av Human Genome Project, ett internationellt forskningsprojekt som 1990–2003 kartlade människans DNA-kod (arvsmassa). Kostnaden för en komplett sekvensering av människo-DNA har fallit från 100 miljoner dollar år 2001 till 500 dollar i dag. Det har möjliggjort en revolution inom genbaserad medicin som i sin tur kunnat tillämpas på många olika områden. Produktiviteten i sektorn har ökat de senaste åren, med fler godkända läkemedel och fler som når *blockbuster*¹-status (se graf ovan).

¹ Läkemedel med en årlig global försäljning som överstiger 1 miljard dollar brukar betecknas som *blockbusters*.

HÖG INNOVATION I SMÅ BIOTECH-BOLAG

Läkemedels-pipeline från fas I till regulatorisk ansökan, procent

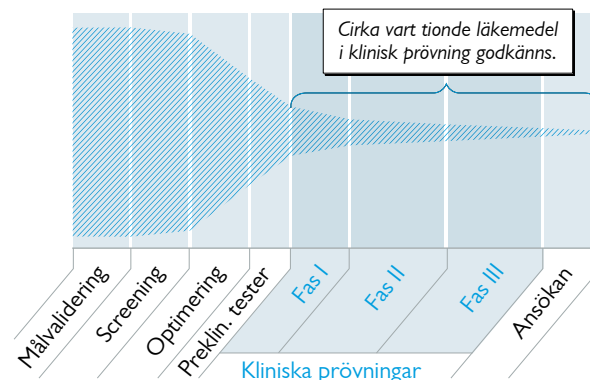


AI ÖKAR UTVECKLINGSTEMPOT

Att utveckla nya läkemedel är i regel en lång och kostsam process – bara ett fåtal projekt lyckas ta sig till marknaden (se graf ovan till höger). Syftet med de kliniska testerna är att garantera att läkemedlet är säkert och används inom rätt områden samt att dokumentera eventuella biverkningar. AI-verktyg skulle kunna förbättra och snabba på läkemedelsutvecklingen, vilket i sin tur skulle höja produktiviteten i hela sektorn. I forskningsfasen kan AI gå igenom stora kemiska och biologiska datamängder för att identifiera och designa läkemedel. I senare skeden kan AI förutspå proteinstrukturer och ge bättre förståelse för hur läkemedlet samverkar och reagerar i tester. Det underlättar

GENOM NÅLSÖGAT

Från målstruktur till godkänt läkemedel



Källa: Duxin Sun m.fl., Acta Pharmaceutica Sinica B, 2022

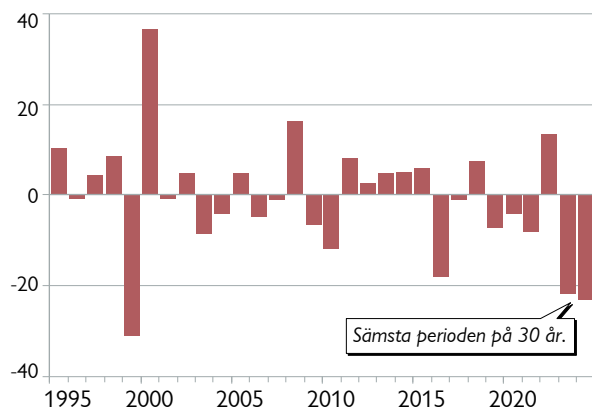
när branschaktörer ska förbereda och kalibrera designen på sina läkemedelskandidater inför de kliniska studierna och förbättra chansen att nå framgångsrika resultat. Detta kommer att dels spara kostnader, dels korta ned tiden för utveckling av läkemedel (som i dag ofta är uppåt tio år).

Fortfarande befinner vi oss i ett tidigt skede, och befintliga system och byråkratier är trögrörliga. Det råder dock ingen tvekan om att området har stor potential. Med AI kan läkemedel kanske utvecklas tio gånger snabbare än i dag, säger Demis Hassabis, grundare av Googles AI-center Deep Mind och Isomorphic Labs (och Nobelpristagare i kemi förra året), till tidningen *Financial Times*.

AI kan gå igenom stora kemiska och biologiska datamängder för att identifiera och designa läkemedel. I senare skeden kan AI förutspå proteinstrukturer och ge bättre förståelse för hur läkemedlet samverkar och reagerar i tester.

HÄLSOVÅRD HAR HALKAT EFTER BÖRSEN

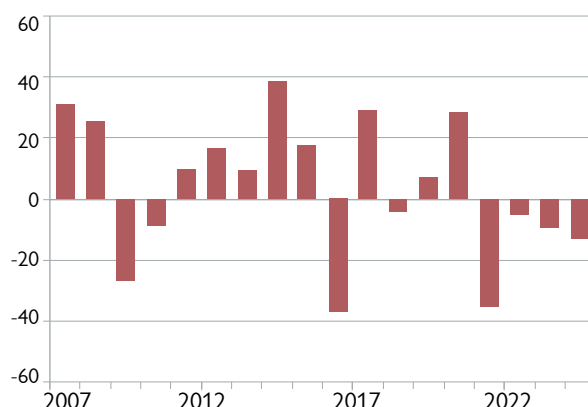
Årsavkastning, hälsovård relativt S&P 500, procent

**DÄRFÖR HAR SEKTORN PRESSATS**

Trots långsiktiga strukturella medvindar och hög innovationstakt har både den breda hälsovårdssektorn och *biotech*-index halkat efter USA-börsen i stort de senaste åren. Hälsovårdsindex i USA har haft sin sämsta period relativt S&P 500 på 30 år och *biotech*-indexet XBI har utvecklats sämre än småbolagsindexet Russell 2000 fyra år i rad – den sämsta perioden sedan XBI skapades 2007.

Pandemin: Lång väg till normalläget

En viktig delförklaring till att hälsovård och *biotech* kommit på efterkälken är pandemin. Hälsovårdssektorn tillhörde de stora vinnarna under pandemin, så normaliseringen

REKORDLÅNG MOTVIND FÖR BIOTECHÅrsavkastning, XBI (likaviktat *biotech*) rel. småbolag, procent

post-covid har tagit extra lång tid. Vissa stora läkemedelsbolag – särskilt de som inriktat sig på storsäljande covid-vaccin – har sett fallande vinststillväxt i spåren av höga jämförelsetal och normaliserad försäljning. Inom medinteknik bidrog pandemin till att sjukhusen gjorde stora beställningar och byggde upp lager, som först nu börjar normaliseras. För sjukhusoperatörer och försäkringsbolag ökade efterfrågan på standardbehandlingar (exempelvis inom ortopedi) som fått vänta under pandemin. Efter två års låg beläggning under pandemin ökade beläggningsgraden markant och börjar först nu normaliseras. Försäkringsbolagen har också hunnit justera upp premierna för att täcka de ökade kostnaderna.

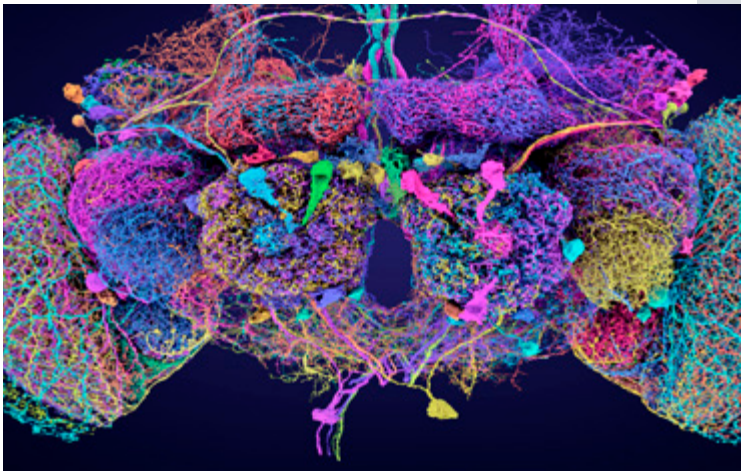
Hälsovårdssektorn tillhörde de stora vinnarna under pandemin, så normaliseringen har tagit extra lång tid. Vissa stora läkemedelsbolag har sett fallande vinststillväxt i spåren av höga jämförelsetal och normaliserad försäljning.

Hög ränta har försvårat finansiering

Stigande räntor och färre M&A-transaktioner har varit en annan tydlig motvind för *biotech*. Särskilt de mindre *biotech*-bolagen är beroende av extern finansiering och har haft det svårt på börsen under perioder då tioårsräntan i USA stigit. En lugnare ränteutveckling framöver skulle kunna gynna sektorn.

Tech-dominans går ut över defensiva sektorer

Den avslagna utvecklingen för hälsovård relativt S&P 500 beror också delvis på att uppgången i USA de senaste åren har varit så smal. Ett fåtal stora *tech*-bolag har drivit börsindex till nya rekordnivåer, samtidigt som många andra sektorer halkat efter – särskilt de mer defensiva delarna av marknaden, som det breda hälsovårdsindexet tillhör (se graf på nästa sida).

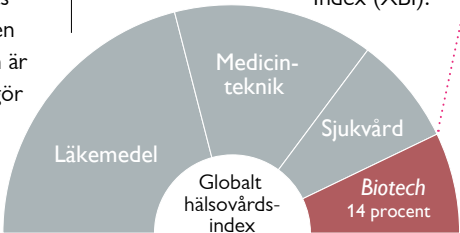


Kopplingarna mellan fruktflugans 139 255 hjärnceller har kartlagts av det AI-stödda projektet Flywire. Förhoppningen är att på sikt kartlägga människans hjärna för att bättre kunna bota neurologiska sjukdomar. Foto: Tyler Sloan och Amy Sterling/Flywire

LIKAVIKTAT INDEX GER BÄST ÖVERBLICK

Det globala hälsovårdsindexet domineras av de stora läkemedelsbolagen, men ger även en betydande exponering mot medicinteknik- och vårdbolag. *Biotech* utgör emellertid endast 14 procent av detta globala hälsovårdsindex och representeras där bara av de allra största bolagen (se figur intill). USA-exponeringen är också stor: amerikanska bolag utgör 72 procent av hela indexet, och 88 procent av *biotech*-delen. Nasdaq har ett marknadsvärdesviktat *biotech*-index,

men det domineras också av de allra största aktörerna. Många investerare som vill följa det stora universumet av mindre *biotech*-bolag använder det likaviktade S&P Biotechnology Select Industry Index (XBI).



Största *biotech*-komponenter:

Bolag	Procent-enheter
Abbvie	4,4
Amgen	2,0
Vertex Pharma	1,6
Gilead Sciences	1,6
CSL	1,1
Regeneron Pharma	1,0
Argenx	0,5
Alnylam Pharma	0,5
Biogen	0,3
United Therapeutics	0,2
Övriga	1,0

Politisk ovisshet – risker och möjligheter

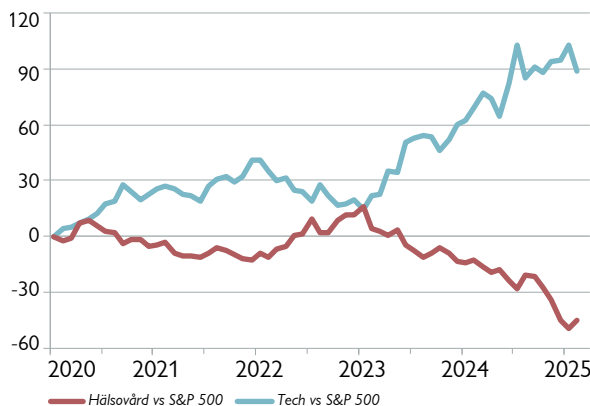
Det återstår att se om RFK Jr godkänns som ny minister, och vilka reformer han kan få igenom¹. Hälsovård var inte ett av Trumps fokusområden i valkampanjen, och givet Republikanernas knappa majoritet i både representanthuset och senaten är stora förändringar sannolikt svåra att förverkliga (som vi såg under Trumps första



Att omorganisera USA:s hälsomyndigheter, exempelvis FDA och National Institutes of Health (budget: 48 miljarder dollar), står på vaccinskeptikern Robert F. Kennedy Jr:s agenda, liksom att inget fluor ska tillsättas i dricksvattnet. Foto: Kevin Dietsch/Getty Images/TT

TECH-DOMINANS HAR PRESSAT HÄLSOVÅRD

Relativ avkastning, procent



mandatperiod). Ett orosmoln är om RFK Jr inför förändringar hos FDA (USA:s livsmedels- och läkemedelsmyndighet) som försvarar och fördröjer godkännanden av nya läkemedel. Samtidigt har Republikanerna historiskt varit företagervänliga och för avregleringar. USA:s konkurrensverk FTC, som varit striktare än normalt i sina bedömningar de senaste åren, skulle kunna lätta på tyglarna och därmed gynna *M&A*-aktiviteten.

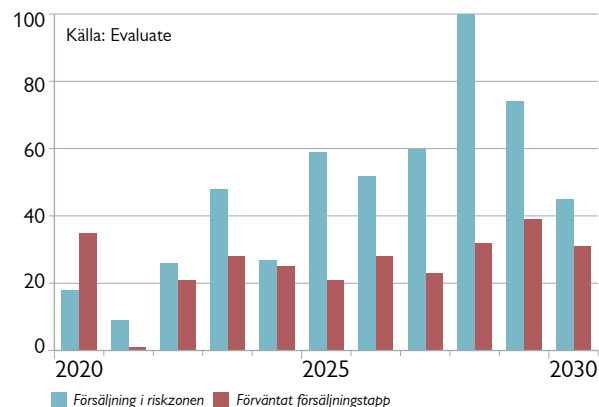
M&A EN POTENTIELL KATALYSATOR

De mindre *biotech*-bolagen står som nämnts ovan för en allt större del av tidig forskning kring nya läkemedel (se graf till vänster på sidan 35). Ofta tecknar de samarbetsavtal eller blir uppköpta av de stora läkemedelsbolagen

¹ RFK Jr har även lagt mycket fokus på generell hälsa, med skarp kritik mot livsmedelsbranschen och den ohälsosamma mat som skapat stora fetmaproblem i USA. Livsmedelsbranschen skulle kunna bli hans huvudfokus snarare än hälsovårdssektorn.

JAKTEN PÅ NYA LÄKEMEDELSPATENT

Potentiella försäljningstapp när patent utlöper, mdr USD



som har musklerna att ta nya läkemedel till marknaden. *MezA* kan lyfta aktiekursen för enskilda bolag, men också utgöra en sentimentsindikator där ökad aktivitet främjar hela sektorn. Efter en periods hög aktivitet under pandemiåren har *MezA*-transaktionerna minskat, såväl i marknaden generellt som i *biotech*-sektorn.

2025 kan den breda *MezA*-aktiviteten ta fart igen, konstaterade vi i vår strategiuppdatering i december. Avregleringar och ett positivt företagsentiment i kombination med ett uppdämt behov av att göra affärer är de starkaste argumenten. Det gäller även hälsovårdssektorn, där många stora läkemedelsbolag har patent som löper ut de kommande fem åren (*patent cliff*, se graf ovan) – de behöver uppgradera sina forskningsportföljer genom förvärv. Läkemedelsjättarna har också gott om torrt krut: Enligt skattningar från konsultfirman EY uppgår deras kassor till över 1 000 miljarder dollar. Vi bedömer att *MezA* är en katalysator som kan lyfta hela sektorn under 2025.

HOPP FÖR MILJARDER MÄNNISKOR

• **Viktninskning:** GLP-1 är ett kroppseget hormon som balanserar blodsockret genom att stimulera insulinproduktion i bukspottkörteln. Läkemedel inriktade på GLP-1-mekanismen togs ursprungligen fram för diabetesbehandling, men har nått stor framgång inom viktninskning. Globalt finns 2,5 miljarder överviktiga (varav 890 miljoner med fetma, enligt WHO). Forskning bedrivs om GLP-1-läkemedel som behandling av indikationer som hjärtproblem, leversjukdomar, alzheimer med mera. Novo Nordisk och Eli Lilly är ledande aktörer, men GLP-1 lockar många bolag. Intressant är att hitta läkemedel med färre biverkningar och som kan tas i tablettform.

• **Cancer:** Många framsteg bygger på *biotech*-innovationer som gen-, immun- och cellterapi samt antikroppsbasead behandling. Cancer är den näst vanligaste dödsorsaken, med nära 10 miljoner dödsfall årligen – ett av de viktigaste områdena för hela hälsovårdsindustrin.

• **Genetiska sjukdomar:** Genteknik ger hopp om bot av över 7 000 genetiska sjukdomar, som till 95 procent saknar behandling. Diagnoserna är oftast ovanliga, men saknas behandling kan nya läkemedel säljas till högre pris.

• **Neurologi:** För sjukdomar som involverar hjärnan och andra delar av centrala nervsystemet är behandlingsmöjligheterna få men det medicinska behovet stort. 55 miljoner människor globalt har alzheimer eller andra demenssjukdomar. Flera genombrott de senaste åren har utlöst forskning även inom andra områden, såsom parkinson, ALS och schizofreni.

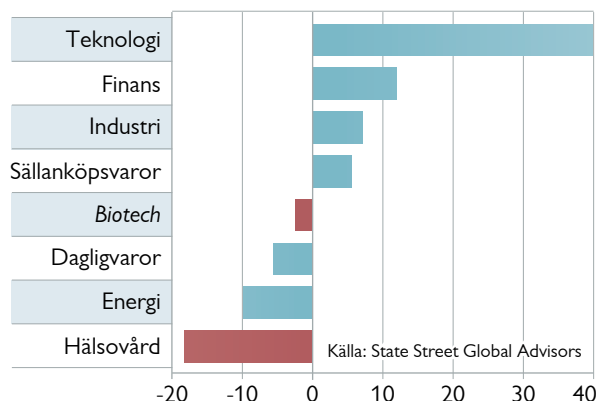


En aktuell storsäljare.

Foto: Novo Nordisk

HÄLSOVÅRD: STÖRST UTFLÖDE AV KAPITAL

ETF-flöden 2023–2024, miljarder USD



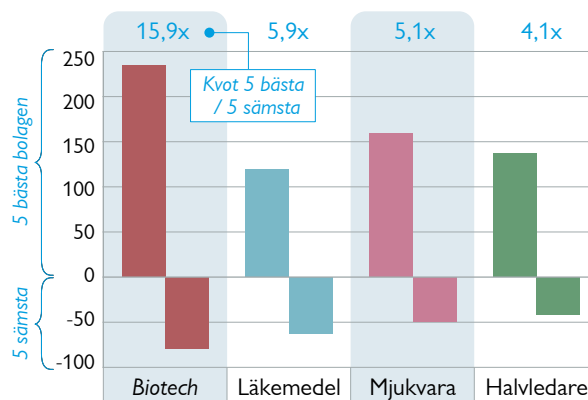
VÄRDERING: INTRESSANT LÄGE

Efter de senaste årens svaga utveckling värderas hälsovårds-sektorn i dag historiskt lågt relativt marknaden. Värdering är sällan ett bra *timing*-verktyg, men givet sektorns långsiktigt intressanta tillväxtmöjligheter i kombination med en fortsatt hög innovationsnivå ser vi goda möjligheter att trenden vänder framöver. De flesta motvindar branschen mött är enligt vår bedömning av övergående karaktär.

Ett annat tecken på att mycket negativt är inprisat är att hälsovård i USA var sektorn med störst utflöden de senaste två åren, med *biotech*-sektorn inte långt därefter (se graf ovan till vänster). Värderingsmässigt är *biotech* mer svåranalyserat, givet den stora spridningen samt

SPRIDNING GYNNAR EXPERTKOMPETENS

Avkastning 10 år, genomsnitt 2014–2023, procent



betydande inslag av olönsamma förhoppningsbolag i index. Sektorn är nu tillbaka på sin långsiktiga median-nivå sett till nyckeltalet *EV/Sales* (bolagets totala värde i förhållande till försäljningen). Ur ett värderingsperspektiv ser vi ett intressant långsiktigt köpläge både i den breda hälsovårdssektorn och i *biotech*. Inom *biotech* gör investerare dock bäst i att undvika indexinvesteringar och i stället leta efter aktiva förvaltare.

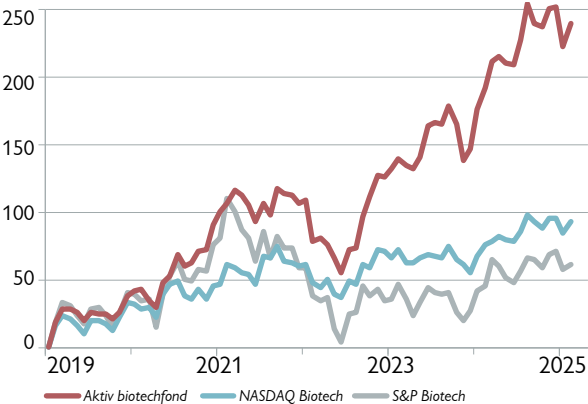
VIKTEN AV AKTIV FÖRVALTNING

När Carnegie Private Bankings förvaltare bygger portföljer och allokerar kapital till olika investeringsområden utgår vi alltid ifrån indexalternativet och väger fördelarna

Ur ett värderingsperspektiv ser vi ett långsiktigt köpläge både i den breda hälsovårdssektorn och i *biotech*. Inom *biotech* gör investerare dock bäst i att undvika indexinvesteringar och i stället leta efter aktiva förvaltare.

BRANSCHKUNSKAP LÖNAR SIG

Avkastning i SEK, procent



med aktiv förvaltning mot dess oftast högre kostnader. Därefter sätter vi samman en mix av kostnadseffektiva indexlösningar och utvalda aktiva förvaltare på de områden där vi bedömer att aktiv förvaltning har störst möjligheter att generera alfa. På aktiemarknaden uppvisar få indexsektorer en mer ineffektiv prissättning än *biotech*, så här kan aktiva förvaltare göra särskilt stor skillnad.

Ytterst få läkemedelskandidater under utveckling blir till slut kommersiella framgångar. Att bedöma potentialen hos olika läkemedel – utifrån dels den grundläggande vetenskapen, dels utfallet under de kliniska studiernas olika faser – är extremt svårt för en generalist. Även experter har svårt att bedöma den kommersiella risken för nya läkemedel – analytikernas konsensusestimater är fel i 90 procent av fallen. Risknivån varierar också kraftigt mellan olika forskningsområden.

Allt detta bidrar till att prissättningen av bolagen ofta hamnar rejält fel – även i de bra bolagen, som ofta

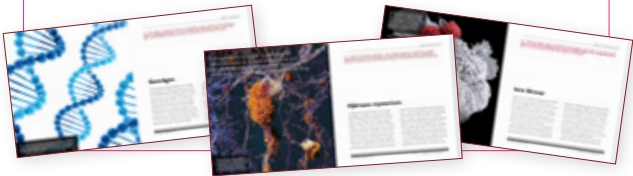


Aktien rusade med över 170 procent på en dag när det svenska börsbolaget Bioarctic hösten 2022 redovisade positiva fas III-data för den antikroppsbaseade alzheimer-substansen Lecanemab. Carnegies analytiker räknar med att Bioarctic under år 2026 ökar sin omsättning kraftigt till nästan 2 miljarder kronor. Foto: Bioarctic

Biotech-relaterade teman i Allokering och Portföljstrategi:

Tema	Utgåva
Immuno-onkologi	Våren 2017
Fetma och diabetes	Sommaren 2017
Genbaserad medicin	Sommaren 2019
Alzheimers sjukdom	Hösten 2021

Artiklarna finns tillgängliga digitalt – kontakta din rådgivare.



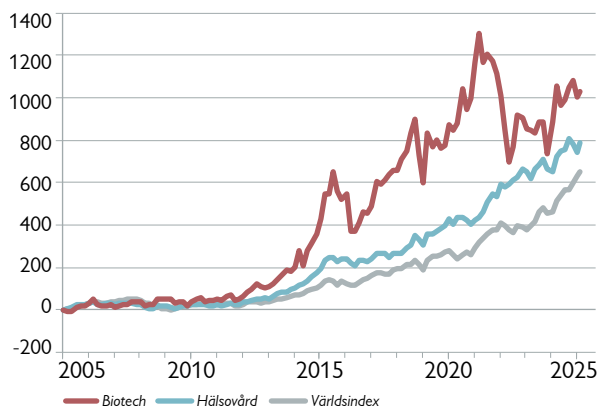


Arvsmassan DNA innehåller "ritningar" till proteiner. När celler ska tillverka dessa används så kallat budbärar-RNA (mRNA) som mellanled. mRNA-vacciner får celler att producera virusproteiner, vilket aktiverar immunsystemet. 2020 blev tyska Biontech först med ett godkänt mRNA-vaccin (mot covid-19). Foto: Biontech

handlas med stor rabatt. Resultatet är en enorm spridning av kursutvecklingen i sektorn (se graf till höger på sidan 40). En aktiv förvaltare som genom sin fundamentala analys och specialistkunskap kan göra en bättre riskbedömning än marknaden och vända oddsen till sin favör har därför stora möjligheter att addera alfa.

HÄLSOVÅRD EN LÅNGSIKTIG VINNARE

Avkastning i SEK, procent



En nyckel är riskbedömning och diversifiering (en *biotech*-portfölj kan ha 50–100 innehav): Förvaltaren är noggrann med storleken på positionerna och investerar i bolag inom ett flertal områden, liksom i läkemedel i olika utvecklingsfas.

Den aktiva *biotech*-förvaltare vi har investerat med och rekommenderat de senaste sex åren har över tid slagit *biotech*-indexet (se graf på sidan 41).

REKOMMENDERAD PORTFÖLJ

Hälsovårdssektorn utgör i dag 10 procent av världsindex. Givet stark långsiktig efterfrågan och hög innovationsgrad vill vi ha en strategisk övervikt mot området. Som grafen ovan visar har både hälsovård och *biotech* slagit världsindex över tid. Vår rekommendation är därför att hälsovård ska utgöra 15 procent av en global aktieportfölj.

Kombinationen av långsiktiga tillväxtmöjligheter och alfagenerering från aktiv förvaltning gör att vi förordar

övertikt mot *biotech* i vår hälsovårdsportfölj. Aktiva förvaltare kan skapa överavkastning även inom andra hälsovårdssegment, men efter att ha utvärderat flera breda hälsovårdsfonder bedömer vi att potentialen är avsevärt sämre där än inom *biotech*. Många breda hälsovårdsfonder som över tid slagit index har haft en strukturell övertikt mot *biotech*, vilket genererat portföljens alfa. När vi ställer den potentiella överavkastningen mot de högre kostnaderna kan investerare lika gärna använda sig av en kostnadseffektiv ETF för att få bred exponering mot stora hälsovårdsbolag.

Med två byggstenar – en aktiv *biotech*-fond och en ETF mot de stora bolagen i den globala hälsovårdssektorn – erhålls en väldiversifierad portfölj med goda alfamöjligheter till ett rimligt pris. För den mer defensiva rekommenderar vi en 70/30-exponering mot ETF:en respektive

fonden. För den mer riskvillige rekommenderar vi en 50/50-mix (som i vår portfölj Global Tema, se nedan).

Eftersom *biotech* är mer riskfyllt och högbeta, medan den globala hälsovårdssektorn är mer defensiv och lågbeta, går det också att taktiskt justera portföljrisken utifrån makromiljö eller individuella riskpreferenser. För närvarande överviktar vi *biotech* i våra portföljer.

RISKER

- Kraftigt stigande räntor är den största riskfaktorn för *biotech*.
- Politisk risk gällande prissättning på läkemedel, längre ledtider och färre godkännanden från FDA samt misslyckade kliniska studier är en risk för både *biotech* och de stora läkemedelsbolagen.

GLOBAL TEMA: TRENDER MED SMÅBOLAGSFOKUS

I portföljen **Global Tema** samlar Carnegie Private Banking de bästa tematiska idéer som vi skrivit om här i *Allokering och portföljstrategi* genom åren.

Områden med strukturella medvindar ger bättre förutsättningar för bolag att öka försäljning och lönsamhet över tid. Vår ambition är att hitta teman som antingen är i tidig fas eller utgör nischer i megatrender som teknologi, hälsovård och miljö.

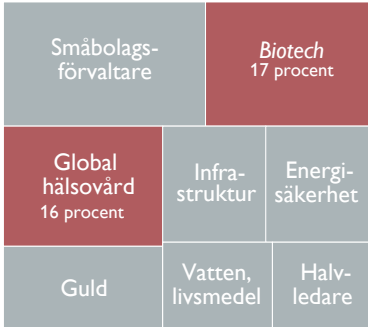
Vi utvärderar hela värdekedjan och köper inte bara de största

bolagen som marknaden redan associerar med temat.

Portföljen har också ett tydligt småbolagsfokus, med avsikten att minst 50 procent av exponeringen alltid ska utgöras av små och medelstora bolag. Småbolag är en mer ineffektiv del av marknaden, där aktiv förvaltning kan generera en extra småbolagspremie.

Global Tema fokuserar på lönsamma bolag med rimlig värdering. Investeringshorisonten sträcker sig över flera år, men långsiktigt intressanta teman kan periodvis bli

Global Tema, portföljvikt



kortsiktigt övervärderade. Värdering och makromiljö påverkar därför portföljens taktiska allokering.

Globala aktier

REKOMMENDATIONER. **Bland sektorer i USA föredrar vi biotech och finans. Global Stock Picking har stor tech-exponering, men underviktar Mag 7. Inom energiområdet breddar vi vår exponering.**

Carnegie Private Banking erbjuder flera sätt att ta exponering mot globala aktier. Vår breda portfölj Carnegie Utländska Aktier är inriktad på länder, regioner och sektorer, medan förvaltningen i *Carnegie Stock Picking* gör enskilda aktieval.

CARNEGIE UTLÄNDSKA AKTIER

I portföljen Carnegie Utländska Aktier tillämpar vi en datadriven *top-down*-analys. Våra modeller fångar upp signaler från makroekonomi-, fundamental- och

sentimentsdata. Signalerna bildar sedan underlaget i analysen som styr portföljens förvaltning. Vidare följer vi nyhetsflödet och läser externa analyser för att bilda oss en uppfattning på mer svårkvantifierade områden, exempelvis avseende politisk risk och långsiktiga strukturtrender. Vi arbetar med byggstenar såsom sektorer och regioner för att ge våra kunder en bred och diversifierad aktieexponering, med övervikt där våra modeller och analyser anger att vi sannolikt kan generera överavkastning relativt ett globalt aktieindex.

EXPONERING Carnegie Utländska Aktier

Förändringar sedan december 2024

Allokering mellan regioner

	Undervikt	Neutral vikt	Övervikt
USA			
Storbritannien			
Schweiz			
Tyskland			
Sverige			
Spanien			
Japan			
Kanada			
Australien			
Tillväxtmarknader			

■ Aktuell vikt ■ Tidigare vikt

Allokering mellan sektorer (USA)

	Undervikt	Neutral vikt	Övervikt
Teknologi			
Finans			
Hälsovård			
Sällanköpsvaror			
Kommunikation			
Industri			
Dagligvaror			
Energi			
Utilities			
Fastigheter			
Material			

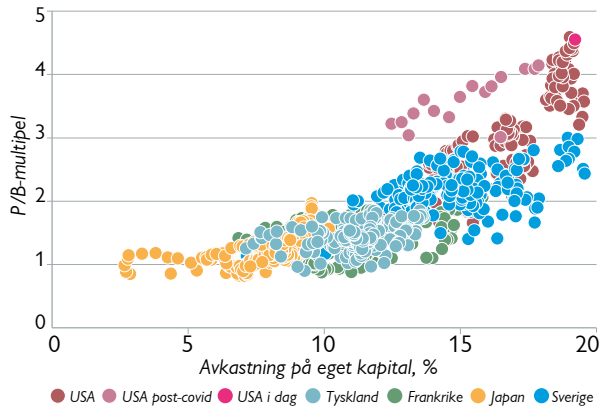
AKTUELL PORTFÖLJ

Positioner och förändringar

- Neutral positionering mellan USA och Europa givet den höga osäkerheten kring handelspolitiken.
- AI-temat breddas och vi ökar övervikten mot kommunikationssektorn.
- Industribarometrar är svaga och även om energibehovet strukturellt är stort underviktar vi defensiva *utilities*.
- Vi har övervikt mot Spanien och Schweiz mot bakgrund av en stark makrobild och stimulerande penningpolitik.

USA: VALUTA FÖR PENGARNA?

Värdering och avkastning på eget kapital, sedan 2005



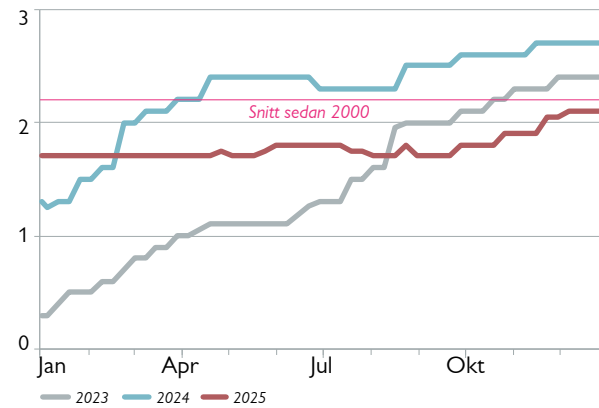
Stabila vinster, höga värderingar

Värderingen i USA är historiskt hög. Lika tydlig är den icke-linjära relationen mellan lönsamhet och värdering (se graf ovan till vänster). Som framgår av grafen ökar även spridningen i takt med bolagens lönsamhet. Vi har därför svårt att motivera en undervikt mot USA enbart med att värderingarna är höga just nu.

Argument för att de höga värderingarna består är exempelvis en fortsatt stark amerikansk ekonomi och att världens största bolag gör enorma investeringar i artificiell intelligens (AI – läs mer på sidan 28). Huruvida en ny bubbla växer fram är svårt att säga i dag. Nyheterna om Deep Seeks framgång skakade visserligen om delar av AI-sfären, men vi tror att en modell med öppen källkod (*open source*) som når liknande prestanda som de ledande modellerna, men mer resurssnålt, kan få fler typer av aktörer att jobba med vidareutveckling, förädling och tillämpning av

USA: FORTSATT GOD FART

Prognosutveckling, amerikansk BNP-tillväxt, procent



AI. Oavsett detta finns bolagens lönsamhet och den amerikanska konsumentens styrka onekligen där.

En annan risk som diskuteras är inflationen, till följd av dels en stark ekonomi, dels tullpolitik.

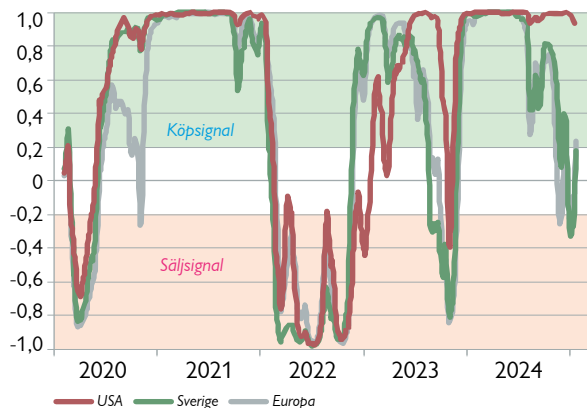
TVÅ AKTIVA GLOBALA PORTFÖLJER¹

- **Carnegie Utländska Aktier:** *Top-down*-analys. Fokus på länder och sektorer. Kostnadseffektiv förvaltning med främst ETF:er eller utvalda aktiva fonder.
- **Global Stock Picking:** *Bottom-up*-analys. Portfölj med ett 50-tal aktier: cirka 35 innehav inom energi, energiomställning samt tech, plus 15 bolag för diversifiering. Noll exponering mot fossila bränslen. 100 procent aktiv förvaltning.

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

MODELLEN: LJUSNING I EUROPA PÅ VÄG?

Betyg av trendmodell med medellång horisont



När det gäller USA:s tillväxtpotential visar grafen till höger på föregående sida revideringar av konsensus. 2023 uppreviderades efter ett svagt 2022, medan 2024 följde en liknande trend. Konsensusprognoserna för BNP ligger under fjolårets estimat och är nu i linje med trenden. Trots en mer osäker politisk miljö ser vi utrymme för överraskningar på uppsidan.

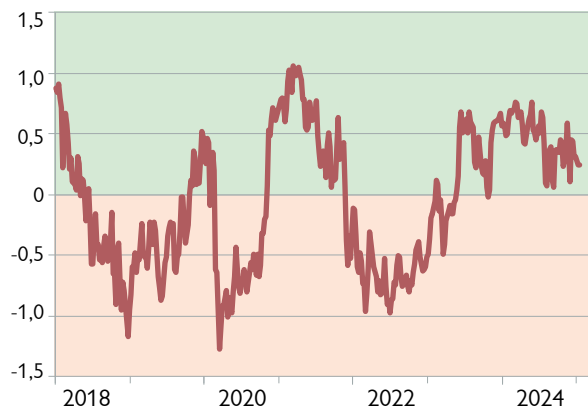
BNP-data visar således på fortsatt potentiell styrka, medan värderingarna vittnar om högt ställda förväntningar. Vi övergår då till att utvärdera pristrend och sentiment.

Enligt en av våra trendmodeller har pristrenden varit betydligt starkare i USA än på övriga utvecklade marknader, i synnerhet under andra halvan av 2024. Pristrenden är fortfarande stark i USA, något mer vacklande på övriga utvecklade marknader.

Sentimentet är alltså positivt (se graf ovan till höger), men inte lika mycket som tidigare.

INVESTERARNA TROR PÅ USA

Sammanvägda sentimentssignaler, USA



Sammantaget är vi därför positiva till att ta risk i portföljen, men extra uppmärksamma på sentiments- och trendskillen, eftersom de höga värderingarna gör den potentiella fallhöjden så stor.

USA: Cykliskt blir intressant

För att ta ställning till vår positionering i USA har vi tittat mycket på den amerikanska tioårsräntan. Trots att Federal Reserve sänkte styrräntan med 1 procentenhet under andra halvan av 2024, steg långräntorna med nästan 1 procentenhet – ett ytterst ovanligt fenomen. Förklaringen är att marknaden tror på högre framtida inflation till följd av Trump-tullar och hans i övrigt expansiva politik. I den senaste statistiken syns emellertid tecken på att inflationen ger med sig, vilket tagit ned långräntorna något från toppen i mitten av januari. Vi följer dock uppmärksamt hur marknaden prissätter konsekvenserna av

tullhot, av tullar som faktiskt införs och av uppgörelser för att undvika tullar.

Mot denna bakgrund väljer vi att försiktigt övervika cykliska sektorer och så kallade högbetabranscher i USA (bland annat kommunikation), eftersom vi bedömer att AI-trenden kan fortsätta och breddas till mjukvarusidan, från ett tidigare tydligt hårdvarufokus.

Vidare övervikt vi finanssektorn baserat på den starka ekonomiska medvinden och en brantare räntekurva. Däremot undervikt vi defensiva sektorer såsom dagligvaror och *utilities* (bland annat elproduktion) – mot sistnämnda talar på kortare sikt svaga barometrar från tillverkningsindustrin, sektorns relativa vinster och värderingar samt Deep Seeks frammarsch såsom en mindre energięntensiv AI-teknologi.

Inom hälsovårdssektorn i USA övervikt vi bioteknologi via en aktivt förvaltd specialiserad fond. I temavsnittet på sidan 30 redogör vi mer i detalj för varför vi gillar *biotech*. Som bieffekt erhåller vi viss exponering mot småbolag, vilket troligen är gynnsamt just nu.

Europa: Övervikt Schweiz och Spanien

Europas 2024 skilde sig starkt från USA:s. Det var en period då södra Europa tog revansch på norra Europa. Grekland och Spanien – makroekonomiska sorgebarn ökända via den gamla akronymen PIGS – hörde till länderna med Europas högsta BNP-tillväxt, och deras aktieindex steg med över 20 procent i föl.

Under 2024 präglades Europa av politisk instabilitet. En strid ström av dåliga nyheter kom från Tyskland om landets ekonomi, politiska situation och det stadiga

förfallet i en bilindustri utsatt för allt tuffare konkurrens från kinesiska elbilstillverkare. Icke desto mindre levererade den tyska börsen stark avkastning, främst drivet av mjukvarubolaget SAP (upp runt 72 procent under 2024) som utgör cirka 15 procent av det tyska aktieindexet DAX. Frankrike, som hade liknande politiska motvindar, fick det däremot väldigt tufft på aktiemarknaden – under 2024 var landets börs den allra sämsta i västvärlden.

Vi ser således en tydlig divergens mellan dessa båda politiskt vindbarkade länder där Parisbörsen var den sämsta i Europa, medan Frankfurt hörde till de bästa under 2024. Vi ser positivt på Frankrike, i synnerhet då stimulansviljan öka i Kina: Om de kinesiska konsumenterna blir mer köpsugna brukar det gå bra för den franska lyxsektorn. Vi avvaktar dock något med att övervika Frankrike, behåller vår undervikt mot Tyskland och har initierat en undervikt mot Storbritannien.

Vi övervikt Schweiz och Spanien. För Spanien talar landets makroekonomiska medvind. Schweiz erbjuder vissa defensiva egenskaper som väger emot den relativt offensiva allokeringen mot USA. Dessutom har Schweiz makroekonomisk medvind och för en stimulerande finanspolitik.

Helheten: Neutrala och snabbfotade

Vi är neutralt viktade mellan regioner. Men givet volatil Trump-retorik, högt uppskrivade förväntningar på USA-börsen, och potential för europeisk revansch när de politiska stormarna avtar, är vi lyhörda för förändringar i statistik och sentiment, och snabbfotade i våra allokeringar.

GLOBAL STOCK PICKING

Denna aktivt förvaltade portfölj bygger på *bottom-up*-analys och innehåller ett 50-tal aktier: cirka 35 innehav inom fokusområdena energi, energiomställning och *tech*, plus 15 innehav som diversifierar exponeringen med hälsovård, finansiella tjänster och konsumtion. Portföljen har ingen exponering mot utvinning av fossila bränslen.

Portföljutveckling 2024

När vi summerar börsåret 2024 kan vi konstatera att energiomställningsbolagen utvecklades svagt under hösten, vilket missgynnat portföljen relativt världsindex. 2024 slutade ändå med en stark absolut avkastning (16,7 procent), betydligt bättre än andra fonder med liknande tematisk inriktning.

Det är tydligt att segertåget för *tech* fortsatte under fjolåret. De klart bästa sektorerna var informationsteknologi och den tekniktunga kommunikationssektorn (med bolag

som Alphabet och Meta). Överlägsen vinnare bland storbolagen var återigen AI-chiptillverkaren Nvidia, som steg med 170 procent efter cirka 240 procents uppgång 2023. Kursuppgången på 819 procent under tvåårsperioden förklaras helt av vinstutvecklingen.

Av *Mag 7*-bolagen finns Microsoft, Alphabet och Nvidia i GSP-portföljen. Vi ser fortsatt positivt på bolag vars försäljning drivs av de enorma datacenter-investeringarna (läs mer i höstens *Allokering och portföljstrategi*).

Jakten på fler datacentervinnare

Kursutvecklingen för världens 1 200 största börsbolag illustrerar hur mycket energi datacenter behöver. Bland fjolårets sju största vinnare återfanns Siemens Energy (+320 procent), Vistra (+258 procent), Mitsubishi Heavy Industries (+170 procent) och GE Vernova (+151 procent). Siemens, Mitsubishi och GE Vernova är världens tre klart största tillverkare av utrustning för

EXPONERING Största positioner, GSP-portföljen, procent

Bolag	Inriktning	Portföljvikt	Övervikt
Microsoft	IT-relaterade produkter	6,8	2,7
Infineon	Halvledartillverkare	4,6	4,5
Alphabet	Internet, datacenter	4,4	1,3
TSMC	Halvledartillverkare	4,4	4,4
Chart Industries	Industri	3,1	3,1
Abbvie	Läkemedel	3,1	2,6
United Health	Hälsovård	3,0	2,3
Visa	Betalningslösningar	2,7	1,9
Nvidia	Halvledartillverkare	2,5	-1,5
Thermo Fisher	Medicinteknik	2,4	2,1

AKTUELL PORTFÖLJ

Positioner och förändringar

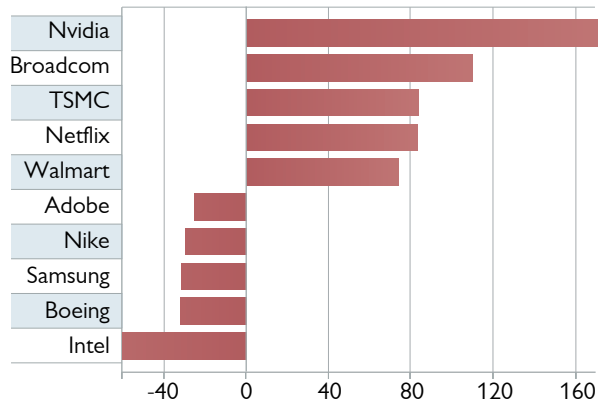
- Stor övervikt mot *tech* inom datacenter och halvledare. Däremot underviktat portföljen *Magnificent Seven*. Högvärderade Apple såldes under hösten.
- GSP överviktat även elproduktion (särskilt fossilfri) och därmed *utilities*. Av bolag med koppling

till energi överviktas dessutom industri och råvaror.

- Nya innehav under hösten/vintern är ASML (utrustning för produktion av halvledare), Core & Main (vattenrelaterade produkter) och Fluor (bygger industri och infrastruktur). Vi har även flera nya innehav inom energi.

VINNARE OCH FÖRLORARE

Kursutveckling 2024, 100 största bolagen globalt, procent

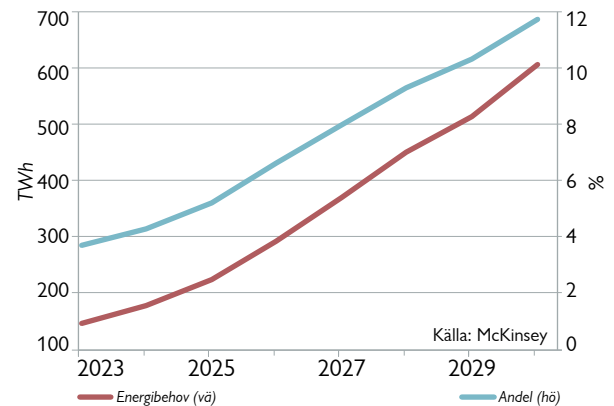


elproduktion och elnät, och gynnades framför allt av en kraftigt förändrad syn på gasturbiner. Till skillnad från utfasningsperspektivet tidigare ses denna teknik nu som en beprövad lösning när efterfrågan på el växer kraftigt.

Världen behöver öka elproduktionen de närmaste decennierna, drivet av elektrifieringens betydelse för att minska utsläppen av växthusgaser. Energiomställningen går långsammare än vad många spått, men eftersom datacenter växer så kraftigt överträffar efterfrågan på el tidigare prognoser. Det är särskilt tydligt i USA, där elförbrukningen i föl ökade mer än på över 20 år och där energiefterfrågan från datacenter beräknas tredubblas fram till 2030. Microsofts vd Satya Nadella sade i december att energi nu är den begränsande faktorn för datacenter (tidigare var det processorer). Under 2024 visade också ett antal storaffärer att *tech*-jättarna vill säkra sin tillgång på ny elproduktion, även om det kostar:

DATACENTER SLUKAR ALLTMER ENERGI

Datacenters energibehov, USA



- *Microsoft* ingick avtal med Brookfield Renewable för köp av 10,5 GW fossilfri el.
- *Amazon* köpte ett datacenterprojekt i Pennsylvania som drivs av kärnkraft, och har bidragit med 500 miljoner dollar till utveckling av småskalig kärnkraft.
- *Meta* ingick avtal om tre gasturbiner (2 262 MW) som ska producera el till ett nytt datacenter i Louisiana.
- *Microsoft* avtalade om att återuppta driften av en av kärnkraftsreaktorerna vid Three Mile Island.

Tech-jättarna är aktiva inom ny teknik. Två exempel:

- *Google* ingick avtal om geotermisk elproduktion med nyttjande av *enhanced geothermal*-tekniken (se nedan).
- *Microsoft* avtalade om 50 MW elproduktion från fusionsenergi.

Teknologier i fokus

Ökande efterfrågan på el från samhällets digitalisering, elektrifiering och AI-trenden ger upphov till en strukturell energiboom. Nuvarande förnybara produktion kommer inte att räcka till. Vi letar därför bredare exponering mot energiområdet. Intressanta teknologier är exempelvis:

- *Gasturbiner:* Det nya energilandskapet har förändrat synen på gasturbiner. Dessa är svåra att tillverka och i princip finns endast tre stora leverantörer – möjligheterna är således begränsade att öka utbudet i någon större utsträckning. Därför lär gasturbiner förbli en mindre del av lösningen, med fokus på hantera konsumtionstoppar som är alltför långvariga för exempelvis batterilösningar. Vi har köpt Bloom Energy.

- *Kärnkraft:* Intresset för kärnkraft har ökat väsentligt de senaste åren. Ny kärnkraft byggs och planeras i flera länder. Kina dominerar fortfarande, med cirka 29 reaktorer under byggnation av totalt 65 globalt.

Kärnkraftens stora fördel är att den ger pålitlig baskraft som inte varierar med vädret. Stora nackdelar är kostnadsnivån och ledtiderna. Två reaktorer i USA som nyligen startades tog 14 år att bygga (efter ett tre år långt tillståndsförfarande) och kostade 35 miljarder dollar. Hoppet står alltmer till småskalig kärnkraft,

SMR (*Small Modular Reactors*), men en bredare implementering lär dröja till början av 2030-talet. I vår portfölj finns Brookfield, vars dotterföretag Westinghouse konstruerar traditionella kärnkraftverk. Strålskyddsaktören Mirion är ett nytt innehav. Vi har också tagit exponering i byggkoncernen Fluor, som är majoritetsägare i noterade SMR-bolaget Nuscale.

Förhoppningarna att fusionsenergi ska bli en långsiktig del av lösningen har också ökat påtagligt. Här är dock frågetecknen kring kostnadsnivå och andra kommersialiseringsaspekter ännu fler än för SMR.

Förnybar energiproduktion

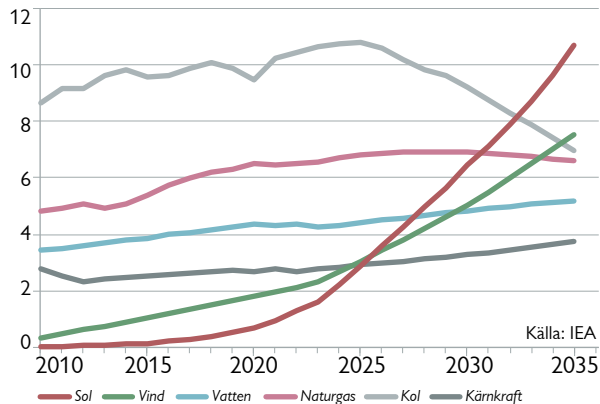
Inom förnybar energi, som sol- och vindkraft, är kostnadsnivå och ledtider i stället tydliga fördelar. Nackdelarna är produktionens oförutsägbarhet och att området blivit politiserat. Det sistnämnda har skapat osäkerhet och volatilitet, samtidigt som länder med tydligt politiskt stöd till sektorn får betydande långsiktiga konkurrensfördelar, exempelvis Kina – andra länder försöker kortsiktigt motverka detta genom exempelvis tullar.

De flesta bedömare drar ändå slutsatsen att förnybar energi, i synnerhet solkraft, kommer att stå för den stora merparten av all ny installerad effekt de närmaste årtiondena (se graf på motstående sida). I dagsläget föredrar vi exponering mot solenergi snarare än mot vindkraft.

Hoppet står alltmer till småskalig kärnkraft, SMR (*Small Modular Reactors*), men en bredare implementering lär dröja till början av 2030-talet. I vår portfölj finns Brookfield med Westinghouse, som konstruerar traditionella kärnkraftverk.

SOLKRAFT BLIR STÖRST

Elproduktion globalt, tusental TWh



Geotermisk energi har hittills bara använts i områden med hög geotermisk aktivitet nära jordytan. Ett stabilt och förutsägbart energislag som väckt intresse under året är *enhanced geothermal*. Teknologin påminner om *fracking* vid utvinning av skifffergas/olja, men med syftet att nå varmvatten på stora djup, vilket ger möjlighet till kontinuerlig elproduktion i betydligt fler områden. Nytt innehav inom geotermisk energi är Ormat Technologies.

AI och Deep Seek

Nyheten att kinesiska Deep Seek nyligen utvecklat AI-modeller både billigare och snabbare än de som tidigare utvecklats i västvärlden (se sidan 28) resulterade i stora kursfall i de bolag som förknippas mest med AI-temat, och även i många energirelaterade bolag och teman som vi berört i *Allokering och portföljstrategi*. Uppgifterna angående vilken utrustning som använts och vilka resurser som

krävts är ännu långt ifrån heltäckande, men i ett investeringstema som tilldragit sig så mycket uppmärksamhet är det ofta ”skjut först och fråga sen” som gäller. Marknadens initiala slutsats är att det kommer att behövas färre datacenter, färre eller enklare processorer, mindre energi med mera – men detta kan mycket väl ändras till att billigare modeller ger fler applikationer, mer användande, bättre avkastning *et cetera*, vilket talar för fortsatta investeringar i AI-relaterad infrastruktur. Vi är fortsatt övertygade om att området erbjuder många intressanta investeringsmöjligheter, men har påmint om att ”inga träd växer till himlen”.

Energiinvesteringar i GSP

Energi i bredare bemärkelse är ett investeringstema som är intressant under lång tid framöver. Politiska beslut kan dock snabbt ändra förutsättningarna för olika tekniker. I *GSP* har vi tidigare fokuserat de energirelaterade investeringarna till fossilfri energi (förnybar energi samt kärnkraft). Sedan i höstas letar vi efter vinnare på de ökande investeringarna i elproduktion och elnät i hela värdekedjan (vi investerar dock inte alls i utvinning av olja, gas och kol). Ett bredare perspektiv ger portföljen ett större investeringsuniversum, med bättre möjligheter att agera selektivt och byta segment vid behov. Vi har exempelvis nyligen tagit exponering mot kärnkraft, bränsleceller och geotermisk energi.

Svenska aktier

REKOMMENDATIONER. **Fastigheter bör stå inför en bättre period. Bland kvalitetsbolagen överviktar vi Lagercrantz och Lifco. Vi har en försiktig syn på Handelsbanken och Epiroc.**

Under 2024 avkastade Stockholmsbörsen knappt 10 procent. Det bleknar i jämförelse med utvecklingen i USA (+38 procent), men är trots allt något bättre än den genomsnittliga långsiktiga avkastningen på aktiemarknaden. I princip hela uppgången genererades under första kvartalet, därefter trampade börsen mer eller mindre vatten resten av året. Bland faktorerna som hållit tillbaka kurserna märks svaga konjunkturdata i Europa, oro inför förra höstens USA-val, och efter Trumps valseger: risken för omfattande handelstullar.

På bolagsnivå stack bland annat telekomleverantören Ericsson ut som en stor vinnare. Aktien gynnades av

stärkt lönsamhet och av lågt ställda förväntningar på bolaget för ett år sedan. I ljuset av det är vi nöjda med att vi vågade öka vikten i aktien förra vintern.

Börsåret 2025 har inletts starkt. Stockholmsbörsen har repat mod, med många cykliska bolag i toppen. Hexagon, SSAB, EQT, Volvo och Sandvik har alla stigit kraftigt – drivet av en stark dollar och förhoppningar om bättre konjunktur. Alla utom SSAB finns i vår portfölj. Miljön med stigande räntor har tyngt fastighetssektorn och vi har haft en försiktig inställning till denna. Men nu anas en ljusning.

Vinstutvecklingen är av största vikt för börsutvecklingen under det kommande året. I spåren av den tröga

EXPONERING

Selektiva över- och undervikter

■ Aktuell vikt

	Undervikt	Neutral vikt	Övervikt
AAK			
Balder			
Lagercrantz			
Hexagon			
Getinge			
Handelsbanken			
Epiroc			
Industrivärden			
Trelleborg			
H&M			

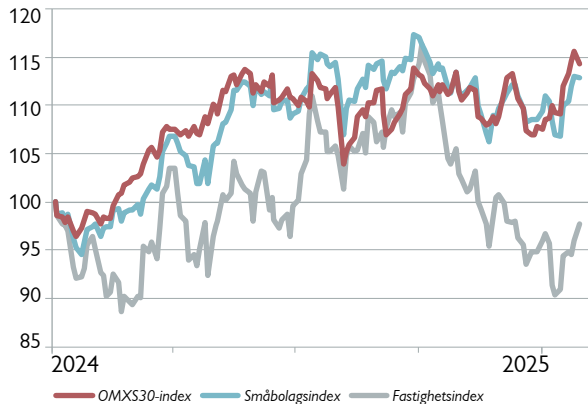
AKTUELL PORTFÖLJ

Positioner och förändringar

- Vi har viktat upp inom fastigheter genom att köpa Sagax. Balder är största innehavet.
- Portföljvikten mot verkstadssektorn har ökats. SKF är en ny position. Volvo, Atlas Copco och Sandvik är betydande innehav.
- Portföljen är neutral inom bank med störst vikt i SEB.
- Inom teknologi dominerar innehav som Hexagon, Ericsson och NCAB. Portföljen saknar exponering mot teleoperatörer.
- Lagercrantz, Lifco, Beijer Ref och Sdiptech står för exponeringen mot serieförvärvare.

STARK START PÅ 2024, SEDAN SIDLEDES

Börser, indexerad utveckling



konjunkturen har prognoserna successivt justerats ned det senaste året, vilket är en förklaring till den begränsade börsuppgången. På slutet märks en viss stabilisering. Många stora cykliska bolag på Stockholmsbörsen gynnas av den svaga kronan.

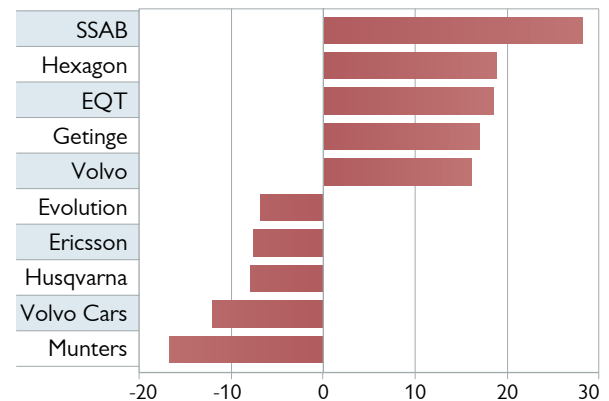
Konsensusförväntningarna för 2025 är att bolagen på Stockholmsbörsen ökar vinsterna med cirka 10 procent. Givet att värderingen är förhållandevis rimlig ser vi utrymme för stigande kurser även om prognoserna skulle visa sig vara något för optimistiska. Viktigast är att vinsterna faktiskt stiger.

KAN FASTIGHETER VAKNA TILL LIV IGEN?

Fastighetssektorn hade en stark period på börsen i mitten av fjolåret, men tappade sedan mark under fjärde kvartalet. Stigande långräntor satte sina spår i kursutvecklingen, samtidigt som bolag med betydande

VINNARE OCH FÖRLORARE

Kursutveckling sedan årsskiftet, urval, procent

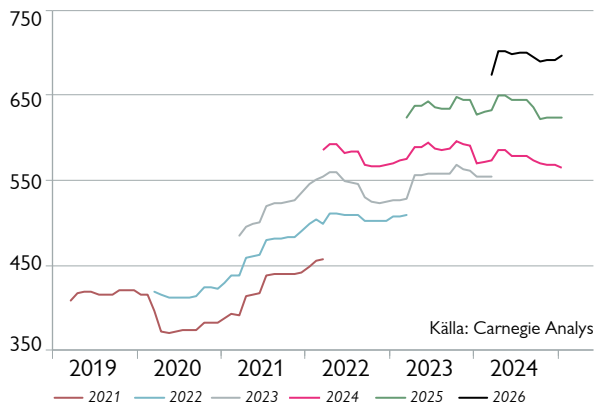


exponering mot kontor och handel även brottats med vikande efterfrågan på lokaler. Logistik- och samhällsfastigheter samt i viss mån bostäder har klarat sig bättre. Ett problem för fastighetssektorn har varit att värderingarna, trots svag utveckling under både 2022 och 2023, aldrig blev riktigt låga. Höga räntor slog hårt mot intjäningen i bolagen. Räntefallet i Sverige under 2024 har nu förbättrat utsikterna för fastighetsbolagen. Lägre räntekostnader gynnar vinstutvecklingen, samtidigt som vi ser tecken på en allmänt stabilare marknad där transaktionsvolymerna börjat öka igen och kreditmarknaden återöppnats. Finansieringen är inte längre ett problem.

Efter två år med fallande eller stillastående kassaflöden finns det fog för att tro på stigande intjäning igen. Därmed bör också läget ljusna för aktierna i sektorn. Värderingarna är förvisso fortfarande inte uppseendeväckande låga, men ändå bra mycket mer intressanta än på flera år.

STABIL VINSTTREND

Vinstförväntningar, Stockholmsbörsen, miljarder SEK

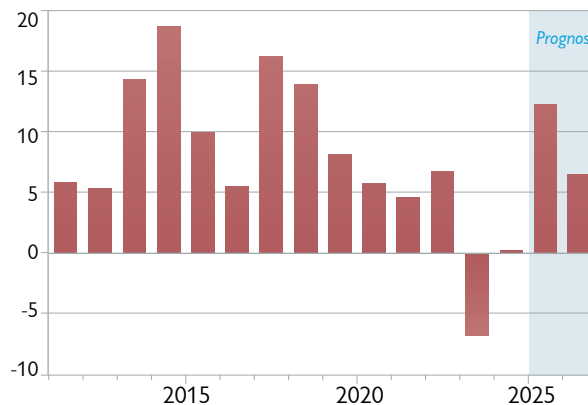


Investorer har länge varit osäkra på om bolagen värderat sina fastigheter rätt i redovisningen – en osäkerhet som försvinner när perioden med värdenedskrivningar är över. Det kan ytterligare öka intresset för sektorn.

Det finns en uppsjö av noterade fastighetsbolag i Sverige och med facit i hand borde en del mindre spelare ha hållit sig borta från börsen. Vi fokuserar på de större bolagen som har kritisk massa och bra likviditet i aktien. Balder har länge varit vår favorit i sektorn, och vi har under vintern ökat positionen något. Man kan ha synpunkter på huvudägaren Erik Selins många snåriga affärer som ibland också inkluderar Balder, men

TILLVÄXTEN ÅTER I SVENSKA FASTIGHETER

Kassaflöde i noterade fastighetsbolag, mediantillväxt, procent



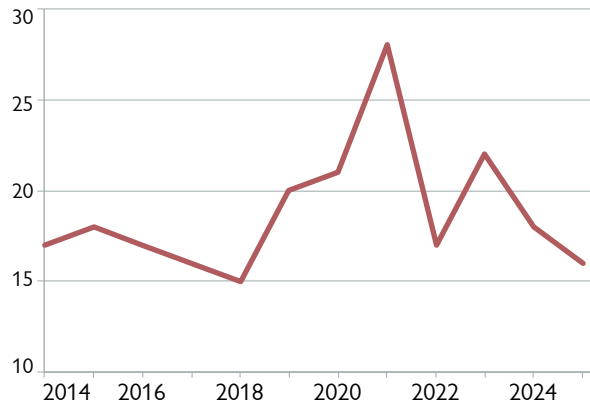
i år borde bolaget gynnas av fortsatta hyreshöjningar i bostadsbeståndet samtidigt som lånekostnaderna faller. Balder lämnar ingen utdelning och kan således fokusera på att åter börja investera för tillväxt. Nyligen tog vi även position i Sagax. Efter ett kursfall på cirka 20 procent under hösten och vintern dök bolaget upp på vår radar. Aktien framstår som dyr relativt substansen, men ser betydligt mer rimligt värderad ut utifrån kassaflödet.

Hotet mot sektorn ligger främst i risken för att räntorna åter börjar stiga. Svensk konjunktur, som fortsatt är ganska svag, ger inget stöd för en räntepågång, men den internationella utvecklingen

Balder har länge varit vår favorit i fastighetssektorn, och vi har ökat positionen något. Nyligen tog vi även position i Sagax. Aktien framstår som dyr relativt substansen, men är attraktivt värderad utifrån kassaflödet.

FASTIGHETER RIMLIGT VÄRDERADE IGEN

Kassaflödesmultipel, noterade svenska fastighetsbolag



skulle kunna påverka. Inflationen i USA har visat sig svårtämjad med högre räntor som följd. I Sverige har styrräntan redan sänkts kraftigt.

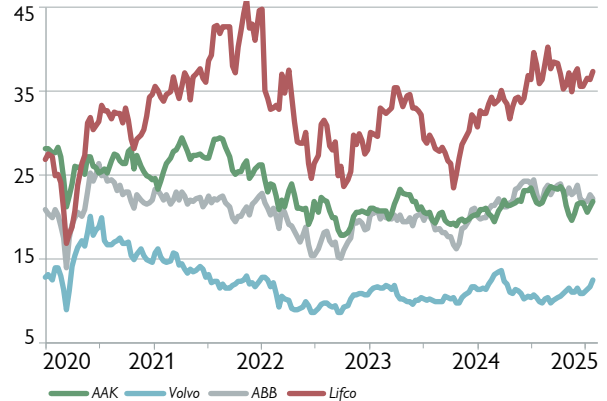
TRUMPS TULLAR I FOKUS

Efter Donald Trumps tillträde som president har den stora frågan på marknaderna varit vilken politik han kommer att föra. Initialt har tullar mot Mexiko, Kanada och Kina annonserats, men det står klart att alla som exporterar till USA riskerar negativa effekter för sin verksamhet. Svenska bolag har följaktligen också nämnts i sammanhanget, då vi är en exportberoende ekonomi – men Sverige är mest beroende av europeisk konjunktur.

Generellt ska sägas att många företag de senaste åren lagt betydande resurser på att se över sina logistik- och leveranskedjor för att minska risken för störningar. Trumps första fyra år i Vita huset liksom pandemin blev

DYR OCH BILLIG KVALITET

P/E-tal, 12 månader framåtblickande



varningsklockor som påskyndade förloppet. Utvecklingen i Kina har också spelat in. Således har många ökat sin lokala produktion i USA de senaste åren, vilket reducerar de potentiella negativa effekterna en del. Om generella tullar införs är det också oklart vilka undantag som kan medges. Många företag anger att de har sluppit tullar av olika anledningar, främst för att det saknats inhemsk produktion i USA av varan i fråga. Osäkerheten är således betydande kring hur tullarna faktiskt kommer att slå mot bolagen.

Svenska bolag och Trump-tullarna

Carnegies aktieanalytiker har gjort en skattning av vilka bolag som riskerar att drabbas värst. Några bolag som dyker upp på listan är Autoliv, Epiroc, Hexpol, SKF, Getinge och Volvo Cars. Vi har mindre innehav i SKF och Epiroc, men bedömer här att den låga värderingen till viss del väger upp osäkerheten.

Medicinteknikbolaget Getinge äger vi också, men eventuella tullar påverkar inte Getinge så starkt att vi avvecklar positionen. Vi är mer intresserade av att bolaget börjar få ordning på sina historiska problem med bristande produktkvalitet och konflikter med hälsovårdsmyndigheterna. Så länge inga nya problem tornar upp sig skyddar den låga värderingen mot en möjlig negativ effekt av tullar. Autoliv, Hexpol och Volvo Cars finns inte i portföljen.

Den övergripande risken med handelstullar och den negativa effekt de kan ha, inte minst på svensk exportindustri, får inte underskattas. Samtidigt är situationen synnerligen svåranalyserad, särskilt mot bakgrund av att vi inte vet exakta vilka tullar som blir verklighet. Politiska utspel behöver inte realiseras. Om vi hade haft stora positioner i bilindustrin hade vi varit mer oroliga, eftersom sektorn rimligen är särskilt utsatt. Hittills har tulloron inte medfört några dramatiska förändringar i vår portfölj.

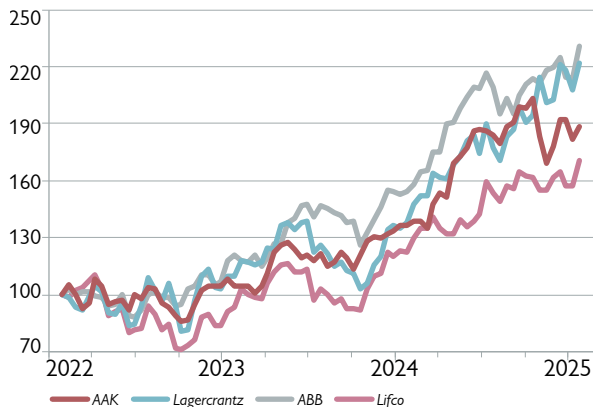
KVALITET HÅLLER I LÄNGDEN

Vid flera tillfällen har vi argumenterat för vårt fokus på kvalitetsbolag i den svenska aktieförvaltningen. Filosofin gör att vi lättare undviker stora besvikelser. Kvalitetsbolag förtjänar högre värdering, men man behöver ta hänsyn till prislappen på en aktie för att bedöma om potentiell avkastning står i paritet till risknivån. En hög värdering kan vara motiverad om bolaget kontinuerligt ökar sina vinster och därmed successivt växer in i kostymen. P/E-talet i vår portfölj är 19x, lägre än jämförelseindexets 20,5x.

För att vaska fram kvalitetsbolag brukar vi leta efter bolag med följande egenskaper:

KVARTETT MED KVALITET

Aktiekurser, indexerad utveckling



- De ökar vinsten stabilt över tid.
- De har en solid finansiell ställning.
- De har en hög avkastning på kapitalet.
- De har en sund övergripande modell för ägar- och bolagsstyrning.

På Stockholmsbörsen är det gott om bra bolag, varför fokus ofta blir att välja dem som har bäst förutsättningar att fortsätta leverera och där förväntningarna inte blivit för optimistiska. Under 2024 har flera trotjänare i kvalitetsgenren fortsatt att bidra positivt till avkastningen.

- *Lagercrantz* blev portföljens bästa innehav med en uppgång på cirka 55 procent. Lagercrantz är en av börsens klassiska serieförvärvare, och koncernen innehåller en bukett av olika industriella verksamheter. Tricket är i mångt och mycket att successivt höja vinstmarginalen

och återinvestera kassaflödena i nya förvärv. Normalt förvärvar Lagercrantz bolag till en värderingsmultipl som är ungefär en tredjedel av den egna, vilket ger aktieägarna en multiplikatoreffekt på vinsttillväxten.

Lagercrantz fortsätter på den sedan länge inslagna strategin och vi är mycket nöjda aktieägare. Enda problemet är att värderingen, efter fjolårets uppgång, åter blivit hög. Därför har vi säkrat lite vinst i aktien. Vi är dock inte beredda att helt avveckla positionen eftersom det långsiktiga värdeskapandet är så pass bra i bolaget.

- *Lifco*, en annan högkvalitativ serieförvärvare som vi ägt länge, har haft en liknande utveckling. Aktien steg med goda 30 procent förra året, men bolaget förtjänar förnyat förtroende.

- Våra långvariga innehav *AAK* och *ABB* tillhör också kategorin överpresterande kvalitetsbolag. Företagens aktier steg med 42 procent respektive 36 procent i fjol.

Matfettsaktören *AAK* bjuder på defensiv konjunkturokänslig tillväxt med en imponerande vinstökning de senaste åren. Trots detta har värderingen inte sprungit iväg, utan aktien är förhållandevis rimligt prissatt.

Verkstadsbolaget *ABB* ansågs inte vara ett kvalitetsbolag när Björn Rosengren tog över som vd 2020, men lönsamhetsresan sedan dess sticker verkligen ut. Koncernen verkar i en bransch som har stark medvind givet globala trender inom energibesparing och elektrifiering. Aktien har dock, till skillnad från *AAK*, sett en tydlig multipelexpansion, varför *ABB* sannolikt behöver hämta luft innan vi kan se mer kraftfull kurspotential.

GENERÖSA BANKER MED RÄNTEBOTTEN I SIKTE

När börsens storbanker summerade fjolåret var vinsttillväxten inget utrops-tecken. Räntenedgången pressade bankernas viktiga räntenetto, vilket utmynnade i negativa –1 procents vinsttillväxt i genomsnitt på rörelsenivå.

Likväl har bankerna inlett året något bättre än Stockholmsbörsen. En faktor kan vara att Riksbanken signalerar att den har sänkt klart, vilket gör att bankernas räntenetton sannolikt

snart bottenar. Carnegies bankanalytiker ser en trolig räntenettobotten under tredje kvartalet i år.

Lägg därtill att bankerna är välkapitaliserade och uppvisar god lönsamhet, vilket öppnar för generösa utdelningar.

Den stora utdelningsövertäckningen står Swedbank för. Banken som är kraftigt överkapitaliserad justerar sin utdelningspolicy från 50 procent till 60–70 procent av vinsten och aviserar en utdelning

på 21,70 kronor – en bra bit över konsensusprognosen 16,10 kronor. Det ger en direktavkastning på hela 9 procent.

Handelsbanken är ännu mer generös med 15 kronor per aktie, varav hälften extrautdelning, vilket ger en direktavkastning på över 12 procent.

Lägst direktavkastning av storbankerna har vår sektorfavorit SEB, dryga 7 procent. Men så skiftar banken också ut kapital via återköp. I bokslutet aviserades ett nytt återköpsprogram på 10 miljarder kronor.



Swedbank-
vd:n Jens
Henriksson.

Foto: Swedbank

VÄNDER DET FÖR HEXAGON?

Vårt fokus på kvalitetsbolag som bas i portföljen består även framåt. Förutom ovannämnda innehav vill vi även lyfta fram Volvo, Atlas Copco, Alfa Laval, SEB, Investor och Hexagon. Alla är relativt stora innehav som också haft en fin utveckling de senaste åren – med ett undantag.

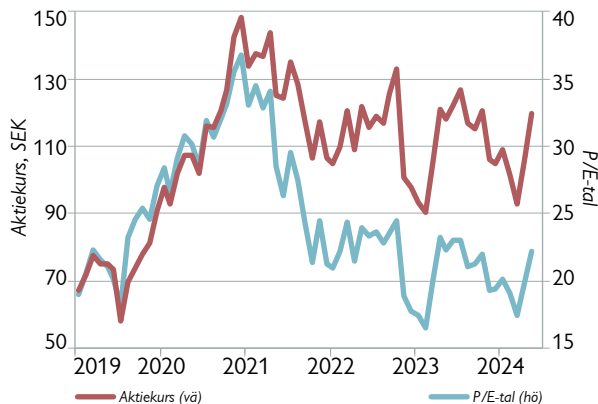
Mätteknikkoncernen Hexagon har gått igenom en tuff period sedan inflationen och ränteuppgången tog fart under 2022. Bolaget har haft flera problem. Den organiska tillväxten har hackat, till viss del beroende på en svag marknad för bygg- och fordonsindustrin i flera regioner och allmänt svag konjunktur i Kina. Hexagon har även drabbats av rykten om kreativ bokföring och nivån på kassaflödet har ifrågasatts. Vidare har marknaden haft synpunkter på styrningen i bolaget då tidigare vd:n och nuvarande ordföranden Ola Rollén ansetts ha en för stark ställning samtidigt som han startat en egen investeringsverksamhet. Allt detta har satt sina spår i aktien, som trampat vatten de senaste tre åren medan börsen stigit.

I slutet av fjolåret aviserade Hexagon att Björn Rosengren rekryterats till styrelsen med avsikt att ta över ordförandeposten och att Ola Rollén ska kliva åt sidan. Givet det förtroende som Björn Rosengren skaffat sig på finansmarknaden efter sina insatser på främst Sandvik och ABB, framstår detta som en välbehövlig vitamininjektion i frågan om bristande ägarstyrning.

Hexagon har även påbörjat arbetet med en eventuell avknoppning av affärsområdet *Asset Lifecycle Intelligence* som är verksamt inom mjukvara för att hantera stora datamängder och därmed rider på digitaliseringsvågen.

LÅG VÄRDERING

Hexagon, aktieutveckling och värdering



Affärsområdet anses ha den bästa tillväxtpotentialen i Hexagon. Poängen med en särnotering är att lyfta fram det värde som knappast syns givet den måttliga värderingen av hela koncernen.

Konjunkturen i Kina är svår att sia om, men det finns förhoppningar om nya stimulanser som skulle kunna lyfta efterfrågan framöver.

Sammantaget bedömer vi att 2025 kan bli ett betydligt bättre år för Hexagon. Förändringens vindar i kombination med låga förväntningar och en attraktiv värdering ger aktien goda förutsättningar. Vi har ökat positionen under vintern.

Räntebärande investeringar

REKOMMENDATIONER. **Företagsobligationer är dyra. Vi föredrar Europa framför USA. Inom high yield höjer vi kreditkvaliteten och adderar två attraktivt värderade teman.**

De globala räntemarknaderna har fortsatt att präglas av hög volatilitet. Sedan Federal Reserve (Fed) inledde sin räntesänkingscykel i september har den tioåriga statsobligationsräntan i USA stigit med 0,9 procentenheter. Detta är en kraftig rörelse, som beror på en kombination av bättre amerikansk tillväxt, oväntat hög inflation samt att räntemarknaden oroar sig för att president Donald Trumps politik med tullar, utvisningar och fortsatt enorma budgetunderskott behöver finansieras genom att emittera ännu fler statsobligationer.

Utvecklingen i USA har även påverkat det europeiska ränteläget. Tioårsräntorna i både Sverige och Tyskland har stigit med omkring 40 punkter, medan de sydeuropeiska räntorna endast stigit med 10–20 punkter.

DURATION: SVAG UNDERVIKT

I september gick vi neutrala duration efter en svag övervikt under sommaren. I spåren av det amerikanska valet i november tog vi ned durationen ytterligare, till svag undervikt. Efter de senaste månadernas snabba ränteuppgång frestades vi att gå långa duration igen, men valde att avvakta. Marknaden tycks fokusera på de faktorer som kan driva upp räntorna och lägger för liten vikt vid det motsatta scenariot. Vi bedömer att det

EXPONERING

Förändringar sedan december 2024

■ Aktuell vikt ■ Tidigare vikt

Statsobligationer

	Undervikt	Neutral vikt	Övervikt
Sverige			
Europa			
USA			

Investment grade

	Undervikt	Neutral vikt	Övervikt
USA			
Europa			
Norden			

High yield

	Undervikt	Neutral vikt	Övervikt
Europa			
USA			

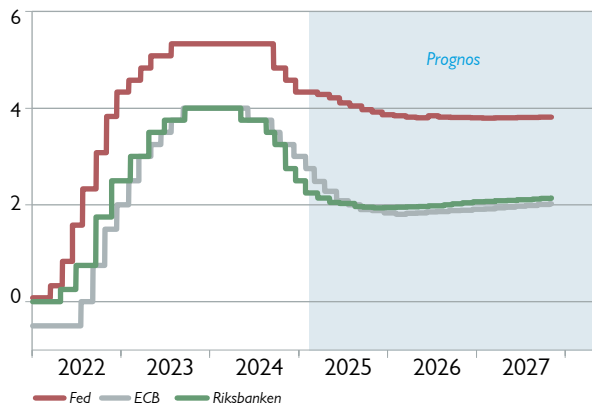
AKTUELL PORTFÖLJ

Positioner och förändringar

- Vi underviktat statsobligationer och duration.
- Vi överviktat investment grade och föredrar Europa framför USA.
- Vi är neutrala nordiska företagsobligationer.
- Vi är neutrala high yield och har stor övervikt mot Europa jämfört med USA.
- Nya teman inom high yield är fallen angels och leveraged loans.

CENTRALBANKERNA SÄNKER LITE TILL

Styrräntor, terminsmarknadens prissättning, procent



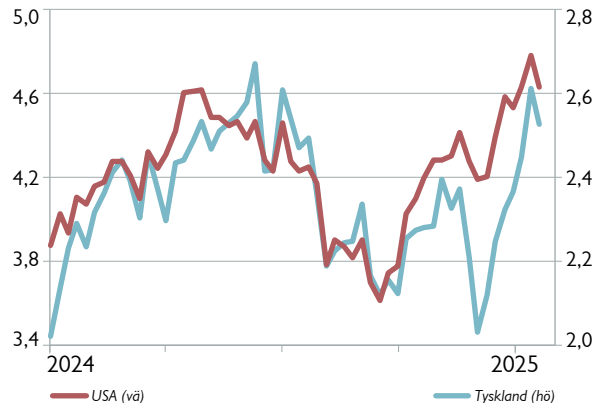
är för tidigt att gå långa duration, och behåller därför en något kort duration i portföljerna.

Inom tillgångsslag med lång duration (såsom statsobligationer och *investment grade*-ratade företagsobligationer) undervikt vi USA. I stället övervikt vi Europa och Sverige inom statsobligationer, samt Europa inom *investment grade*.

Vår bild är att inflationen är den avgörande faktorn för utvecklingen på obligationsmarknaden. Om nedåttrenden i inflationen åter tar fart kommer de långa obligationsräntorna att vända ned och Fed kan fortsätta sänka.

FORTSATT VOLATILA RÄNTEMARKNADER

Statsobligationsräntor, 10 år, procent

**TILLVÄXT MED INFLATIONSRIK**

Det råder optimism kring den amerikanska tillväxten.

Trump förväntas även under denna mandatperiod föra en expansiv finanspolitik, avreglera samt finansiera skattesänkningar med högre tullsatser. Slutresultatet är i våra ögon svårt att sia om, eftersom mycket av Trumps politiska kommunikation kan betraktas som förhandlingsutspel.

En enstaka tullhöjning har teoretiskt en engångseffekt på inflationen som Fed borde ha overseende med. I praktiken riskerar det dock att påverka allmänhetens inflationsförväntningar, eller utlösa problem i leverantörskedjor, vilket kan utmynna i en inflationsuppgång. Höjda tullar kan emellertid ses som en skatt på konsumtion och resultera i lägre efterfrågan och sämre tillväxt. Om illegala invandrare utvisas minskar arbetskraften, vilket kan leda till högre löner. Samtidigt kan lägre arbetskraftstillväxt dämpa efterfrågan.

Inflationsnedgången kom av sig mot slutet av år 2024. Inflationssiffran för december var lägre än befarat och gav ett lugnande besked. Andra goda nyheter är att löneökningstakten minskat, att produktiviteten är god och att eftersläpande komponenter i inflationsmåten nu avtar, såsom boendekostnader och försäkringar.

Vår bild är att inflationen är den avgörande faktorn för utvecklingen på obligationsmarknaden. Om nedåttrenden i inflationen åter tar fart kommer de långa obligationsräntorna att vända ned och Fed kan fortsätta sänka. Blir inflationen i stället seglivad, kan lågräntorna stiga ytterligare.

Marknadens förväntningar på korträntorna och de långa obligationsräntorna brukar samvariera starkt. Därför är det troligen svårt för tioårsräntan att etablera sig över 5 procent utan att Fed svänger om helt och börjar höja styrräntan, i stället för att som nu fortsatt signalera räntesänkningar.

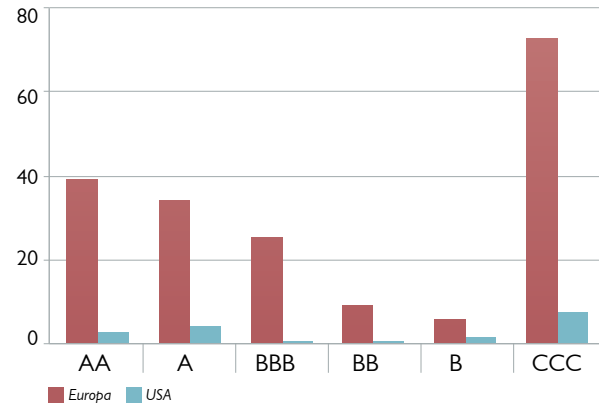
Vår exponering mot amerikanska realränteobligationer (så kallade TIPS, *Treasury Inflation-Protected Securities*) har utvecklats väl. I början av år 2025 sålde vi av den – räntemarknadernas inflationsförväntningar närmade sig 2,5 procent i snitt över tio år, vilket historiskt har varit en bra nivå för att ta hem vinst.

USA-DRIVEN RÄNTEUPPGÅNG

Europas ekonomi ser alltså skör ut efter en period av svag tillväxt, stark konkurrens från Kina, tullhot och osäker energiförsörjning. Positivt är dock att inflationstrycket avtar. För ovanlighetens skull har Sydeuropa klarat sig relativt bra, medan den tidigare motorn Tyskland har

LÅG ERSÄTTNING FÖR KREDITRISK

Kreditspreadar, sedan 2000, percentil



negativ tillväxt och stigande arbetslöshet. Uppgången i de europeiska obligationsräntorna har därför inte drivits av inhemska ekonomiska faktorer, utan snarare av spridningseffekter från USA.

KREDITMARKNADER HÖGT VÄRDERADE

Företagsobligationer är väldigt dyra i dagsläget. Kreditspreadarna¹ är låga, särskilt på *high yield* i USA. Den löpande ränteavkastningen, *yielden*, är dock bara något lägre än medianen sedan år 2000, eftersom de underliggande statsobligationsräntorna har kommit upp. Global *investment grade* och *high yield* ger en löpande ränteavkastning på 3,2 respektive 5,3 procent efter valuta-säkring till kronor.

¹ Kreditspread är det extra räntepåslag en investerare erhåller för att investera i företagsobligationer jämfört med statsobligationer.

Konkursfrekvensen faller

Konkursfrekvensen för *high yield* är 4 procent globalt, strax över genomsnittet 3,7 procent sedan år 2000. Det globala snittet dras dock ned av tillväxtmarknaderna, där konkursfrekvensen är låga 1,4 procent, medan nivån i USA och Europa är närmare 5 procent. Kreditvärderingsinstitutet S&P Global spår att konkursfrekvensen under 2025 faller mot runt 3 procent i USA, och mot cirka 4 procent i Europa.

UNDBIK DE SVAGASTE KREDITERNA

När kreditspreadarna är så låga blir investerarna dåligt kompenserade för att ta kreditrisk, framför allt i de allra mest riskfyllda segmenten inom *high yield*, med

STOR SKILLNAD MELLAN B OCH CCC

Årlig konkursfrekvens sedan 2000, procent

	AAA	AA	A	BBB	BB	B	CCC
Min	0	0	0	0	0	0,3	9,0
Max	0	0,4	0,4	1,0	2,9	11,3	49,5
Snitt	0	0	0,1	0,1	0,6	3,0	26,8
Median	0	0	0	0	0,3	1,5	26,9

Källa: S&P Global

kreditbetyget CCC eller lägre. Vid dagens kreditspreddar behövs en konkursfrekvens på under 3,1 procent i USA och under 3,5 procent i Europa för att det ska löna sig att äga *high yield* jämfört med *investment grade* (allt annat lika). Detta är möjliga scenarier, men risken för ett sämre utfall är relativt stor. Om CCC-ratade

SYNDIKERAT MED HÄVSTÅNG

Leveraged loans är företagslån som finansierats av en eller flera banker. Dessa säljer i sin tur lånen vidare till andra banker och investerare för att minska sin kreditexponering och tjäna avgifter i en process som kallas syndikering. Många av emittenterna är *private equity*-ägda och lånen finansierar ofta företagstransaktioner (M&A), men kan även användas för att refinansiera befintlig skuld eller andra generella ändamål.

Marknaden för *leveraged loans* har vuxit kraftigt de senaste åren. Jämfört med *high yield*-marknaden är segmentet större i USA och likvärdigt

i Europa. *Leveraged loans* är en likvid marknad som täcker ett brett spektrum av emittenter i olika sektorer. Den största ägarkategorin är CLO:er, som äger knappt 70 procent av europeiska *leveraged loans*. Eftersom CLO:er inte drabbas av utflöden som vanliga kreditfonder, utgör de en stabiliserande faktor: Ägarna är långsiktiga och tvingas inte sälja för att möta utflöden.

Till skillnad från *high yield* har *leveraged loans* rörlig räntebas och därmed ingen ränte-

duration. Dessutom kan lånen betalas tillbaka när som helst utan straffavgifter. Det innebär att lånen sällan handlas över 100 eftersom emittenterna då har incitament att betala tillbaka lånen och emittera nya i stället.

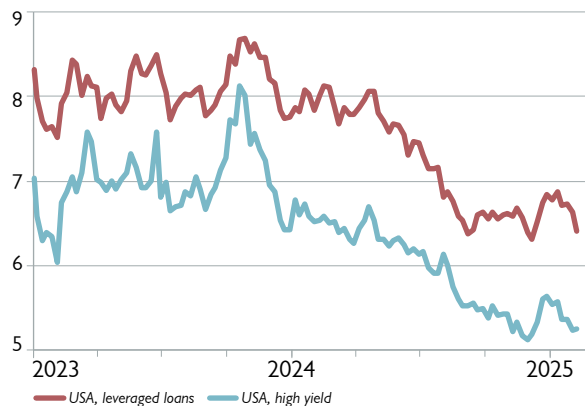
En annan viktig skillnad jämfört med *high yield* är att *leveraged loans* är seniora säkerställda lån som är högst upp i kapitalstrukturen. Historiskt har därför *leveraged loans* ofta haft högre återvinningsgrad än *high yield*-obligationer vid konkurser.



Foto: Istockphoto

FÖRDEL LEVERAGED LOANS

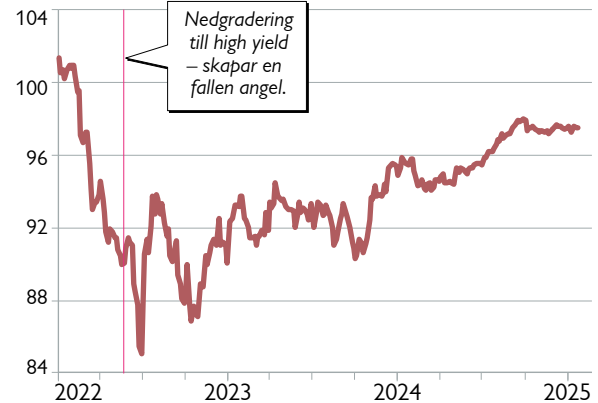
Löpande ränteavkastning (SEK), procent



obligationer exkluderas är oddsen betydligt bättre – då krävs i stället en konkursfrekvens under 8 procent för att *high yield* ska ge bättre betalt än *investment grade*. Märk väl att beräkningarna utgår ifrån att kreditspreadarna står stilla. Om konkursfrekvensen börjar stiga kommer också kreditspreadarna att stiga, vilket påverkar avkastningen negativt. Justerat även för detta behöver konkursfrekvensen för *high yield* vara under 6,4 procent för att det ska löna sig att äga *high yield* (exklusive CCC) jämfört med *investment grade*. Vi tycker därför att *high yield* fortfarande är attraktivt, men väljer att höja kreditkvaliteten inom tillgångsslaget.

NEDGRADERING KAN LÖNA SIG

Obligationkurs, Las Vegas Sands Corp.



Givet historiskt små kreditspreadar på företagsobligationer har vi valt att diversifiera portföljerna och positionera oss i nischer som fortfarande inte är för dyra. I höstens strategirapport skrev vi om möjligheter inom värdepapperiserade tillgångsslag: dels europeiska *collateralized loan obligations (CLO)* som komplement till *high yield*, dels amerikanska bostadsobligationer – såväl *agency mortgage-backed securities (MBS)* och *non-agency MBS (NAMBs)* – som komplement till *investment grade*-ratade företagsobligationer. Dessa positioner har utvecklats väl och vi behåller dem i portföljerna.

Givet historiskt små kreditspreadar på företagsobligationer har vi diversifierat portföljerna till nischer som fortfarande inte är för dyra. Vi tar nu exponering mot *fallen angels* och *leveraged loans*.

TVÅ NYA POSITIONER

Under januari har vi tagit in två nya positioner i portföljen: *leveraged loans* och *fallen angels*. *Leveraged loans* är *high yield*-ratade företagslån som ser attraktiva ut jämfört med *high yield*-obligationer (se faktaruta på föregående uppslag). *Fallen angels* är ett mer defensivt tema (se faktaruta nedan) där vi ökar kreditkvaliteten i vår *high yield*-exponering och fångar upp felprissättningar som uppstår när obligationer nedgraderas från *investment grade* till *high yield*.

Leveraged loans: Avkastning och risk

Amerikanska *leveraged loans* har en *yield* på 6,4 procent i kronor, medan *yielden* i Europa är 7,1 procent. Det är drygt 1,3 procentenheter bättre än motsvarande

high yield-obligationer i respektive region. Till viss del förklaras den högre ränteavkastningen av att *leveraged loans* har en högre andel B-ratade emittenter än *high yield*, men samtidigt är andelen CCC-emittenter lägre i *leveraged loans* än inom *high yield*.

Fallen angels: Lönsamma nedgraderingar

Den starka återhämtningen efter pandemin har gjort att den generella kredittrenden varit positiv de senaste åren, med fler upp- än nedgraderingar. Detta har minskat utbudet av *fallen angels*. På senare tid har dock andelen potentiella *fallen angels* ökat eftersom antalet BBB-ratade bolag med negativ *outlook* eller som är på bevakningslistor har ökat under 2024. Därför ser vi ett bra tillfälle att ta exponering mot detta tema.

FALLNA ÄNGLAR GÅR ATT RÄDDA

Fallen angels är *high yield*-obligationer från emittenter som nyligen har nedgraderats från *investment grade*. Historiskt har *fallen angels* levererat bättre avkastning än den breda *high yield*-marknaden.

Nedgraderingen från BBB- till BB+ är bara ett steg på kreditkalan, men förändrar den potentiella investerarbasen drastiskt. *Investment grade*-marknaden

för företagsobligationer är nästan fem gånger större än *high yield* och har därför en mycket större och bredare investerarbas. Restriktioner gör att många investerare bara får investera i *investment grade*. När

en emittent nedgraderas till *high yield* tvingas emittenten att sälja obligationerna på *high yield*-marknaden, som är mindre likvid och

har färre och mindre aktörer. *Investment grade*-ratade bolag är inte sällan också betydligt större än traditionella *high yield*-bolag, och har ofta stora utestående obligationsvolymen som är svåra för *high yield*-marknaden att absorbera.

Ovanstående förutsättningar tenderar att skapa överreaktioner där *fallen angels*-obligationer först faller kraftigt i pris och sedan återhämtar sig efter några månader. Genom att köpa i den första fasen, när priset faller, går det att skapa god avkastning.



Foto: iStockphoto

Alternativa investeringar

REKOMMENDATIONER. **Hög volatilitet på marknaden gynnar flera strategier i portföljen. Vi adderar en ny long/short-exponering. Bättre M&A-miljö talar för merger arbitrage.**

2024 blev ett fantastiskt år för globala aktier och *high yield*, pådrivet av en stark amerikansk ekonomi, investeringar inom artificiell intelligens (AI), räntesänkningar och multipelexpansion. Portföljen Alternativa Investeringar avkastade cirka 5 procent före kundspecifika avgifter. Fjölårets bästa position var portföljens exponering mot volatilitetsstrategier, tätt följd av katastrofobligationer och *equity long/short*.

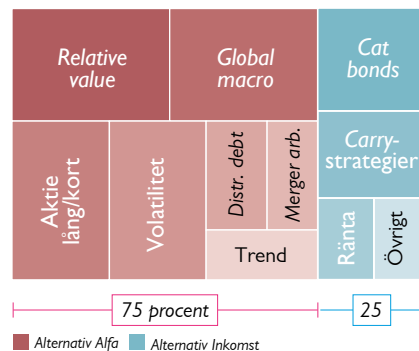
REVANSCHÅR FÖR MERGER ARBITRAGE?

Sämre gick det för portföljens innehav inom *merger arbitrage* och handelsfinansiering, där *merger arbitrage*-fonden hade sitt sämsta år hittills. *Merger arbitrage* identifierar felprissättningar i samband med företagsförvärv och

sammanslagningar. Strategin mötte en perfekt storm under 2024: Transaktionsvolymerna var låga och flera storaffärer fick regulatorisk motvind, däribland sammanslagningen mellan lyxbolagen Capri och Tapestry. Att affären stoppades var en av de första segrarna för Biden-administrationens FTC-chef (*Federal Trade Commission* är USA:s konkurrensverk). Motiveringen var att en affär betraktas som skadlig om företagen är varandras främsta konkurrenter.

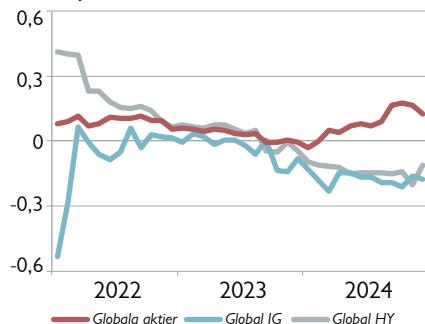
Framtiden ser desto ljusare ut. Trump-administrationens uttalade mål är att minska den regulatoriska bördan och vara mer företagsvänlig. Dessutom började transaktionsvolymerna öka redan under fjärde kvartalet, till den högsta nivån sedan andra kvartalet 2022. Vi bedömer

PORTFÖLJANALYS



LÅG SAMVARIATION

Portföljbeta, rullande 12 månader



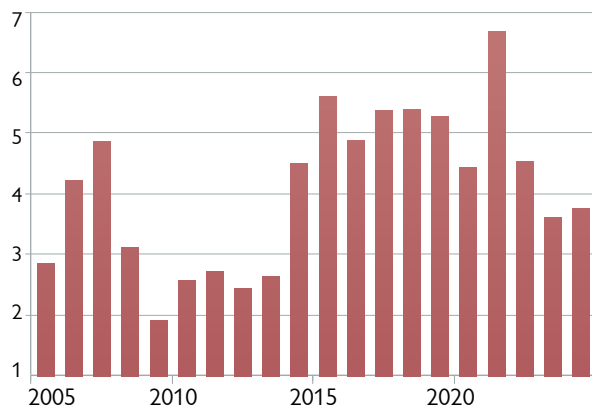
AKTUELL PORTFÖLJ

Positioner och förändringar

- Adderat en tredje *equity long/short*-förvaltare.
- Ökat andelen Alternativ Alfa. Alfaförvaltare gynnas generellt av en mer volatil marknad.
- Katastrofobligationer ger fortsatt attraktiv ränta.
- Ökning i företagstransaktioner gynnar strategin *merger arb.*

MER M&A EFTER TVÅ SVAGA ÅR?

Företagsaffärer globalt, 1 000 mdr USD



att M&A-aktiviteten ökar ännu mer framöver och väljer därför att behålla *merger arbitrage*-innehavet, som utgör cirka 4 procent av portföljen.

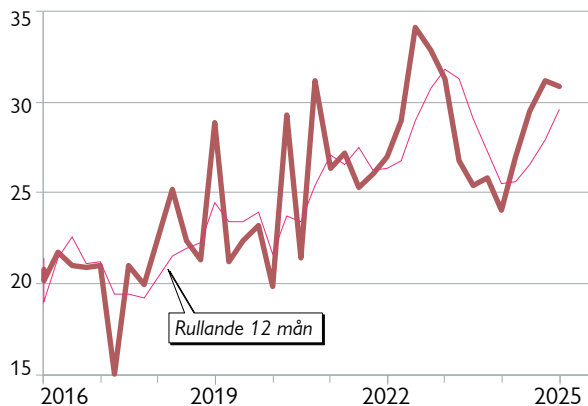
OSÄKERHET GYNNAR HEDGEFONDER

Inledningen av 2025 präglas av hög politisk osäkerhet, rörande både tullar och geopolitik. Turbulensen bör ge hedgefondförvaltare goda möjligheter att skapa överavkastning. *Equity long/short* lyckades väl i fjol när den ekonomiska osäkerheten var hög. Under hösten tog vi in ytterligare en förvaltare i segmentet, som nu består av tre fonder: en som fokuserar på Sverige, en inriktad på Kina samt nytilskottet, en global systematisk *equity long/short*-förvaltare.

Att dessa fonder levererade så hög avkastning i fjol berodde i första hand på minskad korrelation mellan enskilda aktier och sektorer, och på att aktier mer än

ÖKAD FRAGMENTERING GER MÖJLIGHETER

S&P dispersionsindex, kvartalsvis



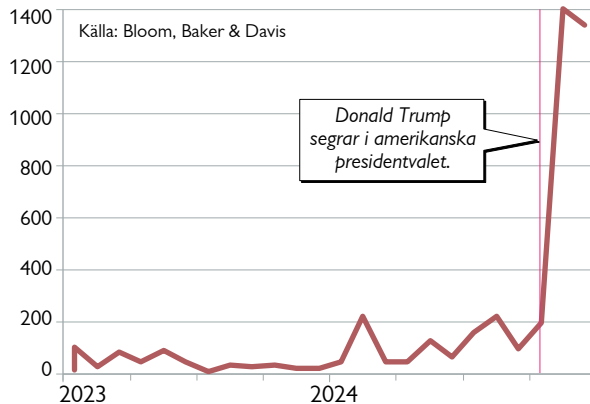
tidigare drevs av företagsspecifika risker. Det ger en bra miljö för aktiv förvaltning och *equity long/short*. Den ökade fragmenteringen har goda möjligheter att bestå under 2025, drivet av den stora politiska osäkerheten. Stora värderingsskillnader kan ge sektorrotationer som skapar möjligheter. Vi har därför ökat allokeringen mot *equity long/short* till cirka 15 procent av portföljen.

ATTRAKTIV FÖRSÄKRINGSRISK

Under fjolåret såg flera orkaner, däribland Milton, ut att träffa Tampa-området i Florida med förödande kategori 5-vindar. Lyckligtvis tappade orkanerna kraft innan de gick in över land, varför förödelsen och förlusterna blev mindre än väntat. De omfattande bränderna i Los Angeles i början av 2025 har slagit hårt mot många husägare, men deras försäkringar omfattar en ytterst liten del av de totala försäkrade tillgångarna på

OSÄKERHET STAVAS TRUMP

Osäkerhetsindex handelspolitik, USA



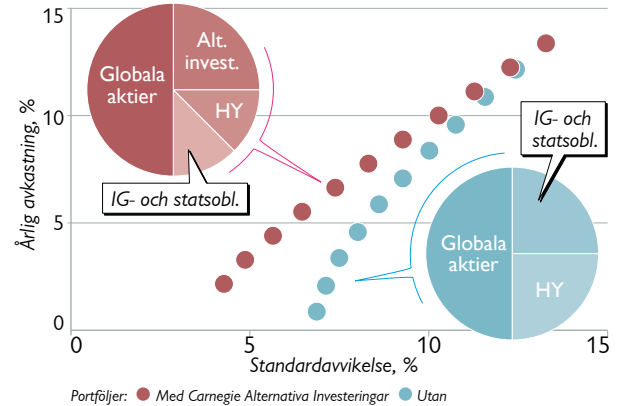
försäkringsmarknaden, och har därför inte påverkat vår investering i katastrofobligationer (*cat bonds*).

Drygt 10 procent av husägarna i Kalifornien är oförsäkrade, delvis för att försäkringsbolag har varit ovilliga att försäkra hus i brandbenägna områden, men även på grund av höga försäkringspremier. Även orkansäsongen i Florida utlöste en debatt om försäkringskostnader. På sikt finns därför en regleringsrisk som kan pressa försäkringspremierna, något som ännu inte är inprisat.

Sammantaget är vi fortsatt positiva till katastrofobligationer som ger cirka 11 procents löpande ränteavkastning (cirka 9 procent efter förväntade förluster) och bidrar med diversifiering. Investerare i försäkringsobligationer bidrar dessutom med kapital som hjälper till att pressa försäkringspremierna, vilket är bra ur etisk synvinkel.

HÖGRE AVKASTNING TILL LÄGRE RISK

Medelriskportföljer, avkastning och standardavvikelse, 5 år



STABIL BAS

Som framgår av avsnittet *Portföljstrategi* (se sidan 22) ser vi god ekonomisk aktivitet. Samtidigt finns motvindar i form av höga värderingar, låga kreditspreadar och politisk turbulens. Framåt ser vi fortsatt goda möjligheter att generera alfa inom alternativa investeringar. Portföljens låga korrelation med risktillgångar diversifierar dessutom den defensiva delen av portföljen. Detta syns tydligt de senaste fem åren: En medelriskportfölj som inkluderar alternativa investeringar har avkastat cirka 0,7 procentenheter mer per år än en medelriskportfölj utan alternativa inslag, och dessutom till lägre portföljrisk (se graf ovan till höger).

Sammantaget är vi optimistiska inför 2025 och bedömer alltjämt att portföljen kan bidra med överavkastning givet högre fragmentering, volatilitet och politisk osäkerhet.

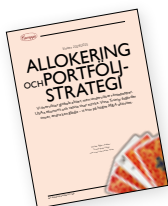
Tre år av strategi och allokering

TILLBAKABLICK. Inflation och kraftigt stigande räntor fick världens börser på fall. Under återhämtningen tog USA-börserna täten. Här är de senaste årens strategirapporter.



HÖSTEN 2024

Inflationen närmade sig centralbankernas mål, vilket ökade förhoppningarna om en mjuklandning för konjunkturen. Mot detta ställdes försvagad makrostatistik, höga börsvärderingar i framför allt USA och ökad politisk osäkerhet. Vi förordade en mer defensiv allokering med övervikt mot bland annat hälsovård och dagligvaror. Fler företagsaffärer talade för merger arbitrage-förvaltare.



Följ vår marknadssyn i vinterns respektive försommarens strategiuppdateringar.



VÅREN 2024

Inflationen var på väg ned, marknaden hade börjat prisa in räntesänkningar och det mesta talade för att konjunkturen skulle mjuklanda. Makroklimatet gav börsstöd och vi fortsatte att övervika aktier, däribland Japan.



HÖSTEN 2023

Den globala ekonomin såg ut att undvika en lågkonjunktur under 2023, främst tack vare oväntad styrka i den amerikanska ekonomin. Scenarierna för konjunkturen framåt sträckte sig från fortsatt god tillväxt till recession.



SOMMAREN 2023

Tillväxten överraskade positivt, men ihärdig inflation och skuldtafsbråk oroade. Vi förordade en neutral allokering och såg intressanta möjligheter inom respektive tillgångsslag, bland annat i europeiska aktier.



VÅREN 2023

Vikande inflation och utebliven energikris ställdes mot stram penningpolitik och bistra konjunktursignaler. Vi behöll undervikten mot svenska aktier, ökade räntexponeringen och viktade ned alternativa investeringar.



HÖSTEN 2022

Marknadsmiljön var utmanande. Vi underviktade aktier och behöll övervikt mot alternativa investeringar. Även om duration var mer intressant, så ökade kreditriskerna. Vi temainvesterade i säker energiförsörjning.



SOMMAREN 2022

Marknadsmiljön blev än mer problematisk under våren. Hög inflation tvingade fram stramare penningpolitik. Vi underviktade såväl utländska som svenska aktier och hittade strukturell tillväxt i temat halvledare.



VÅREN 2022

Faror lurade i investeringsmiljön. Centralbankerna vaknade till slut och stramade åt för att tämja inflationen. Bolagens vinster var ännu höga, men lönsamheten var under press. Vi reducerade aktievikten i portföljerna och fokuserade på kvalitetsbolag.



HÖSTEN 2021

Inflation och utbudsproblem präglade världsekonomin. Konjunktoren mattades från hög nivå. Börsens värdering var ansträngd, vi reducerade risk. Alternativa investeringar lockade mer än räntebärande placeringar.

Våra förvaltningsprinciper

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, tidshorisonter med mera. Därför börjar vi på 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 tidshorizont och funktion. Syftet är att du ska känna dig trygg med din portfölj och klara marknadens tillfälliga svängningar.

AKTIV ALLOKERING

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

- ”*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 rådgör 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 Carnegie lösningar som passar dig.

Diskretionär förvaltning

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 Carnegie. Du följer din portföljs utveckling via internet, månadsrapporter, strategidokument eller enskilda möten med din rådgivare.

Rådgivande förvaltning

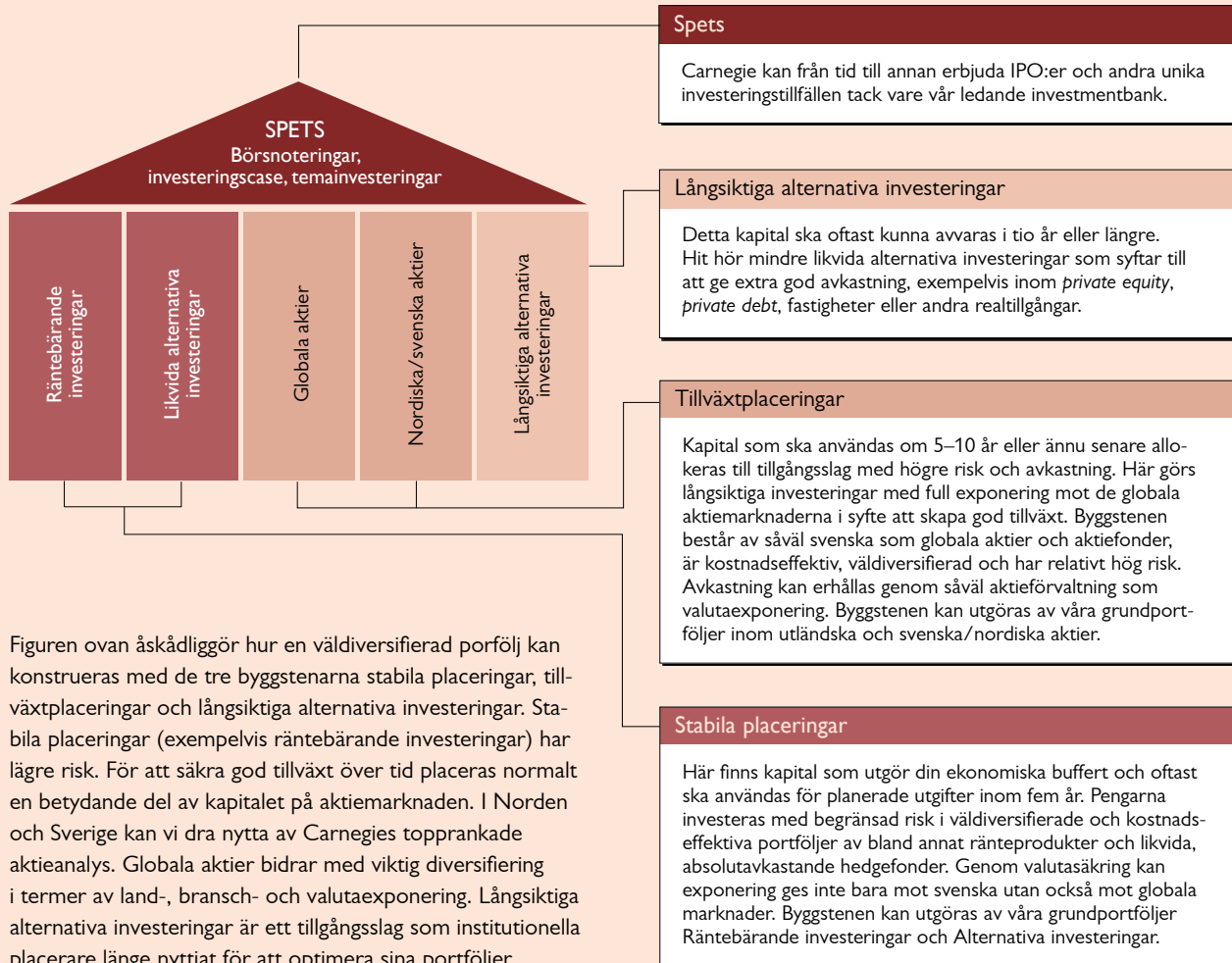
För dig som vill ta en aktiv roll i förvaltningen i samråd med rådgivare eller mäklare erbjuder vi rådgivande förvaltning. Vi har korta beslutsvägar och enkla processer, både i arbetet med dig som kund och i vår förvaltning. Genom oss får du tillgång till Carnegies topprankade analys.

Aktiemäklari

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

CARNEGIES FÖRVALTNINGSMODELL

Portföljkomponenter



Figuren ovan åskådliggör hur en väldiversifierad portfölj kan konstrueras med de tre byggstenarna stabila placeringar, tillväxtplaceringar och långsiktiga alternativa investeringar. Stabila placeringar (exempelvis räntebärande investeringar) har lägre risk. För att säkra god tillväxt över tid placeras normalt en betydande del av kapitalet på aktiemarknaden. I Norden och Sverige kan vi dra nytta av Carnegies topprankade aktieanalys. Globala aktier bidrar med viktig diversifiering i termer av land-, bransch- och valutaexponering. Långsiktiga alternativa investeringar är ett tillgångsslag som institutionella placerare länge nyttjat för att optimera sina portföljer.

Disclaimer

VIKTIG INFORMATION

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

INTRESSEKONFLIKTER

Carnegie strävar efter att, genom att tillämpa fasta rutiner, undvika intressekonflikter såväl mellan Carnegie och dess kunder som inom Carnegie. Det finns interna regler för hur eventuella intressekonflikter ska hanteras. Syftet med rutinerna är att kunderna ska behandlas rättvist. Carnegie vill emellertid informera om att 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 Carnegie att utföra värdepapperstransaktioner. Rådgivningen kan vara knuten till uppdrag åt Carnegie att bistå bolaget vid kapitalanskaffning, uppköpserbjudanden eller liknande. 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 Carnegie att utföra

värdepapperstransaktioner. Detta innebär bland annat att Carnegie kan komma att ha positioner i instrumentet ifråga samt inträda som motpart till kunden vid affärsavslut.

Eventuella intressekonflikter hanteras enligt Carnegies rutiner och interna regelverk. Carnegies avdelning för Investment Banking erhåller från tid till annan uppdrag eller affärsmöjligheter av emittenter. Därför bör kunden vara medveten om att Carnegie kan komma att få ekonomisk ersättning av en emittent omnämnd i detta dokument. Vare sig 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 Carnegie Research. 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. 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 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, Carnegie Private Banking.

Ansvarig utgivare är Brian Cordischi.

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



PRIVATE BANKING