REDO FÖR RUSK?

Inflationen närmar sig målet. Nu spirar ränte- och vinstoptimismen, men allt måste stämma. Väglaget är utmanande. Makrodata och ett ovisst USA-val gör oss mer defensiva. Vi tror på stabil infrastruktur.

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 september 2024.

Omslagsfoto: Cronislaw/Istockphoto

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

Hösten 2024

Innehåll

Inledning 5
Sammanfattning 6
Affärsförslag 8

Investeringsklimat 10

Inflationen faller • Förväntningar om stora räntesänkningar • Svagare makrodata från USA ökar riskerna • Europa och Kina inga draglok • Ljusning i Sverige • Mjuklandning fortsatt vårt huvudscenario • Höga förväntningar på vinsttillväxt nästa år

Portföljstrategi 22

Vinst på aktieövervikt säkrad • Neutral allokering i alla tillgångsslag • Ökad konjunkturoro • Dyra USA-börser och tech tappar fart • Fokus på defensivt • Undervikt svensk verkstad • Gillar småbolag och turnaround-kandidater • Ökat i långa statsobligationer

Analys: Så kan USA-valet påverka börsen 28
Tema: Exponering mot infrastruktur 32

Rekommendationer kring tillgångsslagen 47

Globala aktier 47

Övervikt mot Japan och Sverige • Undervikt mot Tyskland och Frankrike • Föredrar dagligvaror framför cykliska industriföretag • Hälsovård samt datacenter och halvledare är intressanta

Svenska aktier 56

Defensivt som hälsovård och dagligvaror lockar • Minskat i cyklisk verkstad • Gillar teknologi, småbolag och turnaround

Räntebärande investeringar 63

Ökat i långa statsobligationer • Överviktar investment grade, underviktar high yield • Trygga bostadsobligationer i USA lockar

Alternativa investeringar 69

Bra marknad för global macro och volatilitet • Det våras för merger arbitrage • Turbulens tyngde trendföljare • Guld glänser

Våra förvaltningsprinciper 74
Disclaimer 76

32

Datacenter förbrukar alltmer el och bidrar till behovet av utbyggd infrastruktur.

Foto: Google

94 000 miljarder dollar behövs

Efterfrågan på infrastruktur ökar kraftigt drivet av megatrender som befolkningstillväxt, urbanisering, elektrifiering, *reshoring* och årtionden av eftersatt underhåll. I värdekedjan finns många slags aktörer med intressanta portföljegenskaper. Ägare till infrastruktur genererar exempelvis ofta stabila, konjunkturokänsliga och relativt inflationsskyddade kassaflöden.

Upp till bevis

Makrofundamenta ger börsen stöd: Världsekonomin växer och räntor sjunker. Förväntningarna är uppskruvade, alla stjärnor måste stå rätt. Riskbilden klarnar efter höstens val i USA.

Efter ett starkt första halvår för globala aktier ägde en markant kurskorrektion rum under sommaren. De amerikanska *tech*-jättarna investerar enorma belopp i generativ AI, och när avkastningsperspektiven ifrågasattes pressades värderingarna. Det kom också svagare siffror från USA:s arbetsmarknad, medan Kinas och Europas ekonomier står och stampar. Recessionsrisken har ökat, men är enligt vår bedömning fortfarande låg. USA och Japan gör olika penningpolitiska vägval, vilket har utlöst en kraftig yen-förstärkning – globala spekulanter har i många år kunnat låna billigt i den japanska valutan. Inflationen fortsätter att sjunka mot målet, varför fler räntesänkningar från centralbankerna är att vänta, samtidigt som USA:s ekonomi alltjämt växer bra.

I februari spådde vi att Joe Biden skulle tvingas överlämna kandidatrollen till någon annan. Så skedde, och Demokraterna har lyckats med sin ompositionering till vicepresident Kamala Harris – kampen om Vita huset är nu jämn. Att en ohållbar budgetpolitik gör investerarna svala till USA:s statsobligationer och valuta är en av de största riskerna för de globala marknaderna. Just nu pekar allt mot att olika majoriteter styr i senat och representanthus 2025. Det brukar begränsa den statsfinansiella ansvarslösheten, och vore lugnande nyheter för amerikanska statsobligationer (läs mer i vår valscenarioanalys).

Marknaden förväntar sig en tvåsiffrig amerikansk vinsttillväxt 2025, liksom styrräntesänkningar i USA om mer än 2 procentenheter. Det går inte ihop i ett historiskt perspektiv: Så stora räntesänkningar görs i regel i en miljö med svag tillväxt och vinstfall. I augusti tog vi hem vinst genom att avyttra vår återstående aktieövervikt. Vi har nu en neutral aktieexponering inför en period av ökande osäkerhet, dels från USA-valet, dels från de pågående krigen i Mellanöstern och Ukraina (som nu genomför militäroperationer på ryskt territorium).

I vissa miljöer identifierar vi marknadsmöjligheter genom att anlägga ett *top-down*-perspektiv som är makrodrivet och börsorienterat. I andra situationer – som nu – står enskilda aktier i centrum, och miljön gynnar *stock pickers* som agerar *bottom-up*. Kortsiktigt uppstår framöver konkreta affärsmöjligheter bland annat genom att vissa företag gynnas av centralbankernas fortsatta räntesänkningar – exempelvis bolag som finansierat sig till rörlig ränta.

Faktorer som AI, energiomställning, befolkningstillväxt och mångåriga underinvesteringar skapar ett starkt långsiktigt behov av infrastruktursatsningar. För investerare rymmer detta avsevärd potential – läs mer i temaavsnittet.

Brian Cordischi
CIO, Carnegie

Vår marknadssyn

Läget är sårbart. Börsen stöds av bra tillväxt i USA, inflation närmare målen och räntesänkningar. Mot detta står ökad konjunkturoro, hög värdering och politisk osäkerhet.

MAKROEKONOMISKT KLIMAT

Inflationsriskerna har minskat, men USA:s jobbsignaler indikerar att recessionsrisken ökar igen. Även barometrar har tappat fart. Vårt basscenario är alltjämt en mjuklandning. Skulle USA bromsa in mer markant saknar Europa och Kina kraften att bli draglok i världsekonomin.

Makromiljön är inte längre en medvind utan en neutral börsfaktor.

VINSTUTVECKLING

Bolagsvinsterna i bland annat USA, Europa och Sverige har fortsatt att överraska positivt och prognossänkningar har än så länge uteblivit. Vi ser dock risk för att svagare försäljningstillväxt blir en motvind. Även om stagnerande eller fallande vinster undviks kommer sannolikt en del prognoser för 2025 att behöva revideras ned.

Vinstmiljön är än så länge en neutral faktor.

VÄRDERING

Börsuppgången i år har lett till multipelexpansion. USA:s höga värdering sticker ut och dominerar världsindex. Andra regioner har mer normala P/E-tal, men dessa bygger på stark vinsttillväxt 2025 – väl optimistiskt enligt vår bedömning.

Värderingen förblir en motvind.

RÄNTOR OCH LIKVIDITET

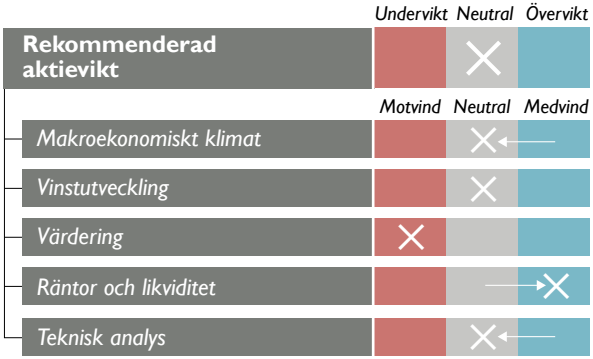
Obligationsräntorna har fallit, nu sänks styrräntorna i väst och kreditspreadarna är klart lägre än historisk median. De positiva effekterna på tillväxten brukar dock dröja några kvartal.

Lägre räntor utan recession bör kunna ge börsen medvind på sikt.

TEKNISK ANALYS

Den långsiktiga upptrenden är intakt, men historiska säsongsmönster pekar på risk för svagare börs i USA under september och oktober.

Tekniska faktorer ger inte längre börsen stöd på kort sikt.



Förändring jämfört med föregående bedömning (maj 2024).

Rekommenderad portfölj

Varje kund har sin egen individuella portfölj hos Carnegie. Efter att ha överviktat aktier sedan hösten 2023 gick vi i augusti till neutral aktievikt.

GLOBALA AKTIER

- I vår breda utländska allokering har vi ökat i dagligvarusektorn och minskat i verkstad. Vi överviktar Japan och underviktar Tyskland.
- I vår spetsiga portfölj är vi försiktiga till Mag 7. Vi gillar dock exponering mot datacenter och halvledarekosystemet. Energiomställningsaktier bör efter en tuff tid få stöd av investeringar och räntesänkningar.

SVENSKA AKTIER

- Vi är försiktiga till industribolag och neutrala till bankaktier. Vi föredrar exponering mot defensiva aktier som Astra Zeneca, Sobi, AAK och Essity samt *turnaround*-aktier som Getinge och Dometic. Vi ser även intressanta lägen i småbolag.

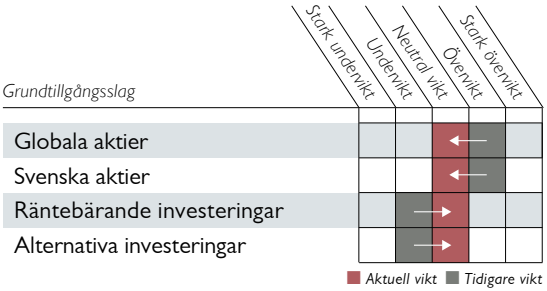
RÄNTEBÄRANDE INVESTERINGAR

- Taktiskt har vi ökat durationen då konjunkturriskerna har tilltagit. I övrigt föredrar vi bostadsobligationer och CLO:er framför *high yield*, som underviktas.

ALTERNATIVA INVESTERINGAR

- Volatilitetsstrategier, *global macro* och guld ser attraktiva ut. *Merger arbitrage*-strategier kan gynnas av ökad transaktionsaktivitet efter USA-valet.

För ytterligare investeringsidéer och affärsförslag, se nästa uppslag.



CARNEGIES GRUNDTILLGÅNGSSLAG

Kärnan i vår förvaltning är fyra grundtillgångsslag. Två är mer tillväxtinriktade (Utländska 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 för varje investerares riskprofil.

Globala aktier har stigit med stöd av god tillväxt och lägre inflation. Men recessionsrisken har ökat, USA-valet närmar sig och *tech*-sektorn har tappat momentum. Vi har blivit mer försiktiga och under augusti gått till neutral vikt i samtliga tillgångsslag. USA-börsen, som dominerar globala aktier, är dyr och har stort *tech*-inslag, medan Stockholmsbörsen är mer konjunkturkänslig. Svagare konjunktur gynnar trygga ränteplaceringar, men obligationer med kreditrisk kan pressas.

Affärsförslag

GLOBALA AKTIER

Sidan 47

Storbritannien (FTSE 100)

- Värdering på låga nivåer.
- Attraktivt med hög direktavkastning.
- Global och defensiv branschmix.

Drivkrafter

Det brittiska storbolagsindexet FTSE 100 återspeglar inte landets ekonomi utan består till stor del av riktigt lågt värderade (*deep value*) globala bolag i cykliska sektorer, såsom banker och råvaror. Över 30 procent av indexet utgörs av de defensiva sektorerna hälsovård och dagligvaror, vilket ger ett lågt beta och lägre konjunkturkänslighet än euroområdet och Sverige.

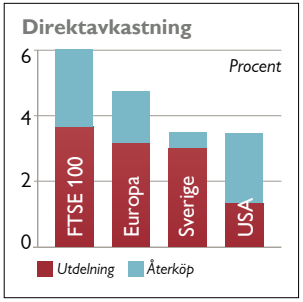
De senaste åren har FTSE 100 halkat efter världsindex och handlas nu på låga nivåer både i absoluta och relativa termer. Direktavkastningen (utdelningar plus återköp) är hela 6 procent. Den tekniska bilden är intressant och vi ser ett bra läge att addera FTSE 100 som en diversifiering till en global indexportfölj som domineras av USA och *tech*-jättar.

Risker

Rotation tillbaka till *tech*.

Förslag

Brittiska storbolag är välanalyserade, vilket talar för indexexponering via ETF till låg kostnad.



SVENSKA AKTIER

Sidan 56

Selektiva småbolagsinvesteringar

- Potential till återhämtning.
- Bättre momentum under sommaren.
- Orolig marknad ökar vikten av selektivitet.

Drivkrafter

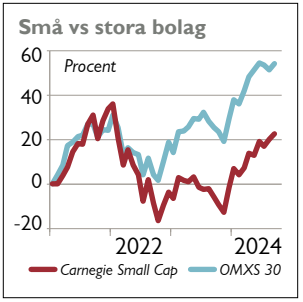
Småbolag gick svagt 2022/2023, men har i år börjat återta förlorad mark, drivet av fastighetssektorn. Om räntesänkningar lyfter svensk konsumtion och byggaktivitet, och företagstransaktionerna blir fler, gynnar det småbolagen. Värderingen har stigit, vi är selektiva och har fokus på ocykliska vinster och bolag med *turnaround*-potential.

Risker

Uteblivet inhemskt lyft och sämre riskvilja.

Portföljpositioner

- *Sdiptech:* Nytt innehav som ger exponering mot infrastruktur. En attraktivt värderad förvärvare som uppvisar organisk tillväxt trots svag konjunktur.
- *AAK:* Vinstlyft och konjunkturokänslig efterfrågan motiverar hög värdering.
- *Getinge:* Vi har köpt mer under sommaren efter svag kursutveckling. Bra uppsida om kvalitetsproblemen löses.



RÄNTEBÄRANDE INVESTERINGAR *Sidan 63*

Placeringar med fast ränta

- Högre recessionsrisk.
- Inflationen har fallit och styrräntor sänks.
- Obligationsräntor kan falla ytterligare.

Drivkrafter

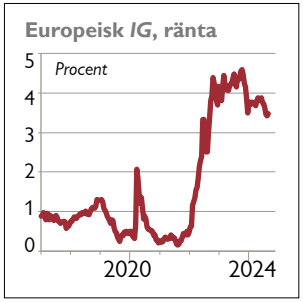
Vi har gått från kort till lång duration under sommaren. Inflationen närmar sig 2 procent och styrräntor sänks. Samtidigt tappar tillväxt och arbetsmarknader styrka. Allt detta gynnar i närtid ränteduration (längre räntepla-ceringar), och ger stöd åt statsobligationer och global *investment grade*. Globala företagsobligationer har oftast fast ränta, vilket är svårt att finna i Norden – vi föredrar företagsobligationer i Europa framför amerikanska.

Risker

Starkare tillväxt eller högre inflation än förväntat.

Förslag

Europeisk *investment grade*-fond med fem års duration och hållbarhets-fokus. Finansieras genom att sälja svenska realränte-papper – vårt affärsförslag för ett år sedan, som stigit närmare 6 procent.



ALTERNATIVA INVESTERINGAR *Sidan 69*

Diskretionär *global macro*-fond

- Agerar på egen makroanalys.
- Gynnas av hög volatilitet.
- Brukar ge god avkastning i sämre tider.

Drivkrafter

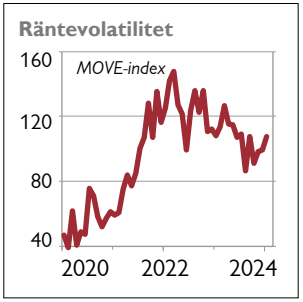
Hedgefonder har goda möjligheter i en volatil marknad. *Global macro*-förvaltare agerar på marknader med hög likviditet, såsom valutamarknaden och ränte- och aktie-terminer. Samvariationen med andra tillgångsslag är låg. Mandaten baseras ofta på *top-down*-analys och makro-ekonomiska skiften. Nu ökar den globala politiska risken och konjunkturen blir mer osäker. En *global macro*-förval-tare som agerar diskretionärt snarare än regelstyrt och kvantitativt, torde ha goda förutsättningar att navigera rätt.

Risker

Förvaltarrisk.

Förslag

Utvald *global macro*-fond. Kan finansieras genom att ta hem vinst i *long/short*-tillväxtmarknader – vårt affärsförslag för ett år sedan, som avkastat nästan 20 procent.



För mer information om specifika placeringsmöjligheter, kontakta din rådgivare.

Från inflationskamp till tillväxtoro

INVESTERINGSKLIMAT. **Inflationsoron har avtagit och räntorna är på väg ned. Nu är tillväxten i fokus, men även i ett mjuklandningsscenario kan vinstförväntningarna vara alltför höga.**

Under 2024 har inflationen fortsatt falla. Investerarnas fokus har skiftat till hur tillväxten och arbetsmarknaden i USA utvecklas. Reaktionsmönstret är nu att svaga makrosignaler inte längre lyfter börsen, utan i stället pressar den. De centralbankslättnader som nu sker är välkomna, men de initiala räntesänkningarna från amerikanska Federal Reserve (Fed) gör vanligtvis börsen nervös. En försvagad arbetsmarknad går ofta hand i hand med svag börsutveckling, men inte i år då tillväxten varit god.

NYTT UNDER SOMMAREN

I vår strategiuppdatering i slutet av maj skrev vi om vikten av ”rätt badtemperatur” för den kräsna börsen. Svagare tillväxt och lägre inflation vore efterlängtat, men om makrostatistiken försvagades för mycket kunde det utmynna i börsoro. Sedan dess har följande hänt:

- Inflationen i USA har fortsatt ned, med månatliga prisökningar på under 0,2 procent i genomsnitt de senaste fyra månaderna. Fler centralbanker har levererat räntesänkningar, vissa flera gånger.
- Arbetslösheten i USA har stigit tydligare till 4,2 procent, men ännu ökar sysselsättningen. Vi ser anledning till större oro om arbetslösheten närmar sig 5 procent.
- Även industribarometern (ISM) har vänt ned igen och fallit mot 47. Recessioner brukar ske först vid fall under 45.
- I somras drog sig Joe Biden ur presidentvalet i USA, och den 5 november är det nu vicepresidenten Kamala Harris som står mot Donald Trump – kampen är jämn. Läs mer om olika scenarier och deras troliga marknadseffekter på sidan 28.

I KORTHET

Inflationsfallet har fått investerarna att prisa in stora räntesänkningar från centralbankerna. Börsen uppskattar lägre räntor så länge sänkningarna inte sker i en kontext med kraftigt försvagad konjunktur. Svagare jobbdata och industribarometrar från USA i sommar har ökat konjunkturoron. USA:s redan stora budgetunderskott innebär begränsat utrymme för ytterligare tillväxtstöd.

Att konjunkturen mjuklandar är alltjämt det mest troliga scenariot, men riskerna har ökat. Förväntningar om tvåsiffrig vinsttillväxt under 2025 kan komma på skam. I ljuset av det är högt värderade USA-börser en riskfaktor.

En ljuspunkt är att den räntekänsliga svenska ekonomin gynnas av stora räntesänkningar i år och nästa år, samt av skattesänkningar. I ett positivt scenario för 2025 kan räntesänkningar ge stöd åt världsekonomin och företagsvinsterna samtidigt som lägre räntor motiverar högre värderingsmultiplar på börsen.

- *Tech*-vinsternas uthållighet har börjat ifrågasättas. Det görs enorma AI-investeringar, men hur mycket lyfter de vinsterna, för vem och när?

De närmaste månaderna är börsen sårbar i väntan på att nya makrodata klargör om USA går mot recession med vinstfall eller ej. Dessutom brukar osäkerhet inför USA-val dämpa börsen. Vi har minskat portföljrisken genom att gå till neutral aktievikt, och i flera portföljer ökat inslaget av defensiva sektorer och bolag. Fokus ligger på varsel, vinster samt utvecklingen i den viktiga *tech*-sektorn.

MAKROEKONOMISKT KLIMAT

Globala aktier har återhämtat sig snabbt efter dramatiken i början av augusti, men räntefallet fortsätter. Mätt i kronor är ett globalt aktieindex upp nästan 15 procent hittills i år, lett av en dubbelt så stor uppgång i *Magnificent Seven*-aktierna (Mag 7) – de sju *tech*-jättarna[1] steg som mest med nästan 60 procent (i kronor), och är nu upp 30 procent jämfört med Stockholmsbörsens 8 procent. Tryggare investeringar som statsobligationer har stigit med runt 2,5 procent sedan årets början. Samtidigt har guld blivit en säker hamn, bland annat på grund av geopolitisk oro: Guld är nu nästan 25 procent dyrare i kronor än i början av året.

Vi bedömer att en period med ökad osäkerhet nalkas. Tillväxten under andra kvartalet stod sig bra i USA, Japan och Europa, men nu ser vi nedsiderisk i konsensusprognoserna för amerikansk och global tillväxt. USA:s nyckelindikatorer försvagas och Europa/Kina har svårt att agera draglok för världsekonomin. Även om inflationen inte är i fokus ökar enligt vår bedömning sannolikheten för ett fortsatt fall då konjunktursvackan gör det svårare för bolagen att höja priserna – vissa kan tvingas sänka dem. Givet motvind från svagare volymtillväxt och tuffare prismiljö bedömer vi att vinstförväntningarna är för optimistiska, i synnerhet för 2025 (se tabell ovan).

[1] Apple, Microsoft, Alphabet (Googles moderbolag), Amazon, Nvidia, Tesla och Meta (Facebooks moderbolag).

FÖR STOR OPTIMISM?

Konsensusprognoser, ekonomi och bolagsvinster, procent

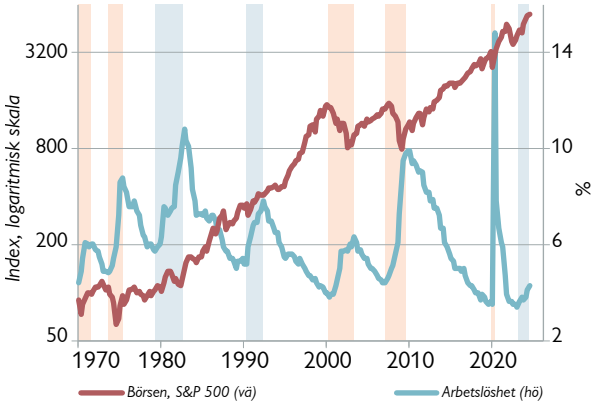
	BNP-tillväxt		Vinsttillväxt	
Region	*2024*	*2025*	*2024*	*2025*
USA	2,3	1,7	9	15
Europa	0,7	1,4	6	11
Japan	0,1	1,2	9	10
Tillväxtmarknader	4,0	3,9	23	16
Sverige	0,7	2,1	2	11
Globalt	2,5	2,6	10	13

Oväntat barometerfall

Den positiva trenden i USA:s viktiga industribarometer ISM har brutits trots att indikatorer som *Financial Conditions Index* talar för en fortsatt uppgång. Trendbrottet (se graf till höger på nästa sida) oroar oss, särskilt då försämringen nu märks i flera branscher och bolagen bland annat hänvisar till det höga ränteläget och osäkerhet inför valet. Även vissa indikatorer för investeringar och bostadsmarknad tappar nu fart och den kommersiella fastighetsmarknaden är alltjämt svag. Barometern för tjänstesektorn är visserligen starkare än för industrin, men den faller sällan under 50 och är i dag på låga 51,5. Recessioner har endast inträffat då industrins ISM-index har fallit under 45 och tjänstesektorns under 50.

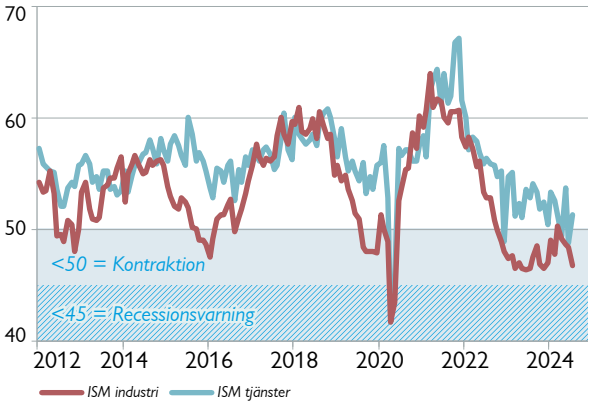
STIGANDE ARBETSLÖSHET = BÖRSRISK

Arbetslöshet och börsutveckling, USA



OVÄNTAT SVAGA USA-BAROMETRAR

Inköpschefsindex, USA



Svagare jobbdata i USA en risk

Fed har önskat sig en svalare arbetsmarknad i USA, men nu går försvagningen väl snabbt. Arbetslösheten är redan uppe i 4,2 procent jämfört med som lägst 3,4 procent våren 2023 och 3,8 procent tidigare i år. När arbetslösheten väl börjat stiga fortsätter den ofta uppåt och brukar gå hand i hand med en djupare konjunktursvacka och svag börs. Undantagen är 1979, 1990 och 2024 då börsen stigit (se graf ovan till vänster). Endast en gång sedan 1955 har en ökning i arbetslösheten på över 0,5 procentenheter inte följts av recession (1959). Att inflationen redan fallit markant innan arbetsmarknaden visat någon större försvagning är samtidigt lugnande.

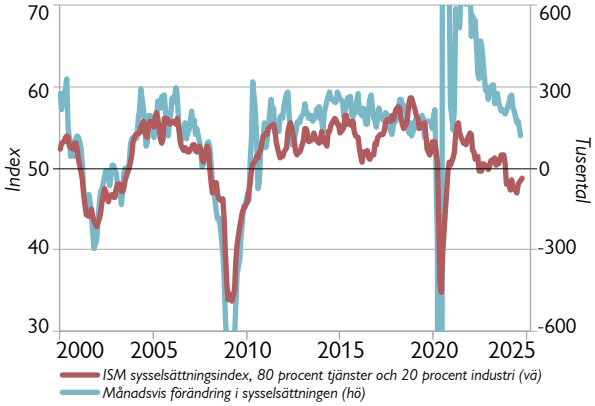
Det finns dock frågetecken kring arbetsmarknadsstatistiken i USA, i synnerhet hushållsundersökningen som mäter arbetslösheten. Således bör analysen baseras på flera olika jobbindikatorer. I dagsläget pekar samtliga åt fel håll, men få är på krisnivåer.

Non-farm payrolls, som mäter sysselsättningen utanför jordbrukssektorn, är en av de mest reviderade och därmed osäkra dataserierna i USA. Ändå är det den som marknaden följer mest. Den visar att företagen månad för månad fortsätter att nyanställa. Dessutom är a-kasseansökningarna alltjämt få samtidigt som varslen är låga.

Mer oroande är näringslivets allt lägre rekryteringstakt samt att hushållen upplever att det är svårare att hitta nya jobb. Även den offentliga sektorns höga anställningstakt förefaller ohållbar. Efterfrågan på bemanningspersonal har minskat, vilket enligt historisk erfarenhet indikerar att arbetslösheten kan stiga mot 5 procent inom sex månader. Samtidigt indikerar industri- och tjänstebarometrarna att sysselsättningen redan borde falla (vilket den dock inte gör, se graf till vänster på motstående sida).

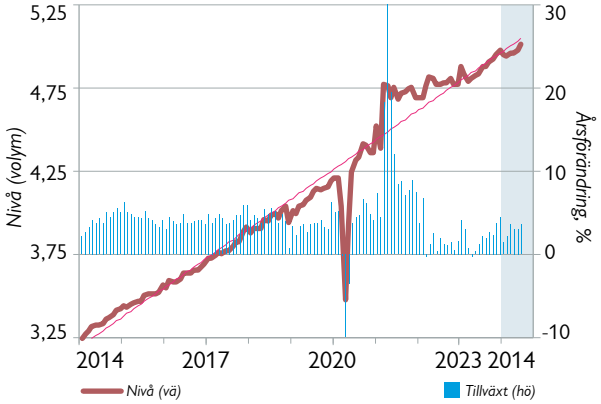
HÖGRE SYSSELSÄTTNING ÄN NORMALT

Barometrar och *nonfarm payrolls*, USA



LITE LUGNARE KONSUMENTER I ÅR

Inflationsjusterad detaljhandel, USA



Konsumtion eller sparande?

Detaljhandelsförsäljningen i USA har varit överraskande stark i nominella termer, men justerat för inflation har volymutvecklingen (det vanliga måttet i många andra länder) i år rört sig sidledes (se graf ovan till höger). Lägre inflation och räntelättnader ger visst stöd till konsumtionen, men överskottssparandet sedan pandemin torde vara uttömt och om hushållen upplever att jobbosäkerheten ökar kan de öka sitt sparande och hålla hårdare i plånboken. I dag är sparkvoten är mycket låg, om än inte lika låg som 2005–2007.

Mindre budgetstimulanser

USA-ekonomin har också fått stöd av en rad stimulanser: skattesänkningar från Donald Trump-åren, efterträdaren Joe Bidens satsningar på halvledare och energiomställning, samt den globala upprustningen. Ett budgetunderskott på 7 procent av BNP och en statsskuld större än BNP ger föga utrymme för ytterligare tillväxtstöd.

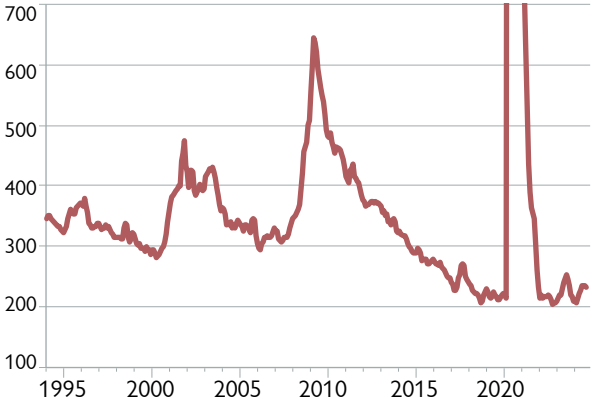
Argument för mjuklandning

Börsen förefaller inte lika bekymrad som räntemarknaden för svaga konjunkturutsikter. Vårt basscenario är att en amerikansk recession kan undvikas och att inbromsningen blir av det mildare slaget. Några argument är:

Fed har önskat sig en svalare arbetsmarknad i USA, men nu går försvagningen väl snabbt. När arbetslösheten börjat stiga fortsätter den ofta uppåt och brukar gå hand i hand med en djupare konjunktursvacka och svag börs.

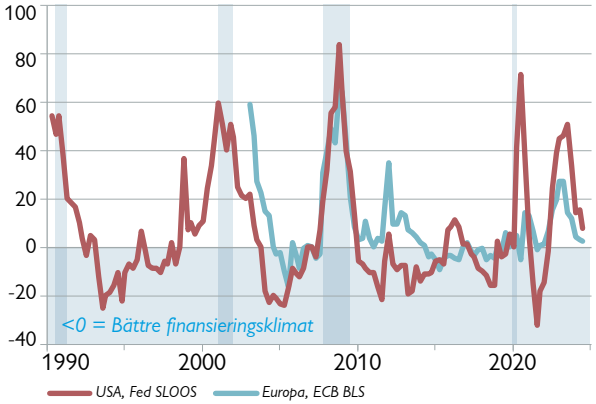
FÅ ANSÖKER OM A-KASSA

Nya a-kasseansökningar i USA, tusental, 3 mån snitt



LJUSNING ANAS I KREDITMILJÖN

Kreditåtstramningsindikatorer



- *Ingen överhettning:* Recessioner brukar föregås av överhettning och inträffa när inflationen är som högst och marknaden för företagsaffärer är glödhet. Nu faller inflationen och affärsaktiviteten i näringslivet har precis börjat ta fart.

- *Udda mönster:* Sambandet mellan BNP-tillväxt och industribarometern ISM har inte fungerat sedan slutet av 2022, och vissa andra barometrar som småbolagsbarometern är svaga men har nyligen vänt upp.

- *Ljusglimtar hos hushållen:* På arbetsmarknaden i USA finns det fortfarande fler lediga jobb än arbetslösa. Betalningsanmärkningarna har ökat markant på kreditkort och billån samt på kommersiella fastighetslån, men inte alls på hushållens bolån. Reallönerna har förbättrats när inflationen fallit, och nu står räntesänkningar för dörren.

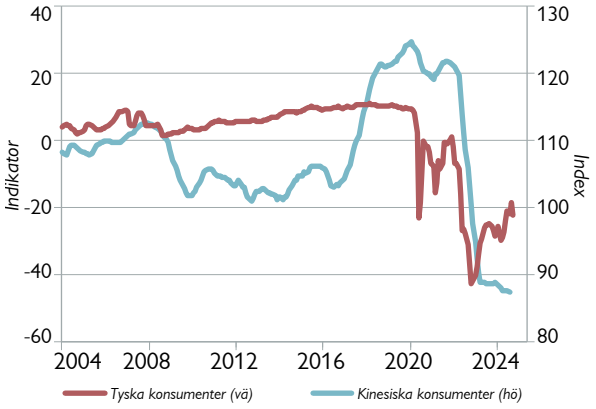
- *Hygglig finansieringsmiljö:* Vi ser få stresstecken på kreditmarknaderna eller i banksystemet. Kreditåtstramningsindikatorerna är nära normala nivåer både i USA och i Europa – finansieringsklimatet för företagen ser ut att kunna ljusna igen. Bra marginaler och goda vinster gör att näringslivet kan fortsätta sina investeringsplaner och behålla personalstyrkan (se graf ovan till höger).

Europa och Kina – inga draglok

Europas största ekonomi Tyskland har många utmaningar. Det stormar i politiken, arbetslösheten stiger, den viktiga bilindustrin utvecklas svagt och efterfrågan från Kina är dålig samtidigt som konkurrensen därifrån ökar. Kina har sin egna utmaningar med en fastighetssektor i kris, och trots riktade stimulanser är hushållen dystra och kredittillväxten historiskt svag. Om USA skulle bromsa in mer kraftfullt är det därför tveksamt om Europa och Kina kan agera draglok för världsekonomin.

KRAFTLÖST I TYSKLAND OCH KINA

Konsumentförtroende



VINSTER: RISK FÖR NEDREVIDERINGAR

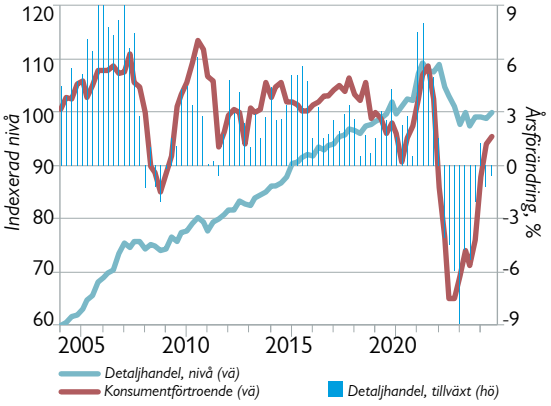
Under andra kvartalet slog börsbolagens vinsttillväxt förväntningarna igen. Däremot överraskade försäljningstillväxten knappt alls. I USA har vinstökningen nästan uteslutande härrört från *tech*-jättarna Mag 7, och om septetten inte accelererar sin tillväxttakt måste de övriga 493 bolagen i S&P 500-indexet börja visa styrka, vilket kan vara utmanande i en svagare konjunktur.

Lägre vinstökningar även med mjuklandning

ISM-barometrar på dagens nivåer har historiskt varit oförenliga med tvåsiffrig vinsttillväxt i USA. Orderläget brukar vara en bra indikator för vinsttrenden, och pekar nu mot stagnation runt årsskiftet (se graf till vänster på nästa sida). Prognossänkningarna är hittills knappt märkbara, men även i en mild konjunkturinbromsning dämpas volymtillväxten och prishöjningar blir svårare att få igenom. Även om recessionen uteblir bedömer vi därför

SVERIGE: VAKSAM OPTIMISM

Detaljhandel och konsumentförtroende, Sverige

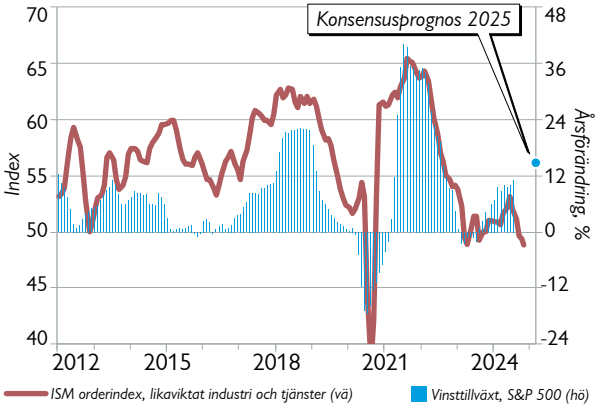


I osäker konjunktur underpresterar ofta den verkstadstunga Stockholmsbörsen. Många svenska indikatorer är på recessionsnivåer. Samtidigt är vi den mest räntekänsliga av ekonomier – dyrare bolån och elkris tog oss nära botten av OECD:s tillväxtliga 2023 och 2024. Riksbanken har redan sänkt styrräntan med 50 punkter och signalerar 50–75 punkter till i år. Över en procentenhets lägre ränta kommer att ge många hushåll mer konsumtionsutrymme 2025, särskilt om arbetslösheten inte stiger så mycket mer. Regeringen planerar lättnader under 2025, med skattesänkningar och andra reformer om totalt 60 miljarder kronor (1 procent av BNP).

Ilögonfallande nog avspeglas hushållens ökande optimism ännu inte i deras inköp (se graf ovan). Större konsumtionsutrymme och billigare finansiering kan öka efterfrågan på bilar och andra kapitalvaror samt renoveringar. Vi ser ljust på den inhemska ekonomin 2025, men är vaksamma på varslen som har börjat öka igen. Byggandet visar redan vissa gröna skott enligt Konjunkturinstitutets barometer.

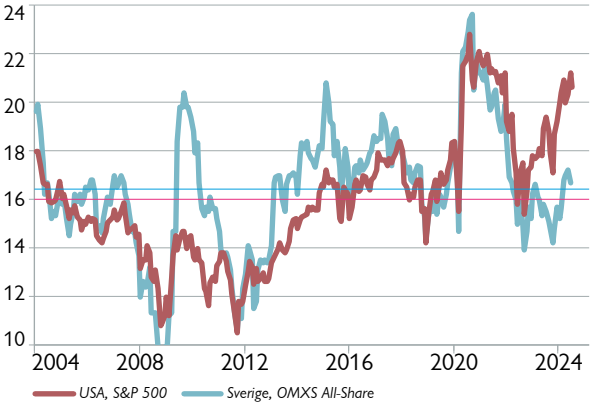
STAGNERAR VINSTERNA?

Orderingång och vinster, USA



VÄRDERINGEN HAR RUSAT I USA

P/E-tal, 12 mån framåtblickande



att förväntningarna om en vinstuppgång på 13 procent globalt och 15 procent i USA under 2025 är för höga.

En nominell BNP-tillväxt i USA ned mot 4 procent, jämfört med första halvårets 5,5 procent, skulle indikera vinsttillväxt under 10 procent snarare än förväntade 15 procent. Frågan är hur lägre men ändå positiv vinsttillväxt påverkar börsen. Vinstutvecklingen 2025 är högst osäker. Vi står inför vägskälet om ekonomin landar hårt eller mjukt, och därefter är frågan när räntesänkningarna ger positiva effekter. Dåliga börsår är vanligast när vinsterna faller – vilket inte är vårt basscenario. Nästa år kan sänkta vinstprognoser ge börsmotvind, medan räntesänkningar och utebliven recession kan utgöra stöd.

VÄRDERING: ALLTJÄMT DYRT I USA

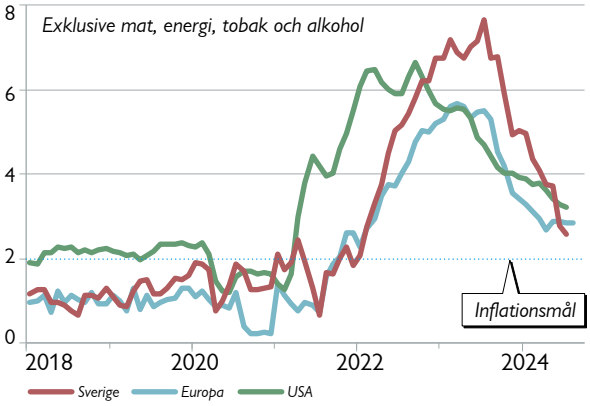
Börsvärderingen globalt är hög med ett framåtblickande P/E-tal på 17,5x, lyft av USA:s P/E-tal om runt 21x (se graf ovan till höger). Värderingen på övriga marknader är mer normal. Främst sticker it-bolagens värdering ut på uppsidan, men än så länge levererar sektorn god vinsttillväxt.

Det räntejusterade P/E-talet, aktieriskpremien, visar att börsvärderingen i USA är mindre attraktiv än normalt jämfört med trygga ränteplaceringar. Om måttet konjunkturjusteras ser aktier ännu dyrare ut. Värderingsmåttet har dock svag träffsäkerhet på kort till medellång sikt.

Dåliga börsår är vanligast när vinsterna faller – vilket inte är vårt basscenario. Nästa år kan sänkta vinstprognoser ge börsmotvind, men räntesänkningar och utebliven recession kan utgöra stöd.

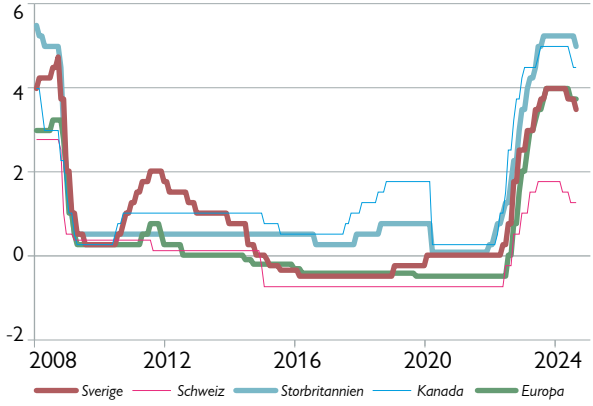
KÄRNINFLATIONEN NÄRMARE MÅLEN

Konsumentpriser, årsförändring, procent



CENTRALBANKER I SÄNKNINGSFAS

Styrräntor, procent



RÄNTOR: INITIAL ORO?

Inflationen har närmat sig centralbankernas mål och nu sänks räntorna, men vi bedömer att konjunktur och vinster blir mer avgörande för höstens börsutveckling.

Europeiska centralbanken (ECB) och Bank of England har inlett sina lättnader, och Kanada, Schweiz och Sverige sänkte för andra gången under sommaren. Även Kina har sänkt vissa räntor. Feds signaler vid den årliga globala centralbankskonferensen i Jackson Hole i slutet av augusti var samtidigt tydliga: Inflationskampen ses som vunnen, och Fed-ledamöterna välkomnar inte en ytterligare försvagning av arbetsmarknaden, utan verkar snarare bekymrade över utvecklingen.

Bäst: Stadigt och lugnt

Under hösten håller Fed tre räntemöten. Marknaden räknar med att styrräntan i USA sänks med över 100 punkter till årsskiftet, från 5,35 till 4,25 procent. Takten avgörs av inkommande tillväxtdata. Marknadens förväntningar om 250 punkters lägre ränta i slutet av nästa år (under 3 procent) kan tyckas väl aggressiva, särskilt om vinsterna ökar med 15 procent. Sedan 1990 har USA:s styrränta dock i genomsnitt varit 2,9 procent.

I ett scenario med en mildare konjunkturinbromsning, där inflationen tar fart igen, skulle sänkningarna sannolikt avstanna på högre nivå under 2025. Vid ökad risk för recession lär Fed troligen sänka betydligt snabbare och lägre än 3 procent. Under 2022, då det var bråttom, var ränteförändringar i 50- och 75-punktssteg vanliga.

Då Fed inte enbart sänker för att inflationen närmat sig målet utan också för att ge tillväxtstöd, bedömer vi att stora sänkningar kan komma att skrämma investerare.

I ljuset av att arbetslösheten redan stigit ett tag skulle Fed kunna anses agera senare än normalt. Mot det ska ställas att BNP-tillväxten i årstakt är över 3 procent, så ur

det perspektivet är Fed snarast tidiga. Både företag och hushåll torde lugnas av att lättnadsfasen nu inleds, men de positiva ränteeffekterna kan dröja i USA eftersom hushållen har långa bundna bolån. De hushåll som omfinansierar sina lån tvingas ännu en tid göra det till högre ränta än de haft, och får därmed mindre pengar över. En intressant temperaturindikator framåt är de nedtryckta bygg- och bostadsindikatorerna i USA. Dessa bör lyftas av lägre räntor, men kan pressas av en svagare arbetsmarknad.

Riksbanken: Lugnare nästa år

Riksbanken signalerar sänkningar av styrräntan från 3,50 procent ned mot 2,75 procent i år. Marknadens prognos om en styrränta mot 1,75 procent i slutet av 2025 är dock lägre än inflationsmålet och känns väl aggressiv, särskilt om svensk ekonomi får bättre fart. Det skulle också kunna innebära risker med accelererande skuldsättning igen om hushållen frestas att öka sitt konsumtionsutrymme ytterligare genom att låna.

DEFENSIVT KLARAR SÄNKNING BÄST

Sedan 1990 har vi haft sex perioder med Fed-sänkningar. Så här utvecklades börser och sektorer i USA:

- *Börsen:* Tre månader efter den första räntesänkningen har S&P 500 stigit två gånger, rört sig sidledes två gånger och fallit två gånger. Så en positiv börsreaktion initialt är ovanligt, men skedde då konjunkturinbromsningen var mild 1995 (1998 var det externa faktorer som fick Fed att agera). Den genomsnittliga börsrörelsen är sidledes – detta gäller även efter sex månader från att Fed börjat sänka, men då med tre börsnedgångar och tre börsuppgångar.

- *Sektorer:* Sektormönstret i USA då penningpolitiken normaliseras har varit blandat. I genomsnitt har defensiva sektorer som dagligvaror, hälsovård och *utilities* klarat sig bäst (både i utveckling och antal perioder).

Utveckling 3 mån efter Feds första räntesänkning (index = 100)

Bransch	*1990 jul*	*1995 jul*	*1998 sep*	*2001 jan*	*2007 sep*	*2019 jul*	*Snitt*
Industri	74	102	112	94	98	101	97
Råvaror	77	98	97	96	103	100	95
Energi	95	102	101	90	102	92	97
Bank	67	117	113	100	76	104	96
Sällanköp	71	100	121	100	90	100	97
Dagligvaror	88	109	119	89	107	103	103
Utilities	99	105	103	96	108	108	103
Hälsovård	89	116	109	84	102	104	101
IT	70	102	133	77	102	104	98
S&P 500	*82*	*106*	*117*	*89*	*98*	*102*	*99*

Bättre än börsen *Sämre än börsen*

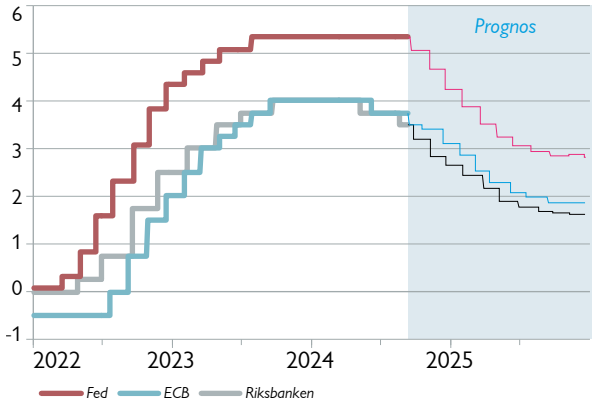
Dessa har till och med stigit en aning de första månaderna. It-sektorn har i genomsnitt knappt rört sig. Underpresterarna har varit cykliska branscher som industri, råvaror, energi, bank och sällanköpsvaror – även under mjuklandningsperioderna.

Ett halvår efter Feds första sänkning jämnar sektorutvecklingen ut sig: cykliskt och it kommer ikapp. Bank och sällanköpsvaror har flest perioder med sämre utveckling än börsen ett halvår efter att Fed börjat sänka: recessioner slår ofta hårt mot dessa sektorer.

Efter ett fall på runt 50 baspunkter sedan i våras är långräntorna redan låga, klart under 4 procent i USA och runt 2 procent i Sverige/Europa. Långränteplaceringar är därför främst intressanta som portföljskydd. Korträntеplaceringar blir dessutom gradvis mindre intressanta med lättare penningpolitik. Med konjunkturoro, lägre inflation och centralbankssänkningar kan långräntorna falla ytterligare på kort sikt. Risk för uppåttryck på obligationsräntorna finns dock om inflationen tar fart igen, men kanske ännu mer om USA:s svaga statsfinanser inger oro eller om starkare yen och japanska räntehöjningar utlöser kapitalutflöden från andra räntemarknader.

STOR RÄNTEOPTIMISM

Terminsmarknadens förväntade styrränta, procent



ALTERNATIVA SCENARIER

- *Optimisten:* Konjunkturinbromsningen blir mild och kortvarig, samtidigt som penningpolitiken fortsätter att normaliseras då inflationen håller sig runt målen. Vinstprognoserna är träffsäkra och räntesänkningar kan ge multipelexpansion i flera sektorer. *Tech*-sektorns kraftiga uppgång kan i detta scenario få nytt momentum.

- *Pessimisten:* Förutom recession med generella vinstfall är den största börsrisken en plötslig *tech*-besvikelse. Sektorn är sårbar efter att aktiekurserna under lång tid lyfts av AI-hausse. *Tech* har varit draglok åt börsen i USA, som i övrigt visat en ganska normal uppgång i år. *Tech*-jättarna Mag 7 stigit med över 30 procent (lett av Nvidia och Meta), att jämföra med 9 procent för den bredare teknikbörsen Nasdaq och 8 procent för det likaviktade S&P 500. Sedan mitten av juli har dock breda börsindex och småbolag gått bättre än *tech*.

Risk för uppåttryck på obligationsräntorna finns om inflationen tar fart igen, om USA:s svaga statsfinanser skapar oro eller om starkare yen och japanska räntehöjningar utlöser kapitalutflöden från andra räntemarknader.

Säsongens färger.

Foto: Istockphoto

TEKNISK ANALYS

Höstens svacka följs av höjdpunkt

Flera faktorer indikerar att USA-börsen går mot en turbulent höst. Därefter talar den tekniska analysen för en bättre avslutning på börsåret.

I februari skrev jag följande på denna plats: *”Min tekniska analys indikerar att 2024 borde bli ytterligare ett bra börsår. Givet att 4 800-nivån passerats finns förutsättningar för en kortsiktig uppgång mot 5 000-nivån. I ett riktigt positivt scenario kan S&P 500 nå 5 500–6 000.”* Efter denna analys har S&P 500 stigit till i skrivande stund 5 600.

Min positiva syn byggde på flera faktorer, däribland att den långa trenden pekade upp, och att negativa nyheter inte fick fäste i marknaden (vilket signalerade att den aggregerande psykologin i grunden var positiv). Dessutom är 2024 ett amerikanskt presidentvalsår – sådana har historiskt åtföljts av positiv utveckling för USA-börserna.

Efter en S&P 500-uppgång på över 17 procent hittills i år pekar den långa trenden naturligtvis uppåt, men index har etablerat ett tungt motståndsområde runt 5 670 och uppvisar negativa divergenser mellan toppen i mars och toppen i juli. Risken för en svagare utveckling under september och oktober har ökat.

Dessutom befinner vi oss i årets absolut svagaste kvartal. Så här ser den genomsnittliga kvartalsavkastningen ut för S&P 500 och respektive Nasdaq:

	Kvartalsavkastning, procent			
Index	*1*	*2*	*3*	*4*
S&P 500[1]	2,1	1,8	0,8	4,2
Nasdaq Comp.[2]	4,1	3,3	0,5	4,4

[1] Sedan 1949. [2] Sedan 1971.

Historiskt är tredje kvartalet det överlägset svagaste kvartalet och fjärde kvartalet det klart starkaste. September är historiskt den klart svagaste börsmånaden, med en snittavkastning på –0,7 procent för S&P 500 sedan 1950. Motsvarande siffra för Nasdaq (från starten 1971) är –0,9 procent. Under valår har både S&P 500 och Nasdaq backat med i genomsnitt 0,4 procent under september. I stället har oktober varit den sämsta månaden för USA-börserna under valår: Sedan 1971 har Nasdaq då bara stigit vid fyra tillfällen, och de senaste fyra

valåren har avkastningen varit negativ i oktober. Den genomsnittliga utvecklingen i oktober ett valår för S&P 500 är –0,9 procent sedan 1950 och för Nasdaq svaga –2,2 procent.

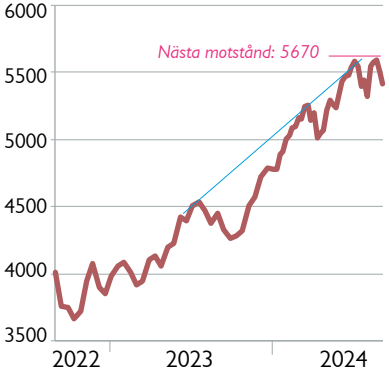
Sammantaget konstaterar jag att S&P 500 är överköpt, noteras vid motstånd och uppvisar negativa hastighetsdivergenser, samtidigt som vi går mot historiskt sett svaga börsmånader i september och oktober. Jag förväntar mig inga större nedgångar eller ras, däremot en tids turbulent utveckling följt av en stark avslutning på börsåret.

EUROPA: VISAR STYRKA

Trots de senaste månadernas ökade volatilitet visar börserna i Europa fortsatta styrketecken i den tekniska analysen. Att börserna stiger trots många negativa omvärldsfaktorer, såsom krigen i Mellanöstern och Ukraina, signalerar ett positivt underliggande sentiment. Självklart kan vi

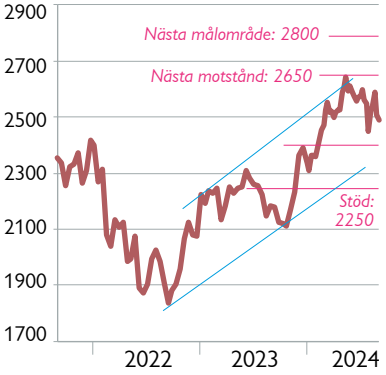
USA MOT TURBULENS

S&P 500



STOCKHOLM VIDARE UPP

OMXS30



få rekyler under höstens historiskt sett svaga börsmånader, men jag ser ännu inga tecken på en förestående större börsnedgång.

SVERIGE: I KORRIDOREN

I strategirapporten i februari skrev jag: *”Det finns ett tungt motståndsområde vid förra rekordnoteringen på drygt 2 400. Passeras nivån siktar jag i första hand på 2 630–2 660-området.”* OMXS30-indexets motstånd vid 2 400 passerades redan i februari och index steg därefter till en topp i maj på 2 648 som följdes av en rekyl. Den långa trenden i OMXS30 pekar upp och jag ser inga tecken på en förestående topp. Om motståndsområdet vid cirka 2 650 passeras med kraft blir mitt nästa målområde cirka 2 800. Om index i samband med en oväntad negativ händelse skulle falla under 2 356 med kraft och tydlighet möter nästa stöd vid cirka 2 250.

Att Europas börser stiger trots många negativa omvärldsfaktorer signalerar ett positivt underliggande sentiment.

Johnny Torssell
Teknisk analytiker

Tillbaka till basen

PORTFÖLJSTRATEGI. **Vinsten på aktieövervikten har tagits hem och vi går in i en osäker höst med mer försiktig exponering. Inom flera tillgångsslag överviktar vi mer defensiva alternativ.**

Vi inledde 2024 med en större aktieövervikt, som vi i april tog hem en del vinst i. Före sommaren hade vi en förhållandevis positiv syn på börsen, men flaggade för att det föregående halvårets kraftiga uppgång manade till viss försiktighet. Vi behöll således en mindre övervikt mot såväl svenska som utländska aktier, och undervikt mot räntebärande och alternativa tillgångar.

I vår strategiuppdatering i slutet av maj lyfte vi fram att varje år brukar bjuda på rekyler i häradet 5–10 procent, och att en sådan snart kunde stå för dörren. Börsrekyler är dock svåra att tajma. Sommarhalvåret brukar vara en sämre period än vinterhalvåret. Vi landade i att börsen mycket väl skulle kunna gå sidledes under sommaren.

Juni och juli bjöd på fortsatt god börsutveckling, men i början av augusti förändrades investerarnas riskaptit radikalt. Något sämre amerikanska konjunkturdata i kombination med kraftiga ränte- och valutauppgångar i Japan skapade en rejäl turbulens där flera börser snabbt föll med nästan 10 procent – den japanska med hela 20 procent på bara tre dagar. I det läget valde vi att neutralisera vår övervikt mot aktier och i stället vikta upp räntebärande och alternativa tillgångar. Vår tidigare positiva syn byggde på mjuklandning och ljusare barometrar för den amerikanska ekonomin samt successiva räntesänkningar från centralbankerna i USA och Europa. Sämre konjunkturdata ökar sannolikheten för lågkonjunktur och i förlängningen större nedjusteringar av börsbolagens vinstprognoser (läs mer i avsnittet *Investeringsklimat* på sidan 10). Lägg därtill en försämrad teknisk bild, och vi landade i att vår positiva syn inte längre var motiverad.

I KORTHET

Vinster från den aktieövervikt vi initierade hösten 2023 säkrades i april och augusti. Sämre makrodata innebär ökade konjunkturrisker och i förlängningen risk för att högt ställda vinstprognoser inte infrias. Inför hösten är positioneringen neutral i samtliga tillgångsslag.

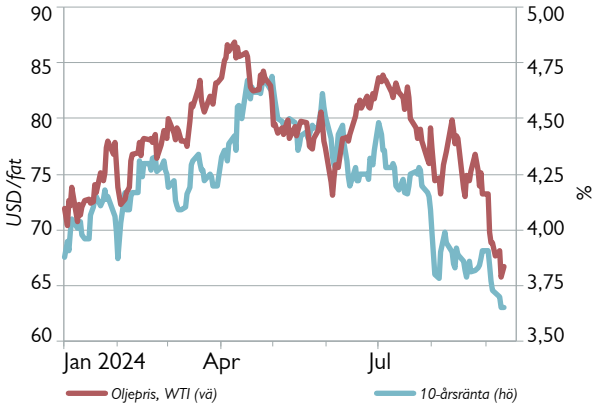
Amerikanska aktier är fortsatt dyra och de *tech*-jättar i USA som agerat draglok i de senaste årens börsuppgång har börjat tappa fart.

I ljuset av något dystrare konjunkturutsikter lockar inte relativt högt värderade svenska verkstadsbolag, som är Stockholmsbörsens största sektor.

Generellt sett väljer vi att övervikta mer defensiva segment inom respektive tillgångsslag. I USA överviktas dagligvaror på bekostnad av industribolag, hälsovårdssektorn överviktas såväl globalt som i Sverige, och på ränteområdet har vi ökat exponeringen mot långränteplaceringar som i regel utvecklas bra när konjunkturen försämras. Inom alternativa investeringar är våra favoritstrategier *global macro* och volatilitet – båda brukar gynnas när makromiljön blir skakigare.

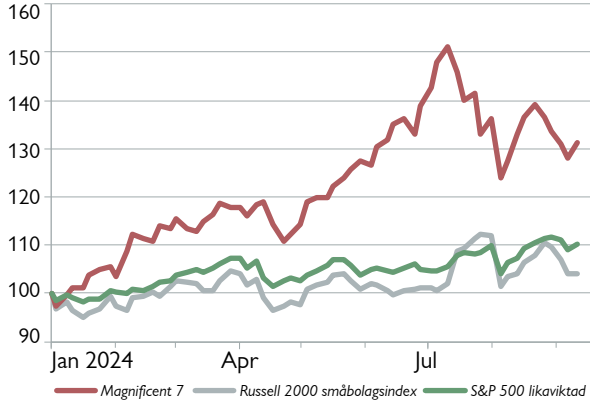
VARNING FRÅN RÄNTOR OCH RÅVAROR

Oljepris och amerikansk långränta



SMAL BÖRSUPPGÅNG I ÅR

Indexerad utveckling



VILKEN MARKNAD HAR RÄTT?

De globala finansmarknaderna är på många sätt i ett synnerligen intressant läge. Ränte- och råvarumarknaderna förefaller ha börjat prisa in klart sämre tider, medan aktiemarknaden speglar förhoppningar om en lyckad mjuklandning utan vinstpress. Under sommaren har de amerikanska långräntorna fallit, dollarn tappat mark och olja samt andra råvaror varit i en fallande trend. Givet all oro i Mellanöstern borde oljepriset snarare ha stigit. Allt detta varslar om en sämre konjunktur. Ändå har börskurserna återhämtat sig från raset i början av augusti och andas åter optimism. Denna diskrepans kan knappast bestå – under hösten lär vi få ledtrådar om vem som har rätt.

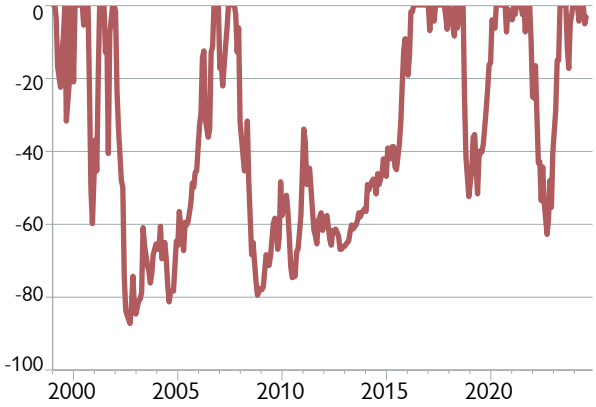
FOKUS PÅ MAKRO OCH *TECH*

Vi går in i hösten med en helt neutral positionering i våra portföljer, vilket speglar att risknivån har höjts ett snäpp under sommaren. Efter pandemin och inflationschocken har det blivit svårare att spå konjunkturförlopp – det återstår att se om USA klarar sig undan en recession. Traditionella mönster ger delvis stöd för detta, samtidigt som man kan hävda att recessionen redan borde vara här. Vilken väg den amerikanska ekonomin tar under det kommande halvåret lär bli avgörande för börsutvecklingen.

Stora delar av de senaste årens globala börsuppgång beror på den fantastiska kursutvecklingen för ett fåtal *tech*-jättar i USA. Liksom många andra bedömare har vi påtalat risken med en så smal börsuppgång. Under juli syntes ett intressant trendbrott där dessa *tech*-aktier började gå sämre än börsen, samtidigt som exempelvis småbolag plötsligt fick ordentlig fart. Huruvida detta är en bestående förändring av börsmönstret eller en övergående fas återstår att se.

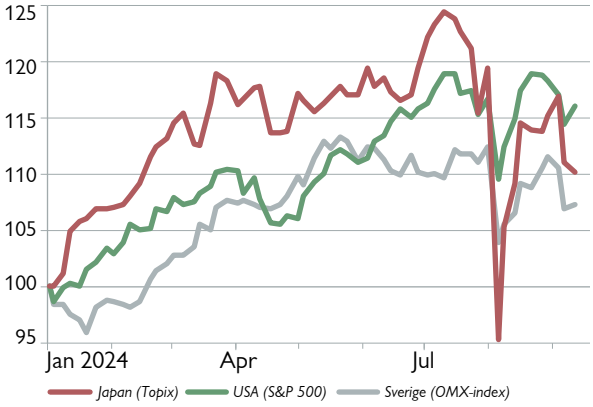
NVIDIA-AKTIEN HISTORISKT VOLATIL

Fall från topp till botten (*max drawdown*), månadsdata, procent



BÖRSENS SOMMARDRAMA

Indexerad indexutveckling



Finns andra draglok som kan föra börsen till nya höjder? AI-haussen har drivit upp vinster och värderingsmultiplar hos teknologijättarna. Börjar uthålligheten ifrågasättas kan kursnivåerna visa sig vara för höga, med korrektioner som följd. Givet att USA:s *tech*-jättar utgör runt 20 procent av världsindex vore det en tydlig motvind för aktiemarknaden. Vi håller ögonen på denna risk, som reflekteras i vårt beslut om en neutralt positionerad tillgångsallokering.

VINTERHALVÅRET NALKAS

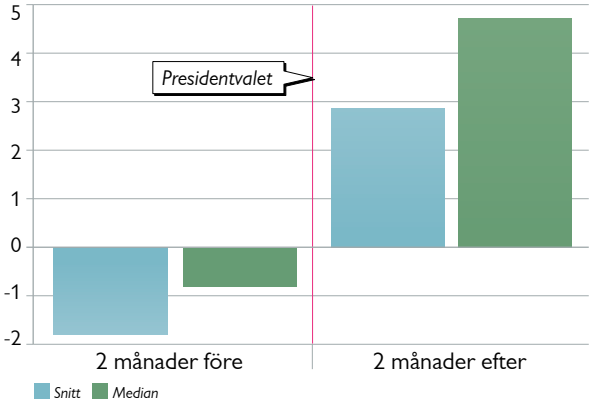
Börsens säsongsmönster brukar väcka stort intresse hos investerare. Vinterhalvåret (november till april) brukar bjuda på bättre avkastning än sommarhalvåret (maj till oktober). Än så länge har sommarhalvåret 2024 presterat bra avkastning, men den historiskt svaga månaden september återstår. Vi fäster inte så stort avseende vid dessa kalendereffekter – om en amerikansk recession avförs från dagordningen senare i höst kan dock vår syn ljusna. Då vet vi också mer om vem som styr USA de kommande fyra åren, och vad det innebär för finanspolitiken och den geopolitiska spelplanen. Finansmarknaden brukar ogilla osäkerhet, och givet hur jämn kampen är mellan Kamala Harris och Donald Trump lär vi kastas mellan olika scenarier fram till avgörandet i november.

Försvagas kronbonusen?

Sverige är betydligt mer konjunkturkänsligt än omvärlden givet landets stora beroende av verkstad och bank. Industrisektorn står för cirka 40 procent av börsvärdet på Stockholmsbörsen. Eftersom konjunkturrisken har ökat och verkstadsbolagen värderas relativt högt vill vi inte övervikta Sverige. Samtidigt är svenska bolag generellt sett väldigt välskötta, med bevisad förmåga att hantera svängningar. För svenska investerare har kronförsvagningen gynnat utländska aktieplaceringar kraftigt de senaste åren. Möjligen bedarrar nu trenden: Kronan har

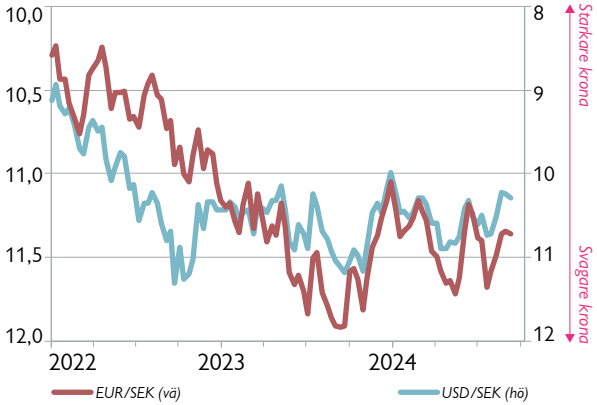
OSÄKER PERIOD FÖRE PRESIDENTVAL

S&P 500 före och efter presidentval sedan 1992, procent



KRONAN HAR STABILISERATS

Kronan mot euron och dollarn



börjat visa tecken på styrka. Utländska aktier ger fortsatt stora diversifieringsfördelar för en svensk investerare via exponering mot sektorer som är små i Sverige, exempelvis hälsovård och teknologi (men observera ovannämnda varningsflagga). Vidare värderas amerikanska aktier, som utgör nästan 70 procent av det globala börsvärdet, högre än svenska. I detta läge har vi ingen tydlig preferens för vare sig svenska eller utländska aktier.

Dött lopp mellan defensiva tillgångsslag

Inom tillgångsallokeringens defensiva del väljer vi en jämn fördelning mellan räntebärande och alternativa tillgångar. Fallande räntor och stabila eller krympande kreditspreadar skulle gynna räntebärande tillgångar, men utrymmet för ett sådant scenario är begränsat. Går ekonomin mot sämre tider borde det leda till såväl fallande räntor som högre spreadar. Visar sig konjunkturoron obefogad kan räntorna stiga igen, vilken delvis kan uppvägas av något sjunkande spreadar. Syftet med att placera i alternativa tillgångar är att exponeringen ska korrelera så lite som möjligt med börs- och ränteutvecklingen. Nackdelen är att tillgångsslaget har något sämre likviditet. Inför hösten är det i våra ögon dött lopp mellan de båda tillgångsslagen.

Vi fäster inte så stort avseende vid kalendereffekter – om en USA-recession avförs från dagordningen i höst kan dock vår syn ljusna. Då vet vi också mer om finanspolitiken och den geopolitiska spelplanen de kommande fyra åren.

ALLOKERING

Utländska aktier

Utländska aktier är vår breda portfölj med fonder och ETF:er. Där har vi minskat exponeringen mot den cykliska verkstadssektorn, och i stället viktat upp den defensiva sektorn dagligvaror. Japan var länge en favoritregion i den utländska allokeringen, men i juni valde vi att neutralisera positionen jämfört med världsindex, för att sedan återigen gå övervikt efter korrektionen i början av augusti. Övervikten finansieras med en undervikt mot Tyskland. På marginalen överviktar vi också Sverige på bekostnad av undervikt mot Frankrike.

Global Stock Picking är vår portfölj med enskilda aktier. Kärnan är innehav kopplade till energiomställningen. Sektormässigt ger det portföljen en stor övervikt mot teknologi (exempelvis datacenter och halvledare), samt övervikt mot förnybar elproduktion, industri och råvaror. Vi ser positivt på hälsovård, som erbjuder en intressant kombination av långsiktig tillväxt och konjunkturokänslighet till rimlig värdering.

Svenska aktier

Givet en försiktigare konjunktursyn har vi en viss undervikt mot industribolag, som dock alltjämt är portföljens klart största sektor. Till innehaven hör Volvo, Atlas Copco, Sandvik och nyligen har Alfa Laval tillkommit. Vi har däremot sålt finländska Cargotech. Inom mer defensiva sektorer tror vi på Astra Zeneca, Sobi, AAK och Essity. Bankexponeringen är i princip neutral, med SEB som största innehav. *Turnaround*-kandidater i portföljen är Getinge och Dometic. Vi överviktar teknologi genom positioner i Hexagon och Ericsson. Småbolag överviktas också, via innehav i bland annat Lagercrantz, Lindab, Arjo, NCAB, XACT Svenska Småbolag UCITS ETF samt nytillskottet Sdiptech.

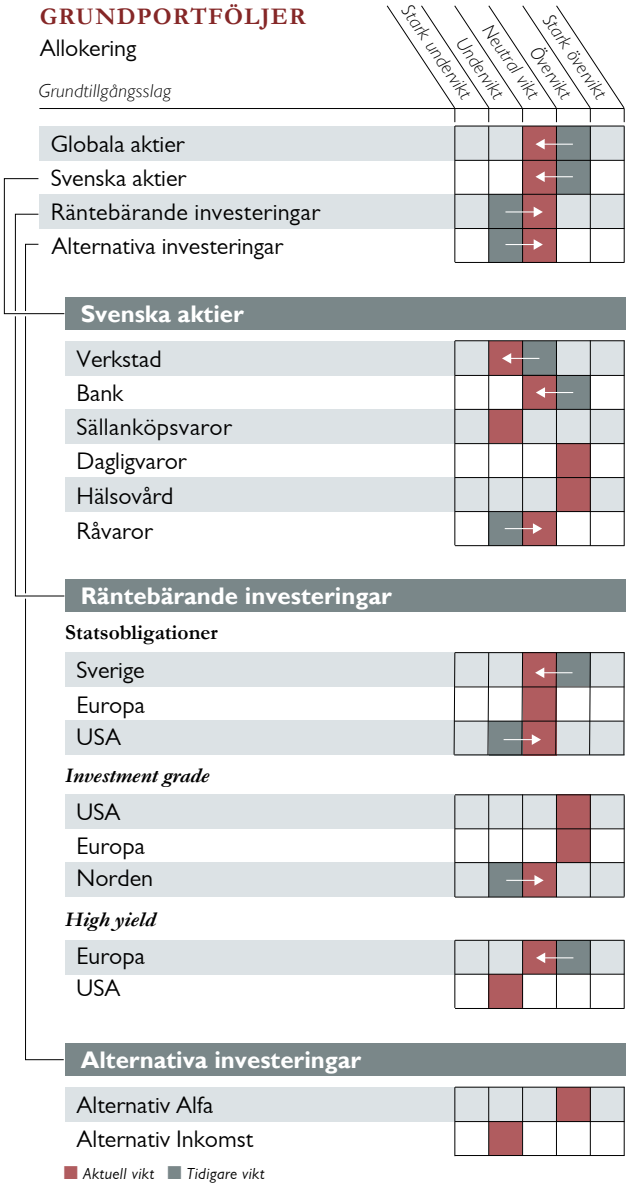
Räntebärande investeringar

Året inleddes med något kortare ränteduration i portföljerna, men vi har successivt minskat undervikten mot långränteplaceringar och har nu en viss övervikt då vi bedömer att långräntorna kan falla. Inom statsobligationer behåller vi övervikten mot europeiska räntepapper. Vi minskar emellertid exponeringen mot svenska statsobligationer efter en stark utveckling – i stället ökar vi USA-exponeringen. Under sommaren har vi ökat exponeringen mot nordiska företagsobligationer. Även om vi fortfarande ser goda avkastningsmöjligheter inom företagsobligationer, erbjuder värdepapperiserade tillgångsslag ännu bättre potential. Vi har fortsatt positioner inom amerikanska bostadsobligationer och europeiska CLO:er (paketerade företagsobligationer), medan *high yield*-obligationer underviktas.

Givet en försiktigare konjunktursyn har vi en viss undervikt mot industribolag, som dock alltjämt är portföljens klart största sektor. Till innehaven hör Volvo, Atlas Copco, Sandvik och nyligen har Alfa Laval tillkommit.

Alternativa investeringar

Vi överviktar volatilitetsstrategier och *global macro*, där framför allt den senare strategin erbjuder flexibilitet att reagera på makroekonomiska trendförändringar. *Merger arbitrage*-strategin kan gynnas av högre transaktionsintensitet efter det amerikanska valet. Guldpriset har utvecklats väldigt starkt i år, men fortsätter att förtjäna en plats i portföljen. Vidare har portföljen positioner inom lång/kort-strategier på aktiemarknaden, där förvaltare kan dra nytta av felprissättningar vid minskad samvariation mellan aktier. Gemensamt för portföljinnehaven är att de syftar till att vara okorrelerade med aktie- och ränteutvecklingen.



Söndring är bättre än skräll

ANALYS. **En storsegrare som tar hem både Vita huset och kongressen har få gränser för sin frikostighet. Lagom mycket dödläge är att föredra både för ekonomin och börsen.**

USA-valet närmar sig, opinionsinstituten ger föga vägledning. Avståndet mellan Demokraternas kandidat, vicepresident Kamala Harris, och Republikanernas Donald Trump har hållit sig inom felmarginalen. När Harris debatterade Trump i början av september klarade hon sig bra och var bättre förberedd. I sakfrågorna blev dock vare sig väljare eller marknadsaktörer särskilt mycket klokare.

MARKNADEN OCH VALPROGRAMMEN

Att analysera USA-valets tänkbara marknadskonsekvenser är knepigt eftersom Harris har varit så förtegen om vad hon vill göra. Programförklaringarna lyste till nyligen med sin frånvaro på kampanjsajten. Intervjuerna är få, beskeden vaga. Harris har också tvärvänt och intagit populära trumpistiska ståndpunkter på områden som inkomstskattesänkning, skattefri dricks och den egna Tik Tok-aktiviteten.

- *Trump* och hans vicepresidentkandidat J.D. Vance trummar för skärpt migrationspolitik och sänkta skatter. Dessutom vill de genomföra avregleringar och knäcka inflationen (genom ökat utbud av olja och bilbränsle, är tanken).
- *Demokraterna* tog fram sin plattform innan president Joe Biden drog sig tillbaka som kandidat. Hjärtefrågorna är skattelättnader relaterade till barnomsorg, sjukvård och bostäder samt höjd federal minimilön – höginkomsttagare och företag får notan via skattsedeln. Harris talar nu om skattesänkningar för medelklassen och vill stävja omotiverade prishöjningar (oklart hur). Klimatet har stått högt på regeringens dagordning, men väljarna är mindre intresserade (se graf till vänster på sidan 31), och Harris håller låg profil i frågan.
- *Båda partierna* vill ha ökade bostadsstöd, skattelättnader för föräldrar samt billigare läkemedel.

Företagsvinster: Fördel Trump

Skatten på företagsvinster är A och O för USA-börsen. Demokraterna vill höja bolagsskatten till 28 procent[1], och skatten på aktieåterköp från 1 procent till 4 procent, men har backat något på skärpt beskattning av kapitalinkomster. Trump sänkte bolagsskatten från 35 procent till 21 procent år 2018 (se graf till vänster på motstående sida), och vill behålla nivån eller sänka mer. Ur ett vinstperspektiv skulle börsen välkomna en republikansk valseger. För Wall Street och *tech*-jättarna vore också den avreglering som står på Republikanernas program goda nyheter.

[1] Under sin kortvariga presidentkampanj inför primärvalet 2019 ville Kamala Harris höja bolagsskatten till 35 procent.

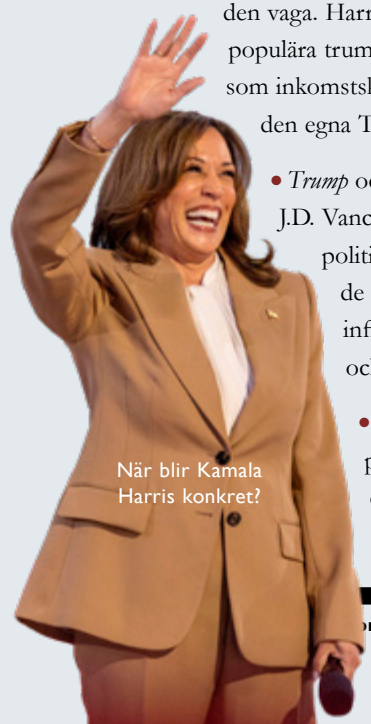
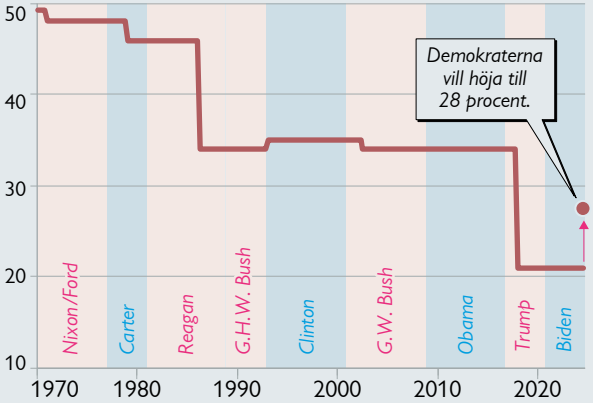


Foto: Maxim Elramsisy/Alamy

När blir Kamala Harris konkret?

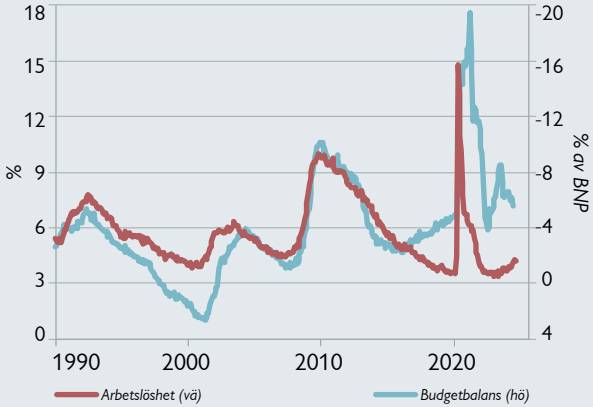
TRUMP SÄNKTE, HARRIS VILL HÖJA

Bolagsskattesats i USA, procent



ENORMT UNDERSKOTT I STARK EKONOMI

Budgetbalans och arbetslöshet, USA



Handelspolitik: Fördel Harris

Under Trump kan ett eskalerat tullkrig och lägre invandring tynga tillväxten. Förverkligas utspelet om importtullar på 10 procent vore det dåliga nyheter för börserna i Sverige och Europa. Det kan dock vara trumpsk förhandlingstaktik för att öka nettoexporten till Europa och minska USA:s bilaterala handelsunderskott.

Statsfinanser: *Gridlock* sätter utgiftsgränser

Vita huset styr över regelverk, tullar och migrationspolitik. För USA:s aktiemarknad har skatter och federala utgifter stor betydelse, och här händer inget utan kongressens samtycke. I senaten har Demokraterna flest mandat på spel, vilket ger Republikanerna goda chanser att återta majoriteten. Abortfrågan kan ge motsatt resultat i representanthuset.

Olika styre i senat respektive representanthus kallas *gridlock* och gynnar ofta både ekonomin och börsen.

USA:s gigantiska budgetunderskott på 6–7 procent av BNP ger *gridlock* särskilt stor betydelse (se graf ovan till höger). Dagens nivåer sammanfaller i regel med hög arbetslöshet, men så är inte fallet nu. Underskottet kan explodera om konjunkturen viker, särskilt eftersom det primära budgetunderskottet exklusive räntebetalningar redan är 3–4 procent.

Sedan 2014 har statsskulden mer än fördubblats till 35 000 miljarder dollar. Skuldräntorna har nått 3,1 procent av BNP, det historiska snittet är 2,1 procent. Republikanerna nämner varken statsskuld eller budgetunderskott på sin plattform. Trumps *Tax Cuts and Jobs Act* från 2018 sänkte inkomstskatten för nästan alla inkomstskikt och flyttade upp skiktgränserna, men utlöper vid årsskiftet 2025/2026.

Trump-tullar kan dämpa tillväxten.

Foto: Jonah Elkowitz/Shutterstock

MAKTBALANSEN I USA

Resultat under presidentvalår

		Presidentvalet, röster, procent		Antal mandat			
				Senaten		Repr.huset	
År	*Vann presidentvalet*	*Vinnare*	*Förlorare*	*D*	*R*	*D*	*R*
1972	R. Nixon (R)	61	38	56	42	243	192
1976	J. Carter (D)	50	48	61	38	292	143
1980	R. Reagan (R)	51	41	53	46	243	192
1984		59	41	53	47	254	181
1988	G.H.W. Bush (R)	53	46	55	45	260	175
1992	B.Clinton (D)	43	37	57	43	258	176
1996		49	41	55	45	207	226
2000	G.W. Bush (R)	48	48	50	50	212	221
2004		51	48	55	44	201	233
2008	B. Obama (D)	53	46	57	41	257	178
2012		51	47	53	45	201	234
2016	D. Trump (R)	46	48	51	47	194	241
2020	J. Biden (D)	51	47	48	50	222	212
2022	*Mellanårsval*			*51*	*49*	*213*	*219*

Källa: American Presidency Project; kongressen

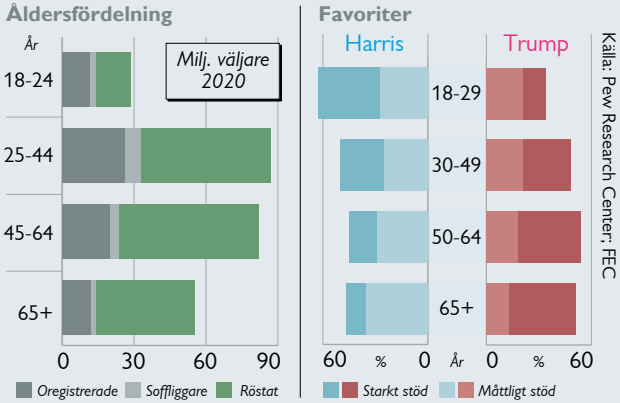
Tullintäkter och vaga löften om att ”stoppa slöseriet” kompenserar inte förlängda skattesänkningar – statsskulden skulle säkerligen öka kraftigt.

I skrällscenariot *red wave* får Republikanerna kontroll över såväl Vita huset som kongressen, och risken för ofinansierade skattesänkningar skulle skrämma upp räntemarknaden. Partioberoende *Committee for a Responsible Federal Budget* (CRFB) bedömer att Trumps inkomstskattesänkningar kostar runt 4 000 miljarder dollar över tio år.

Demokraterna vill minska statsskulden på längre sikt, men Biden/Harris-programmet kostar enligt CRFB bortåt 2 000 miljarder dollar över tio år (exklusive skatteförändringar). En skräll för Demokraterna (*blue sweep*) slår troligen hårdare mot USA-börsen på grund av ökade skatter.

HÄR FINNS RÖSTERNA

Väljardemografi, USA



Marknadsrisken är således störst i de mest osannolika utfallen: storsegrar för något av partierna.

En ny skuldtakshöjning i januari 2025 blir en av de första utmaningarna för den nya regeringen. Räntemarknaden befarar en kohandel där Republikanerna förlänger sina skattesänkningar och Demokraterna får igenom diverse utgiftsinitiativ. Drastisk ränteoro kan krävas för att få partierna att ta itu med budgetunderskottet.

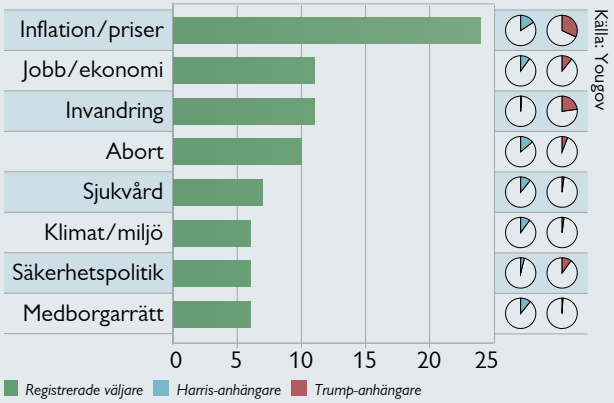
Valuta: Uteblivna tullar kan gynna kronan

Det möjliga valutfallens dollarpåverkan varierar avsevärt. Till skillnad från kronan[1] och euron är dollarn alltjämt dyr, räntestödet avtar och Fed fokuserar alltmer på tillväxt och arbetslöshet – allt detta borde försvaga dollarn. Om aggressiva Trump-tullar läggs till geopolitiska risker skulle

[1] Vår prognos i februari om en dollarkurs på 10–11 kronor fram till valet har hittills infriats. Nya prognoser blir meningsfulla först när valresultatet är känt.

INFLATIONEN I TOPP FÖR VÄLJARNA

Enskilt viktigaste väljarfråga, procent av väljarna



TRUMP- OCH HARRIS-EFFEKTERNA

Trolig marknadspåverkan av valresultat

President	Styr kongressen	Troliga marknadseffekter
	Republikaner	• Negativt för räntemarknaden. • Lägre oljepris.
	Splittrad kongress	• Gynnar bolag med stor hemmamarknad.
	Demokrater	• Negativt för börsen. • Gynnar grön energi.
	Splittrad kongress	• Gynnar Europa och Sverige (börs/valuta).

Europas valutor pressas. Harris i Vita huset och en splittrad kongress vore troligen bäst för kronan och euron. *Gridlock* med Trump i Vita huset kan ge dollarn en kortvarig skjuts, men tullar och gränskontroller stödjer inte tillväxten. Merkantilisten Trump önskar sig billigare dollar, exportboom och stärkt handelsbalans, och har framfört sitt missnöje med Japans och Kinas svaga valutor.

GEOPOLITIK: UKRAINAS ÖDE I POTTEN

Harris utrikesprogram är väl förborgat. Ukraina är troligen den fråga där Harris och Trumps synsätt skiljer sig mest: Vance kritiserar Ukraina-stödet, Trump vill mäkla en snabb fred. Trump skulle tvinga Europa att ta ett större ansvar för sitt försvar – med en diger nota för att stödja Ukraina och bygga upp försvaret. Att Ukraina byter ryskockuperat territorium mot Nato-medlemskap är troligen den enda kompromisslösning som kan få slut på kriget.

VISSHETEN KAN DRÖJA

På debattscenen utbytte Harris och Trump en civiliserad handskakning – i positiv kontrast till Biden/Trump-debatten, där motståndarna aldrig hälsade på varandra. Trump har också tonat ned utspelen om ”valstöld”, men storgräl om valresultatet à la 2020 förblir en risk på kort sikt.

Då läget är jämnt i många lokala val kan valresultaten dröja – i valet Bush/Gore kom det först den 13 december 2000. Rutherford Hayes blev insvuren som president i mars 1877.

Räntemarknaden befarar en kohandel där Republikanerna förlänger sina skattesänkningar och Demokraterna får igenom diverse utgiftsinitiativ. Drastisk ränteoro kan krävas för att få partierna att ta itu med budgetunderskottet.

För USA:s och Europas del har behovet av att uppgradera infrastrukturen funnits länge. De senaste årens geopolitiska händelser, AI-trend och ökade klimat- och miljöfokus katalyserar nu fram nya satsningar.

Äldre infrastruktur behöver rustas upp, kapaciteten öka. Just nu pågår en utbyggnad av New Yorks JFK-flygplats – projektet är värt 19 miljarder dollar och skapar 15 000 jobb.
Foto: Port Authority of New York and New Jersey

TEMA. **Infrastrukturen i världen behöver renoveras och byggas ut kraftigt. Trender som elektrifiering, datacenter, *reshoring*, klimatkrav och eftersatt underhåll driver på efterfrågan. Noterad infrastruktur erbjuder defensiva portföljegenskaper till attraktiv värdering.**

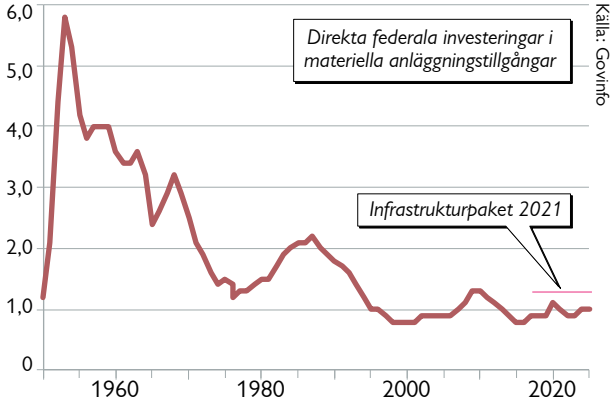
En startklar megaaffär

Den som rest runt i USA och Europa under sommaren har säkert noterat att infrastrukturen är eftersatt på många håll. Kontrasten för den som flyger från exempelvis Changi-flygplatsen i Singapore till JFK i New York är slående. Det känns som att åka några årtionden tillbaka i tiden, och det är inte så märkligt eftersom det är över ett halvt sekel sedan som stora infrastruktursatsningar senast gjordes i USA. Faktum är att hela världen har spenderat alldeles för lite på infrastruktur i flera decennier. Det finns ett underskott på hela 15 000 miljarder dollar för att nå de infrastrukturinvesteringar om totalt 94 000 miljarder dollar som måste göras fram till 2040, enligt G20-initiativet GI Hub. För USA:s och Europas del har behovet av att uppgradera infrastrukturen funnits länge, men ofta skjutits på framtiden från politiskt håll – de senaste årens geopolitiska händelser och ökade klimat- och miljöfokus katalyserar nu fram nya satsningar.

Den gröna omställningen till ett nytt, fossilfritt energisystem omfattar en rad teman som elektrifiering av transport och industri, energisnåla byggnader, smarta material och hållbar vatten- och livsmedelsförsörjning. Alla dessa teman kräver olika former av infrastrukturinvesteringar. Det gäller även dagens AI-boom, med ökad efterfrågan på datacenter och ny halvledartillverkning i USA och Europa. AI kräver enorma mängder energi – helst fossilfri. *Reshoring*-trenden innebär att tillverkningsindustri

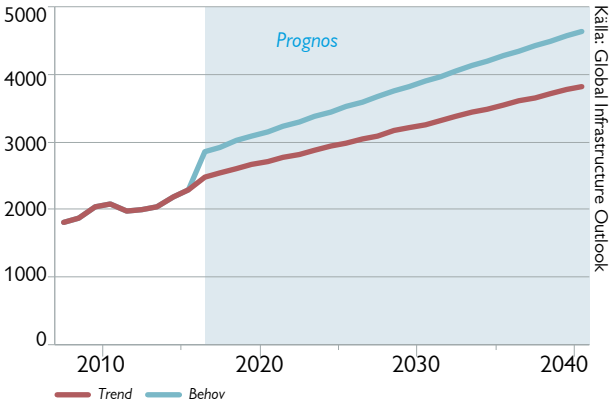
EFTERSATTA INVESTERINGAR...

Federala infrastrukturinvesteringar, USA, procent av BNP



...GER UTBYGGNADSBOOM

Årliga globala infrastrukturinvesteringar, miljarder USD



flyttar tillbaka till USA och Europa för att minska sårbarheten i sina leveranskedjor och säkra tillgången till strategiskt viktiga komponenter – även detta ställer höga krav på infrastrukturen inom områden som energi, material och transporter.

Denna nya, megatrenddrivna efterfrågan på infrastruktur kan adderas till det kontinuerliga behov av underhåll och utbyggnad som drivs av slitage, ökad urbanisering och befolkningstillväxt. För första gången på flera årtionden ser vi nu större infrastrukturrelaterade satsningar från politiskt håll både i USA och Europa, men hög skuldsättning gör att staten behöver hjälp av privata lösningar. Det skapar många intressanta investeringsmöjligheter i och kring infrastruktur – dels i bolag som äger infrastrukturtillgångar, dels i aktörer som hjälper till med uppgradering och utbyggnad.

Infrastruktur är en realtillgång vars ägare ofta gynnas av höga inträdesbarriärer och naturliga monopol. Det ger långsiktiga, stabila och ofta inflationsskyddade kassaflöden. Bolag som äger infrastruktur är därför normalt sett defensiva placeringar. Därutöver gynnar infrastrukturutbyggnad diverse cykliska industri- och råvaruföretag, som får en ny, strukturell tillväxtmotor. Vi rekommenderar exponering mot båda dessa delar i en bredare infrastrukturportfölj, men ser just nu särskilt intressanta investeringsmöjligheter i bolagen som äger infrastruktur.

Infrastruktur är en realtillgång vars ägare ofta gynnas av höga inträdesbarriärer och naturliga monopol. Det ger långsiktiga, stabila och ofta inflationsskyddade kassaflöden. Bolag som äger infrastruktur är normalt sett defensiva placeringar.

BEHOV AV RENOVERING

Kvalitetsbetyg på USA:s infrastruktur

Område	*Betyg*	*Område*	*Betyg*
Järnvägar	B	Flyg	D+
Hamnar	B–	Farligt avfall	D+
Avfallshantering	C+	Skolor	D+
Broar	C	Dammar	D
Dricksvatten	C–	Vägar	D
Energi	C–	Kollektivtrafik	D–
Övergripande betyg, all infrastruktur			C–

Betygsskala: A=Mycket bra, B=Bra, C=Medelmåttig, D=Bristfällig, E=Undermålig

Källa: infrastructurereportcard.org

INFRASTRUKTUR SOM TILLGÅNGSSLAG

Många bolag gynnas av infrastrukturinvesteringar och kan inkluderas i en bredare temaportfölj, men infrastruktur som tillgångsslag är begränsat till ägande av infrastrukturtillgångar. Hit hör framför allt anläggningar och system som säkrar nödvändiga samhällsfunktioner såsom energi- och vattenförsörjning, transporter och telekommunikation. För investeraren särskiljer sig dessa tillgångar genom sin typiskt sett långa livslängd (mer än tio år) och genom att generera stabila, förutsägbara kassaflöden som dessutom ofta har ett direkt eller indirekt inflationsskydd.

Egenskaperna beror på höga inträdesbarriärer som begränsar konkurrensen och i vissa fall ger aktörerna en monopolställning. Oftast handlar det om reglerade monopol där staten sätter en gräns för vinsten, men med goda möjligheter till en stabil avkastning.

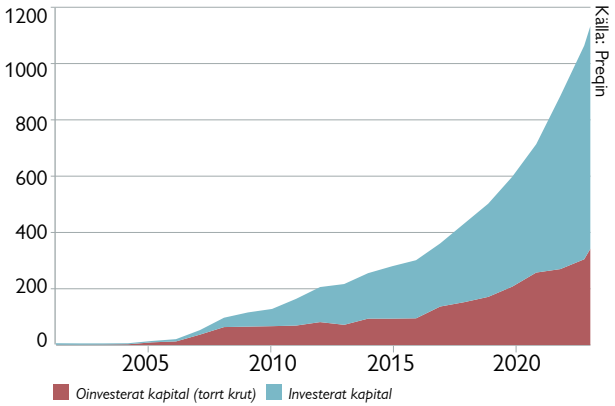
Efterfrågan avseende många infrastrukturtillgångar är dessutom relativt oelastisk, och framför allt olika *utilities* som vatten- och elförsörjning blir därigenom mindre konjunkturkänsliga. Även mer konjunkturkänslig transportinfrastruktur är normalt mer defensiv än marknaden i stort under en lågkonjunktur[1].

Att generera bilder hör till det mest energiintensiva som en AI kan göra: 1 000 förfrågningar kräver ungefär lika mycket el som att ladda en smart telefon, enligt en studie presenterad vid konferensen ACM FAccT i somras. Att generera AI-text kräver bara tiondelen så mycket energi. Ovan har en AI improviserat kring temat AI, datacenter och elförbrukning. *Foto: Microsoft Designer*

[1] Pandemin var ett undantag då hela samhället stängde ned och även många transporter stod stilla.

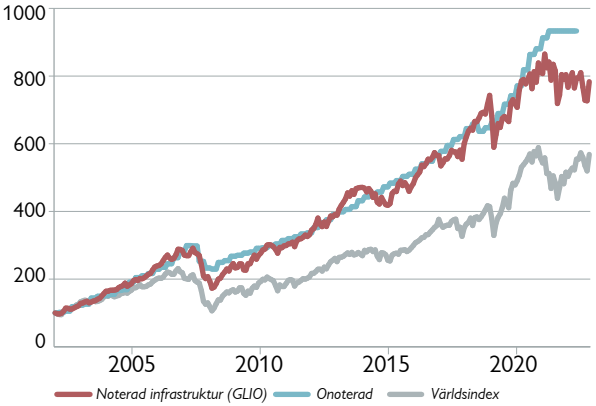
KAPITAL LETAR INVESTERINGAR

Förvaltat kapital inom onoterad infrastruktur, miljarder dollar



TILLFÄLLE I NOTERAD INFRASTRUKTUR?

Ackumulerad avkastning (USD), indexerad



TORRT KRUT VÄNTAR IN MARKNADEN

Stora delar av världens infrastruktur är statligt ägd, men flera länder har privatiserat tillgångar som nu ägs både av börsbolag och av privat kapital i onoterad miljö. Marknadsvärdet på de noterade bolagen är drygt 2 500 miljarder dollar (de utgör mindre än 5 procent av världsindex), medan de onoterade tillgångarna nu är värda över 1 000 miljarder dollar efter hög tillväxt de senaste åren. Att direktäga infrastrukturtillgångar har varit populärt hos institutionella investerare, särskilt pensionsfonder som gärna investerar i tillgångar med lång livslängd som matchar deras åtaganden. Som framgår av grafen ovan till vänster finns det nu över 350 miljarder dollar i ”torrt krut” som ännu inte investerats i onoterade infrastrukturtillgångar.

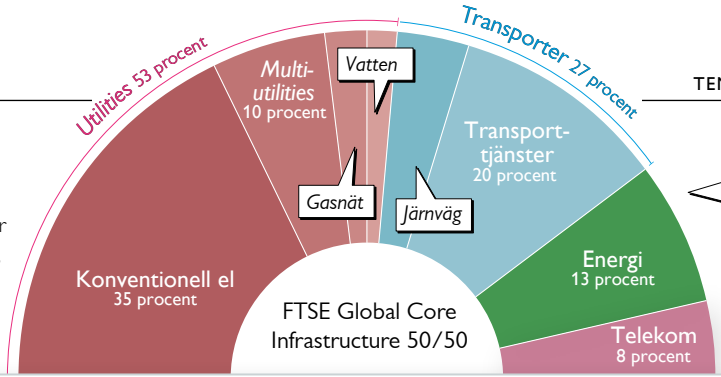
Privata investerare kan ta exponering mot infrastruktur som tillgångsslag antingen via *private equity*-fonder eller via börsbolag som äger infrastruktur. Den stora skillnaden (förutom likviditeten) är att en *private equity*-fond ibland har bättre möjlighet att kontrollera och utveckla tillgången, kan använda högre skuldsättning och också äga mindre, mer riskfyllda tillgångar.

De onoterade aktörernas kapital har i större utsträckning investerats i förnybar energi. De noterade bolagen äger generellt mer traditionella, defensiva infrastrukturtillgångar som *utilities* (se faktaruta på motstående sida). Onoterad och noterad infrastruktur har över tid givit en likvärdig avkastning (se graf ovan till höger). Den stora skillnaden är volatiliteten, som är väsentligt lägre i onoterad miljö där tillgångarna inte marknadsvärderas på daglig basis.

Intressant värdering i noterad infrastruktur

Märk väl att de onoterade tillgångarna inte har värderats ned de senaste åren trots en kraftig ränteuppgång som pressat många noterade namn. Onoterade infrastrukturtillgångar värderas också högre än de noterade bolagen:

Utbyggnad är ofrånkomlig.

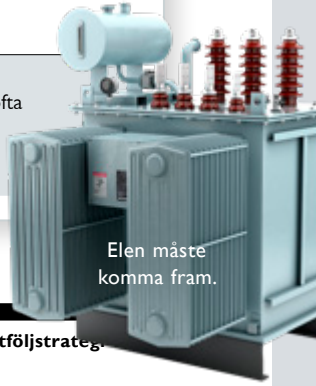


Indexet FTSE Global Core Infrastructure 50/50 representerar det globala universumet för noterad infrastruktur. Mer defensiva utilities *dominerar.*

INFRASTRUKTUR: FYRA SEGMENT

	UTILITIES	TRANSPORTER	ENERGI	TELEKOM
Beskrivning	Tillgångar inom kraftgenerering, elnät, gasledningar, vattenförsörjning och avfallshantering.	Flygplatser, hamnar, järnvägar för passagerar- och godstrafik samt avgiftsbelagda vägar (*toll roads*).	Vind- och solparker, *pipelines* samt lagringsanläggningar för olja och gas, LNG-terminaler.	Telenät och basstationer, fibernät och satelliter.
Drivkrafter	Hushållens efterfrågan är stabil oavsett konjunktur och drivs över tid av befolkningstillväxt. Industriell och kommersiell efterfrågan är mer beroende av ekonomin och drivs av landets långsiktiga industriella aktivitet och tillväxt.	Långsiktigt drivs efterfrågan av BNP och befolkningstillväxt. Fraktvolymer drivs av industriaktivitet och världshandel, vilket gör hamnar och kommersiell järnvägs- och vägtrafik mer konjunkturkänsliga än motsvarande passagerartrafik.	Energiefterfrågan och industriell aktivitet. Elektrifieringen driver efterfrågan på förnybar energi (samt gas under en övergångsperiod). AI och datacenter blir en allt starkare efterfrågefaktor.	Efterfrågan på data och trådlös datatrafik. Drivs i grunden av digitalisering och väntas accelerera i takt med att artificiell intelligens (AI) får allt större genomslag.
Prissättning	Naturliga monopol som ofta är reglerade. Prissättningen bestäms då via kontrakt med myndigheter. För oreglerade tillgångar råder marknadspriser som påverkas av väder, råvarupriser och liknande.	Liksom *utilities* är många transporttillgångar naturliga monopol där prissättningen kan vara reglerad. Detta gäller särskilt passagerartrafik. Kommersiell järnvägstrafik och hamnkontrakt har mindre reglering.	Generellt är prissättningen mindre reglerad och mer förhandlingsbaserad än inom *utilities* och transporter. Omvärldshändelser, råvarupriser och politiska beslut om subventioner och liknande påverkar prisutvecklingen.	Enligt förhandlade kontrakt. Ägare till basstationer ingår exempelvis ofta fem- till tioåriga avtal med teleoperatörer.
Inflationsskydd	Reglerade priser justeras oftast upp med inflationen. Energipriser har historiskt varit starkt inflationskorrelerade.	Prissättningen på de flesta transporttillgångar är inflationsjusterad, med undantag för passagerartrafik på järnvägar.	Energipriser har historiskt varit starkt korrelerade med inflationen.	Kontrakten innehåller ofta årliga prisjusteringar.

Foto: Istockphoto; Shutterstock

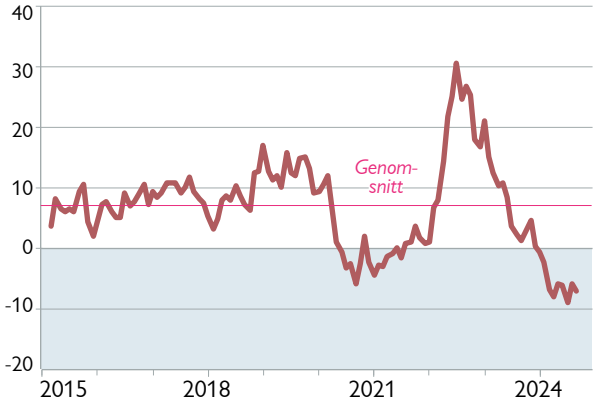


Elen måste komma fram.

Hoover-dammen på gränsen mellan Nevada och Arizona byggdes 1931–1936 under depressionen. Kraftverket har en installerad effekt på drygt 2 000 MW, men de senaste åren har produktionen varit betydligt lägre – torkan i sydvästra USA har sänkt vattennivåerna i reservoaren Lake Mead. *Foto: Johan Högberg*

RABATT MOT VÄRLDSINDEX

EV/EBITDA, noterad infrastruktur vs världsindex, procent



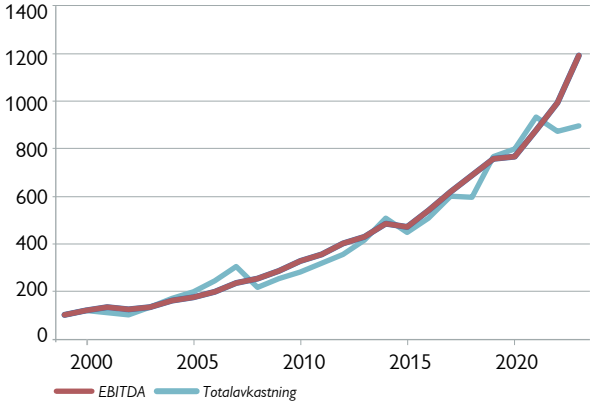
EV/EBITDA-premien är i dagsläget dryga 30 procent. En förklaring är att stora kapitalvolymer jagar ett begränsat antal onoterade tillgångar. Detta kan också ge stöd till de noterade infrastrukturbolagen i takt med att *private equity* börjar leta investeringar även på börsen.

I grund och botten är både noterad och onoterad infrastruktur samma typ av underliggande tillgång. Beroende på likviditetsbehov och riskvilja kan det ena eller andra vara att föredra, eller en kombination. För den som tål högre volatilitet i prissättningen (inte nödvändigtvis i den underliggande tillgången) ser värderingen för noterad infrastruktur intressant ut just nu.

I dagens lite svagare makromiljö kan noterad infrastruktur vara intressant som diversifiering i aktieportföljen. Noterad infrastruktur har defensiva egenskaper och en stabil direktavkastning på 3,5–4 procent över tid.

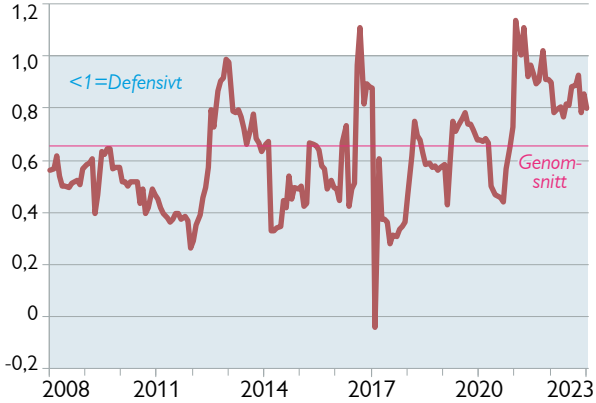
INGET FEL PÅ VINSTTILLVÄXTEN

Noterad infrastruktur, vinst och totalavkastning, indexerad



DEFENSIVA PORTFÖLJEGENSKAPER

Infrastrukturindex, beta mot världsindex, rullande 12 mån



Attraktiv värdering och bra diversifiering

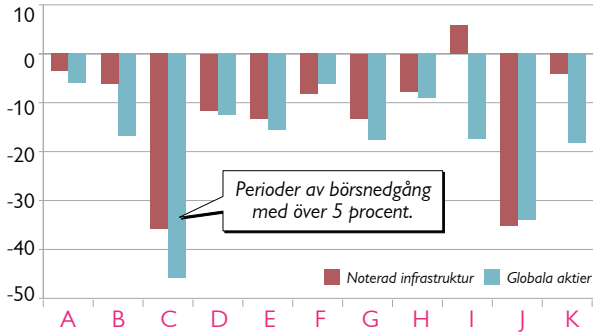
Noterad infrastruktur handlas till en rabatt mot onoterad. Som grafen på motstående sida visar ser värderingen även attraktiv ut jämfört med globala aktier: En historiskt EV/EBITDA-premie på 7 procent mot globala aktier har förbytts i en rabatt om 7 procent.

Intressant nog har de senaste årens svagare utveckling för noterad infrastruktur (se graf ovan till vänster) inte drivits av sämre vinsttillväxt. Som grafen visar har EBITDA-tillväxten och avkastningen historiskt följt varandra väl, utom de senaste åren då vinsterna fortsatt upp men indexet handlats ned. Den multipelkontraktion som började 2022 beror till stor del på ränteuppgången som inleddes då. Givet den långa duration som många infrastrukturtillgångar har är det naturligt att multipeln justeras ned. Värderingen speglar nu dagens ränteläge, så om vinstförbättringen fortsätter finns goda utsikter till bra avkastning även i en miljö med oförändrade räntor. Sjunkande långräntor vore en positiv katalysator, men är inget vi räknar med. Vi ser de senaste årens ränteuppgång som en normalisering av räntemiljön, och anser att portföljen ska anpassas därefter. Noterad infrastruktur utvecklades också relativt starkt under åren före finanskrisen, i ett normalt ränteläge.

I dagens lite svagare makromiljö kan noterad infrastruktur också vara intressant som diversifiering i aktieportföljen. De defensiva egenskaperna syns tydligt i grafen ovan till höger – noterad infrastrukturs genomsnittliga historiska beta mot globala aktier är 0,65. Noterad infrastruktur har även haft en stabil direktavkastning på 3,5–4 procent över tid, vilket just nu är 1,5 procentenheter högre än för globala aktier. Noterad infrastruktur kan även vara ett attraktivt alternativ till företagsobligationer i takt med att centralbankerna sänker styrräntan.

GÅR OFTAST BÄTTRE NÄR BÖRSEN DEPPAR

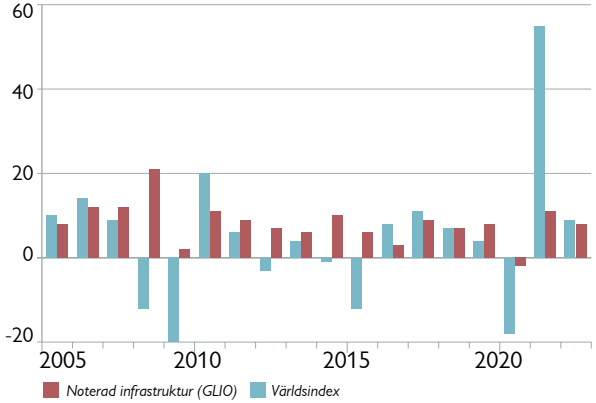
Noterad infrastruktur i börsnedgångar, procent



A 23 feb–5 mar 2007 **B** 11 okt 2007–22 jan 2008 **C** 14 sep 2008–9 mar 2008 **D** 3–25 maj 2010 **E** 26 jul–8 aug 2011 **F** 21 maj–20 jun 2013 **G** 19 maj 2015 –11 feb 2016 **H** 26 jan–8 feb 2018 **I** 27 sep–24 dec 2018 **J** 19 feb–23 mar 2020 **K** 2022.

SÄLLSYNT MED VINSTFALL

EBITDA-tillväxt i infrastruktur och globala aktier, procent



INFRASTRUKTUR OCH MARKNADSMILJÖER

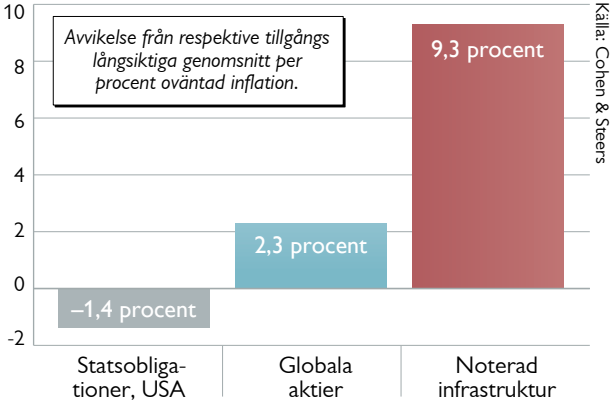
Argumenten för att noterad infrastruktur hör hemma i en bredare aktieportfölj är framför allt de stabila kassaflödena, defensiva egenskaper i en svagare aktiemarknad samt skyddet mot inflation. Hur har då noterad infrastruktur betett sig i olika marknadsmiljöer? Som grafen ovan till vänster visar har överavkastningen jämfört med globala aktier framför allt genererats i svagare marknader. Infrastrukturindexet har inte hängt med fullt ut i starka uppgångsperioder, men ändå tillräckligt för att generera en långsiktigt attraktiv totalavkastning. Nyckeln är den stabila vinsttillväxten över tid, med få nedgångsperioder jämfört med globala aktier (se graf ovan till höger). Avkastningen har också varit bättre relativt globala aktier under nästan alla perioder sedan 2007 då börsen gått ned med mer än 5 procent. Den relativa avkastningen var särskilt stor under finanskrisen 2008–2009, när noterad infrastruktur hade betydligt lägre volatilitet än globala aktier. Ränteuppgången 2022 var en motvind för multiplarna – men noterad infrastruktur visade sina inflationsskyddande egenskaper och klarade sig väsentligt bättre än aktiemarknaden i stort. Noterad infrastruktur har även gått bättre än sitt eget snitt under perioder av stigande inflation (se graf på motstående sida).

STRUKTURELLA DRIVKRAFTER

Efterfrågan på infrastruktur drivs i grunden av global befolkningstillväxt, urbanisering och behovet av att uppgradera befintliga tillgångar. Utbyggnaden är en nödvändighet för global tillväxt. Som trenden ser ut just nu investerar världen emellertid inte tillräckligt för att upprätthålla en bra standard – underskottet är 15 000 miljarder dollar fram till 2040 (se graf till höger på sidan 34). De senaste åren har vi dock även sett ett ökat fokus på infrastruktur och dess viktiga roll inom flera strukturella trender:

STÅR EMOT INFLATIONSCHOCKER

Inflationsbeta, 1991–2023



Källa: Cohen & Steers

Gröna omställningen: vår tids stora utmaning

Energiomställningen skapar stora utmaningar när fossila bränslen ska fasas ut och samhället anpassas till ett nytt, hållbart energisystem. Den gröna omställningen innebär också stora förändringar i hur saker byggs och tillverkas, i de material som används och i hur en hållbar tillgång till mat och vatten säkerställs[1]. Infrastruktur är en gemensam nämnare – och en stark drivkraft både när befintlig infrastruktur uppgraderas och när ny infrastruktur byggs är att göra det på ett hållbart sätt. Omställningen kommer att kräva stora satsningar på ny infrastruktur i årtionden.

[1] För relaterade temaartiklar i *Allokering och portföljstrategi*, se sidan 46.

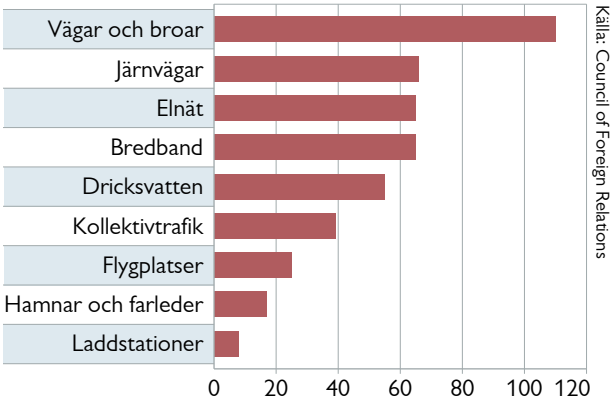
Klockan 12.47 den 10 maj 1869 slogs den sista rälsspiken (av guld) in på USA:s första transkontinentala järnvägslinje. Industrimagnaten Leland Stanford höll i släggan och under ceremonin i Promontory Summit, Utah, togs den här ikoniska bilden. Union Pacific är än i dag en av USA:s största järnvägsoperatörer. *Foto: Andrew J. Russell/Yale University Library*

Efterfrågan på infrastruktur drivs i grunden av global befolkningstillväxt, urbanisering och behovet av att uppgradera befintliga tillgångar. Utbyggnaden är en nödvändighet för global tillväxt.

Förfallande infrastruktur finns på många håll i världen. Carolabron över floden Elbe i tyska Dresden rasade den 11 september i år. Bron är en DDR-konstruktion från 1971 och haveriorsaken tros vara korrosion i bropelare. I bakgrunden syns delstaten Sachsens regeringsbyggnad. *Foto: Bybbisch94/Wikimedia Commons*

550 MILJARDER DOLLAR PÅ FEM ÅR

Anslag i *Bipartisan Infrastructure Law* (BIL), urval, mdr dollar



Källa: Council of Foreign Relations

Reshoring: ökad geopolitisk oro

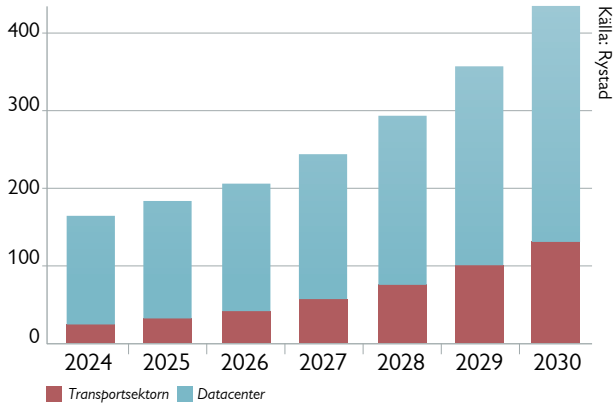
De senaste årens ökade populism, geopolitiska oro och handelskonflikter, inte minst mellan USA och Kina, har fått många länder och företag att tänka om när det gäller var och hur de tillverkar sina varor. De globala leveranskedjornas sårbarhet blev tydlig när samhället stängde ned under pandemin, och behovet av att säkra tillgången på material och strategiskt viktiga komponenter har ökat. *Reshoring*-trenden (där bolag flyttar hem tillverkning till USA och Europa) ställer nya krav på infrastrukturen, som måste anpassas till en ökad efterfrågan på energi, vatten, material och inhemska transporter.

Stimulansprogram: ny infrastruktur

För att möta såväl behovet av grön omställning som ökande populism har finanspolitiska åtgärder blivit ett vanligare politiskt verktyg för att stimulera ekonomin. Under pandemin tog utvecklingen verkligen fart: Enorma

DATACENTER SLUKAR ALLTMER EL

Prognos över efterfrågan på el, USA, TWh

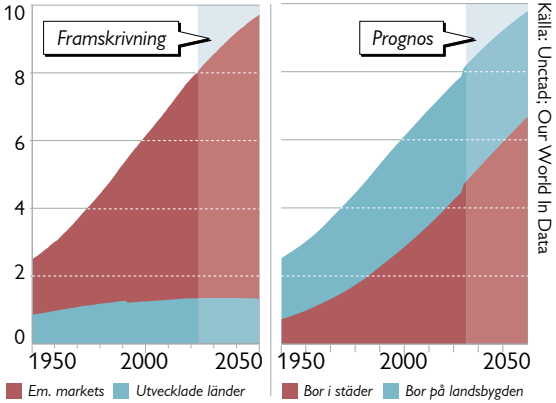


stimulanspaket sjösattes på många håll i världen, men framför allt i USA. Många av dessa satsningar inriktades på industri och grön omställning, vilket indirekt gynnar infrastrukturinvesteringar. Infrastruktur är också ett av få områden som politiker från höger och vänster har kunnat samlas kring. 2021 beslutades exempelvis det amerikanska paketet *Bipartisan Infrastructure Law* om 550 miljarder dollar (se graf på motstående sida). Totalt väntas USA satsa runt 1 200 miljarder dollar på infrastruktur genom olika federala program under perioden 2021–2030.

Trots de senaste årens inflationsuppgång syns inga tecken på att politikernas frikostighet minskar. Höga statsskulder och ökade finansieringskostnader i vissa länder kan vara en begränsning, men ökar samtidigt behovet av privata lösningar. Det kan ske genom antingen privatisering av infrastrukturtillgångar eller med olika former av offentlig-privat samverkan.

TVÅ TILLVÄXTMOTORER

Global folkmängd och urbanisering, mdr människor



Vid investeringar i noterad infrastruktur premieras tillgångar med tydlig visibilitet kring vinster och kassaflöden. Givet den höga politiska risken (sämre äganderätt med mera) är det svårare att hitta sådana investeringar på *emerging markets* (EM), så fokus ligger på kvalitetstillgångar i utvecklade länder.

Däremot finns i EM-länder en stor tillväxtpotential inom utbyggnad av ny infrastruktur som drivs av befolkningstillväxt och urbanisering (se graferna ovan). Här handlar det dock mer om de industri-, bygg- och råvarubolag som gynnas av själva utbyggnaden, än om ägande av infrastruktur. Flera bolag i utvecklade länder som gynnas av trenderna där har också verksamhet i EM. Våra EM-investeringar exponerar oss mot EM-bolag inom infrastruktur (läs mer i vårens *Allokering och portföljstrategi*).

Foto: Istockphoto

AI/datacenter: infrastruktur indirekt vinnare

AI-boomen driver på efterfrågan på datacenter och ny halvledartillverkning i USA och Europa, vilket kräver nya infrastrukturinvesteringar. De indirekta effekterna påverkar många infrastrukturbolag. AI är energikrävande och elförbrukningen, som stått stilla länge, har stigit till de högsta nivåerna på över 20 år i USA och Europa. I takt med att vi bygger fler datacenter och använder mer AI väntas trenden fortsätta (se graf till vänster på föregående sida), och energieffektiviseringar lär knappast lösa problemet i närtid. Enligt en ny IEA-studie fördubblas energiefterfrågan från datacenter till 2026 då nivån motsvarar Japans elkonsumtion. Digitaliseringens olika delar kan 2040 svara för 7 procent av den globala elförbrukningen, jämfört med knappa 2 procent i dag, enligt konsultfirman Thunder Said Energy. *Tech*-jättarnas ambitiösa klimatmål blir svåra att nå om denna energi inte kommer från fossilfria källor. Flera *tech*-bolag, såsom Microsoft, har ingått långsiktiga leveransavtal som säkrar tillgången till fossilfri energi.

Elnätet: den stora flaskhalsen

Till AI:s ökande behov av grön el ska adderas elektrifieringen av transporter och industri för att nå klimatmålen. Ett av de mest eftersatta infrastrukturområdena, och den kanske viktigaste flaskhalsen att åtgärda, är att bygga ut, modernisera och anpassa elnätet till denna ökade efterfrågan.

Strukturtrenderna ovan gynnar både infrastruktur som tillgångsslag och de bolag som äger infrastruktur. Samtidigt utgör de ett bredare investeringstema som involverar alla delar av den värdekedja som drar nytta av utbyggnaden.

MEGATRENDER I PORTFÖLJEN

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

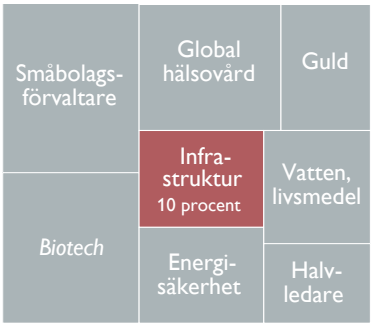
Områden med strukturella medvindar ger bättre förutsättningar för bolag att öka försäljning och lönsamhet över tid. Vår ambition är att hitta teman som antingen är i tidig fas eller utgör nischer i megatrender som teknologi, hälsovård och miljö.

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

Global Tema, portföljvikter



PLACERINGSFÖRSLAG

Vi rekommenderar att en infrastrukturinvestering görs i två delar: en defensiv bas med noterade infrastrukturbolag, och en mer cyklisk del via andra megatrender kopplade till infrastrukturtemat.

- *Infrastrukturportföljens bas* består av traditionella bolag som äger infrastrukturtillgångar. Dessa är defensiva, har en stabil direktavkastning och ger inflationsskydd. De bidrar också med diversifiering till en bredare aktieportfölj. Vi tar exponeringen via en aktivt förvaltad noterad infrastrukturfond.

- *Cyklisk komponent:* Denna del utgörs av de mer cykliska bolag som gynnas av megatrenderna kring infrastruktur. Det handlar om bolag i värdekedjan kring energiomställningen (med särskilt fokus på elektrifiering och uppgradering av elnätet), men även om industri- och råvarurelaterade bolag som gynnas av *reshoring* och utbyggnad av datacenter. Alla verkar i cykliska branscher som nu även har fått en strukturell tillväxtmotor. Flera av våra tidigare teman ger exponering mot sådana bolag – i synnerhet energiomställningen (elektrifiering, förnybar energi och energieffektivisering), smarta material, gröna metaller och vattenförsörjning. Här erbjuder vi placeringsmöjligheter i ett urval aktiva fonder och ETF:er. I vår egen Global Tema-portfölj

Nyligen aviserade amerikanska energidepartementet (DOE) investeringar på 2,2 miljarder dollar i elnätet i 18 delstater. Paketet ingår i president Joe Bidens *Investing in America*-program. Pengarna ska bidra till tryggare elförsörjning och addera kapacitet att möta ökad efterfrågan från industri och datacenter.
Foto: Johan Högberg

Vi rekommenderar att en infrastrukturinvestering görs i två delar: en defensiv bas med noterade infrastrukturbolag, och en mer cyklisk del via andra megatrender som är kopplade till infrastrukturtemat.

är vi investerade i alla dessa teman och adderar nu exponering mot noterad infrastruktur (se faktaruta på sidan 44). Även vår portfölj *Global Stock Picking*, som särskilt fokuserar på energiomställningen, ger exponering mot flera megatrender på infrastrukturområdet.

En sådan infrastrukturportfölj kan justeras utifrån riskvilja, och dess taktiska allokering mellan komponenterna varieras beroende på makroklimat och kortsiktig marknadsbedömning. Just nu har vi en något försiktigare makrosyn och ser ett attraktivt värderingsläge för noterad infrastruktur, varför vi väljer att övervikta denna portföljdel. Med det sagt finns även goda möjligheter för den cykliska delen, som skulle gynnas om ekonomin mjuklandar.

RISKER

- *USA-valet* kan vara en riskfaktor för vissa infrastrukturprogram relaterade till hållbarhet och förnybar energi. Om Donald Trump blir nästa president kan en del av programmen vara i fara. En Trump-seger som leder till ett upptrappat handelskrig med nya tullar kan å andra sidan stärka medvinden för *reshoring*-trenden och de bolag som gynnas av ökad inhemsk tillverkning.

- *Stigande långräntor:* Värderingen av noterade infrastrukturbolag avspeglar nu dagens mer normala räntemiljö. Skulle långräntorna däremot stiga kraftigt finns risk på nedsidan givet tillgångarnas relativt långa duration.

- *Konjunkturen:* En stark *bull market* kan utgöra en risk för defensiv noterad infrastruktur som får svårt att hänga med i uppgången. En lågkonjunktur är en risk för de cykliska bolag som gynnas av utbyggnaden av ny infrastruktur.

- *Reglering:* Många infrastrukturtillgångar styrs av olika regleringar, där det alltid finns en risk för politiska ingrepp. Bland annat därför är en aktiv och initierad förvaltare som kan utvärdera riskerna att föredra framför exempelvis en renodlad indexexponering.

- *ESG-risker:* Den gröna omställningen är en viktig drivkraft för infrastruktur. Därför är det extra viktigt att utvärdera ESG-risker och undvika tillgångar som riskerar att bli strandsatta i framtiden.

Infrastrukturrelaterade teman i *Allokering och Portföljstrategi*:

Tema	*Utgåva*
Förnybar energi och elektrifiering	Hösten 2019
Hållbara livsmedel	Våren 2020
Vattenförsörjning	Hösten 2020
E-metaller	Våren 2021
Smarta material	Sommaren 2021
Batterier	Våren 2022
Energisäkerhet	Hösten 2022
Säker livsmedelsförsörjning	Våren 2023

Artiklarna finns tillgängliga digitalt – kontakta din rådgivare.

Globala aktier *sid 47* ◆ Svenska aktier *sid 56* ◆ Räntebärande investeringar *sid 63* ◆ Alternativa investeringar *sid 69*

Globala aktier

REKOMMENDATIONER. **I den breda allokeringen överviktas Japan och Sverige på bekostnad av Tyskland och Frankrike. I *Global Stock Picking* är halvledare och hälsovård två favoritsektorer.**

I Carnegie Private Bankings breda, *top-down*-fokuserade allokering mot globala aktier tar vi både geografisk och sektorrelaterad exponering (sistnämnda främst i USA). På tillväxtmarknader och i Japan väljer vi främst aktiva förvaltare då vi ser bättre strukturella möjligheter för aktiv förvaltning där. Vi erbjuder en rad portföljer för global aktieexponering, däribland *Global Beta*, *Global Tema* och *Tillväxtmarknader*. *Global Stock Picking* består av ett 50-tal aktier (*bottom-up*-analys) med fokus på energiomställningen, balanserade med storföretag inom andra sektorer.

BRED UTLÄNDSK ALLOKERING

Trots sommarens turbulens relaterad till bland annat amerikansk konjunkturoro är globala aktier i princip oförändrade sedan vårens strategirapport. Tydligt är att den ekonomiska tillväxten har blivit viktigare för investerarna, samtidigt som inflationsoron verkar ha lagt sig. Det öppnar för USA:s centralbank Federal Reserve (Fed) att börja sänka styrräntan likt sina europeiska motsvarigheter. Under sommaren har den amerikanska teknologisektorn, som lett de senaste årens börsuppgång, pressats på ökad skepsis kring lönsamheten av artificiell intelligens.

EXPONERING *Bred utländsk allokering*

Länder	Stark undervikt	Undervikt	Neutral vikt	Övervikt	Stark övervikt
USA			■		
Storbritannien			■		
Frankrike		■			
Schweiz			■		
Tyskland		■			
Sverige				■	
Italien			■		
Spanien			■		
Japan				■	
Australien			■		

Tillväxtmarknadsportfölj

Regioner *Underliggande exponering*	Stark undervikt	Undervikt	Neutral vikt	Övervikt	Stark övervikt
Kina			■		
Indien			■		
Taiwan	■				
Sydkorea			■		
Brasilien					■
Mexiko				■	
Sydafrika		■			
Saudiarabien	■				
Frontier markets					■

■ *Aktuell vikt* ■ *Tidigare vikt*

AKTUELL PORTFÖLJ
Positioner och förändringar

- Vi har återigen ökat allokeringen till Japan efter korrektionen under augusti.
- Försiktig positionering i USA, övervikt mot dagligvaror och undervikt mot industrisektorn.
- Vi har minskat andelen aktiv förvaltning.
- Vi överviktar Japan och Sverige, och underviktar Tyskland och Frankrike.

Under sommaren har vi positionerat oss mer defensivt genom att övervikta dagligvaror i USA och undervikta industri. Bland enskilda länder föredrar vi Japan och Sverige framför Frankrike och Tyskland. De förstnämndas svaga valutor bör ge exportbolagen medvind.

Defensivt framför cykliskt

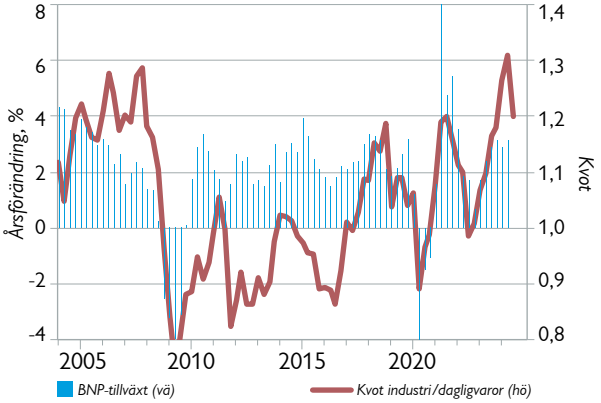
Även om USA:s ekonomi visar tecken på inbromsning är det långt ifrån klart om den är på väg mot en recession. Bland annat har amerikansk detaljhandel överraskat på uppsidan på senare tid. Vi förväntar oss lägre styrräntor – frågan är om det drivs av att ekonomin är i recession, eller av att inflationen är nedkämpad. Balansgången är svår. Vissa pressade sektorer, som fastigheter ser intressanta ut vid en mjuklandning, medan de sannolikt skulle underprestera i en recession. Småbolag är ett annat marknadssegment som står inför samma vägskäl.

VÅR GLOBALA FÖRVALTNING

- **Bred utländsk allokering:** *Top-down*-analys. Fokus på länder, regioner och sektorer. Kostnadseffektiv förvaltning med både indexexponering och utvalda aktiva fonder.
- ***Global Stock Picking:*** *Bottom-up*-analys. Portfölj med ett 50-tal aktier: cirka 35 innehav inom energiomställning och *tech*, plus 15 bolag för diversifiering. Noll exponering mot fossila bränslen. 100 procent aktiv förvaltning.

DAGS FÖR DAGLIGVAROR?

BNP och relativ utveckling industri/dagligvaror, USA



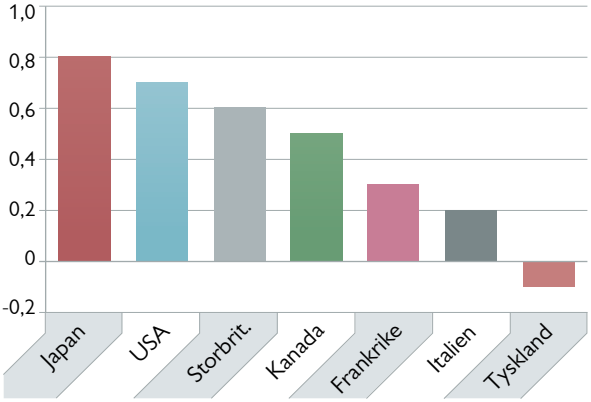
I början av juli såg vi ett bra läge att ombalansera vår utländska förvaltning genom att minska andelen cyklisk exponering i USA via undervikt mot verkstadssektorn, och i stället övervikta den defensiva dagligvarusektorn.

Strax därefter levererade dagligvarujätten Walmart en stark halvårsrapport. I samband med rapporten höjde bolaget sin helårsprognos. Walmart ser en ökad efterfrågan från amerikanska konsumenter som har blivit mer priskänsliga och drar ned på exempelvis resor för att i ett hårdare ekonomiskt klimat fokusera på det mest nödvändiga.

Både verkstad och dagligvaror är dyra sektorer relativt sin egen sexårshistorik, likt hela den amerikanska börsen, men givet de nya makrosignalerna från USA samt bättre momentum för dagligvaror än verkstad valde vi att genomföra bytet.

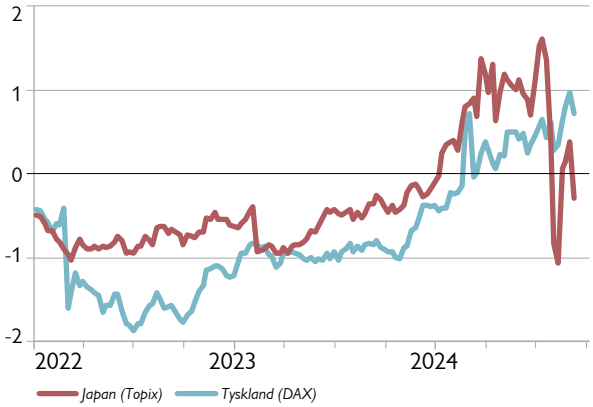
STYRKA I JAPAN – SVAGHET I TYSKLAND

BNP-utveckling kvartal 2 mot kvartal 1, procent



JAPAN MER ATTRAKTIVT

P/E-tal, standardavvikelse från rullande treårig historik



Japan: Ny gryning i öst

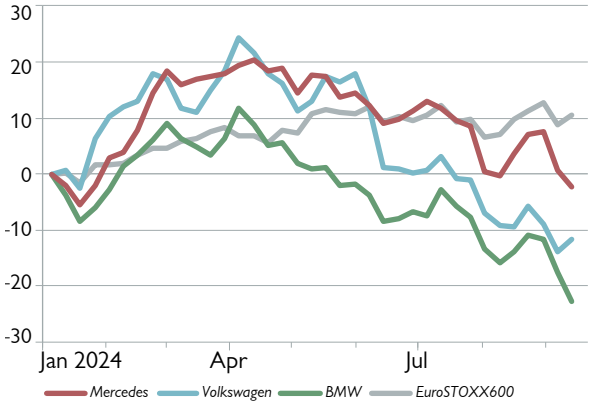
Japan har länge varit en favoritregion i vår utländska allokering. I juni valde vi att neutralisera positionen jämfört med världsindex för att sedan återigen gå övervikt efter den kraftiga sättningen i början av augusti. Korrektionen berodde på svagare konjunktursignaler från USA, men även på styrräntehöjningen i Japan, som ledde till avveckling av så kallade *carry-trades*[1]. Sedan dess har Tokyobörsen återhämtat sig och Bank of Japan-chefen Kazuo Ueda har lämnat lugnande besked om hur snabbt BoJ tänker strama åt penningpolitiken. Efter korrektionen såg vi återigen intressanta förutsättningar, inte minst då en hel del kortsiktigt kapital har lämnat börsen. Med sina cykliska inslag bör också Tokyobörsen gynnas om världsekonomin fortsatt visar sig motståndskraftig. Även om penningpolitiken i Japan är på väg att normaliseras är den fortsatt stimulerande, och den svaga japanska yenen ger exportbolagen en tydlig konkurrensfördel. Japan har även genomfört reformer för att öka aktieägarvänligheten, med bland annat ökat fokus på transparens och småsparare. Dessa reformer gynnar Tokyobörsen via

[1] Transaktionerna bygger på räntedifferensen mellan Japan och omvärlden. Aktörer lånar billigt i yen och köper utländska tillgångar med högre avkastning.

Efter korrektionen i Japan såg vi intressanta förutsättningar, inte minst då en hel del kortsiktigt kapital har lämnat börsen. Med sina cykliska inslag bör Tokyobörsen gynnas om världsekonomin undviker recession.

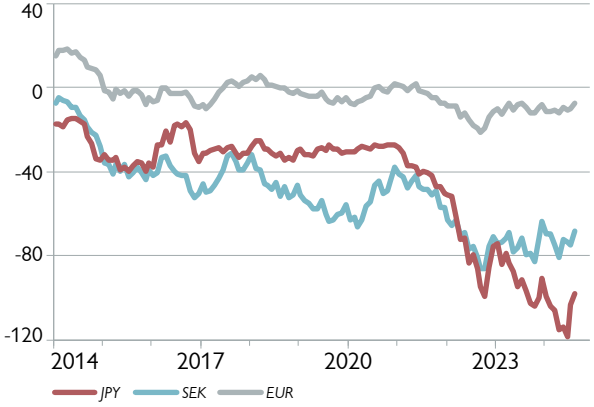
TUFFT ÅR FÖR TYSK BILINDUSTRI

Kursutveckling 2024, procent



KONKURRENSFÖRDEL JAPAN OCH SVERIGE

Handelsvägd avvikelse från köpkraftsparitet, procent



exempelvis fler aktieåterköpsprogram och ökat inhemsk aktiesparande. Därtill visar färska BNP-siffror att den inhemska ekonomin går starkt. Japan växte mest av alla G7-länder under det andra kvartalet.

Den japanska aktiemarknaden är fortsatt attraktivt värderad sett till sin egen historik, men även jämfört med andra regioner. För att finansiera övervikten har vi i stället valt att undervikta Tyskland. Likt Tokyobörsen har Frankfurtbörsen stora cykliska inslag inom exempelvis bilindustrin. Den tyska bilindustrin pressas av konkurrens från både Kina och Japan, samtidigt som konjunkturbarometrar fortsatt visar på en deprimerad ekonomi. Under andra kvartalet var Tysklands BNP-tillväxt negativ, men det tyska DAX-indexet värderas trots det högre än sitt snitt de senaste tre åren, och i linje med de senaste sex årens värdering. Sammantaget talar mycket för en bättre kursutveckling i Japan än i Tyskland.

Sverige: Överraskar positivt?

Vi börjar se tecken på optimism kring den svenska ekonomin, där inköpschefsindex för industrin har varit stigande sedan sommaren 2023. I det avseendet avviker Sverige betydligt från exempelvis Tyskland och Frankrike, som fortsatt befinner sig på betydligt lägre nivåer.

Inflationen har även kommit ned kring Riksbankens mål och vi har redan fått en mindre stram penningpolitik, vilket ger stöd åt konsumenterna och den räntekänsliga svenska ekonomin. Konsumenterna är mindre pressade nu, så detaljhandeln börjar också repa sig. Därtill borde den svenska exportsektorn, likt den japanska, få draghjälp av en svag valuta. Citigroups Economic Surprise Index, som mäter överraskningar i datapunkter i förhållande till marknadens förväntningar, har också varit starkare för Sverige än för euroområdet.

Frankrike: Motvind för lyxsektorn

Parisbörsen sjönk i juni till följd av ökad politisk osäkerhet efter att president Emmanuel Macron upplöste nationalförsamlingen och utlyste nyval efter EU-valet. Franska aktier sticker varken ut som billiga eller dyra sett till sin egen historik och handlas kring P/E 15x. Det franska inköpschefsindexet för tjänstesektorn steg kraftigt till följd av de olympiska spelen i Paris, men troligtvis är detta en engångseffekt som ebbar ut. Samtidigt ser vi att efterfrågan på lyxprodukter minskar, delvis på grund av läget i Kina. Kineserna har blivit alltmer priskänsliga och drar ned på sina inköp. Det tynger börsjättar som LVMH – det största bolaget i franska CAC 40-indexet. Nyligen meddelade kosmetikförsäljaren Sephora, ett av LVMH:s största varumärken, att bolaget säger upp personal i Kina till följd av det tuffa marknadsklimatet. Även L'Oréal och Estée Lauder har signalerat vikande efterfrågan i Kina, speciellt inom lyxprodukter. Sammantaget innebär det fördel Stockholmsbörsen kontra Parisbörsen.

Mot bakgrund av den osäkra makroekonomiska bilden bedömer vi att vår positionering för divergens mellan regioner är sund. Å ena sidan är vi mer defensivt positionerade i USA, där värderingarna är högst, å andra sidan är vi mer offensivt allokerade genom övervikt mot Japan och Sverige, som båda är cykliska högbeta-regioner.

Latinamerika: Politisk oro, men lågt värderat

På tillväxtmarknaderna överviktar vi Latinamerika, vilket har kostat sedan strategirapporten i början av året. I huvudsak har nedgången drivits av oro i spåren av det mexikanska presidentvalet: Claudia Sheinbaums vänsterregering fick så stor majoritet att den kan ändra grundlagen – rättsväsendet ska reformeras, den politiska oron i landet är stor.

POLITISK RABATT I LATINAMERIKA

Framåtblickande P/E-tal, Latinamerika och tillväxtmarknader

Även Brasiliens president Luiz Lula da Silva har skapat motvind genom att sparka vd:n för det statsägda oljebolaget Petrobras. Vi behåller vår övervikt mot Latinamerika då värderingarna är låga (se graf ovan) och regionen gynnas av strukturella drivkrafter som amerikansk *nearshoring*, där produktion flyttar från Kina till framför allt Mexiko. Detta tema skulle dock kunna hotas av en Trump-seger i det amerikanska presidentvalet.

Bästa tillväxtmarknad i år är Indien, som skakade till efter valet där premiärminister Narendra Modi inte fick en så stor majoritet som valundersökningarna förutspådde. Det långsiktiga investeringscaset i Indien är dock intakt, vilket investerarkollektivet verkar enigt om. Bombaybörsen har återhämtat sig under sommaren.

GLOBAL STOCK PICKING

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

Tech: Dragloket som saktat in

Fram till i somras dominerade teknologibolag aktiemarknaden. I skrivande stund har it-sektorn och finans gått bäst i år. Överlägsen vinnare bland storbolagen hittills i år är återigen Nvidia, som är upp över 100 procent. AI-chiptillverkaren konkurrerar med Microsoft och Apple om att vara störst i världen, alla tre har haft börsvärden över 3 000 miljarder dollar.

GSP äger Microsoft, Alphabet, Nvidia och Tesla av *tech*-septetten *Magnificient Seven* (”Mag 7”) efter att vi nyligen avyttrade Apple. Microsoft är alltjämt portföljens största position.

I värdekedjan kring datacenter och halvledare finns alltjämt många attraktiva investeringsmöjligheter. Mest intressanta är de bolag som gynnas av tillväxten för datacenter. Här ser vi mycket goda tillväxtutsikter till rimlig värdering, även om kursuppgångar de senaste två åren har reducerat uppsidan i flera bolag.

Datacenter-affären hos Microsoft, Alphabet och Amazon karaktäriseras av mycket hög kapitalintensitet och är närmast att betrakta som en oreglerad *utility*, med höga inträdesbarriärer och god stabilitet. Tillväxten gynnas av stadigt ökande datamängder och AI. Samtidigt kräver tillväxten enorma investeringar – viss osäkerhet råder nu i marknaden kring avkastningen på dessa. Tillväxten för datacenter kräver också diverse annan infrastruktur, såsom elförsörjning och vatten. Investeringsboomen gynnar bolag i alla delar av

EXPONERING *Största positioner, GSP-portföljen, procent*

Bolag	*Inriktning*	*Portföljvikt*	*Övervikt*
Microsoft	It-relaterade produkter	7,0	2,7
Infineon	Halvledartillverkare	4,4	4,3
TSMC	Halvledartillverkare	4,3	4,3
United Health	Hälsovård	4,0	3,2
Abbvie	Läkemedel	3,8	3,3
Nexans	Elkomponenter	3,5	3,5
Alphabet	Internet, datacenter	3,3	0,9
Nvidia	Halvledartillverkare	2,9	-1,0
Thermo Fisher	Medicinteknik	2,7	2,3
Brookfield Ren.	Fossilfri elproduktion	2,4	2,4

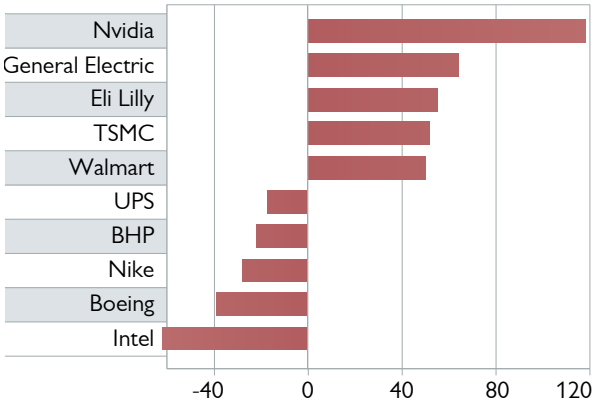
AKTUELL PORTFÖLJ

Positioner och förändringar

- Stor *tech*-övervikt, särskilt mot bolag inom datacenter och halvledare som drivs av digitaliseringen.
- Innehavet i Apple har avyttrats givet måttlig tillväxt, stora AI-förväntningar och hög värdering.
- Energiomställningsbolag har tyngt portföljen under sommaren. Strukturella drivkrafter gynnar dock förnybar el/*utilities* samt industri och råvaror.
- Vi överviktar hälsovård.
- Finjusteringar har gjorts i många sektorer. Nya innehav under sommaren är Synopsys, Samsung Electronics, Parsons, Energy Recovery och Soitec.

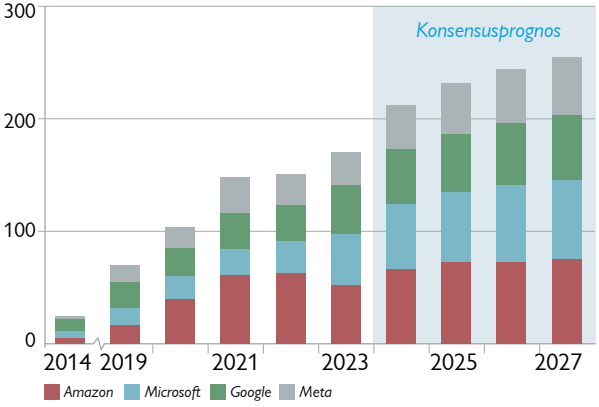
TECH BÅDE I TOPPEN OCH BOTTEN

Kursutveckling under 2024, procent



FULL FART PÅ DATACENTREN

Tech-jättars datacenter-investeringar, miljarder dollar per år



halvledarvärdekedjan, även om vissa av dem har stora delar av sin försäljning till andra sektorer såsom konsumentelektronik och fordon.

Värderingen på halvledarbolag varierar. Snittet är P/E 23x på vinstprognosen för 2025, något högre än för USA-börsen som helhet.

Halvledare: cykliska, lönsamma, snabbväxande

Kursutvecklingen för halvledarsektorn speglas bäst i Philadelphia Semiconductor Index, som består av de 30 största halvledarbolagen på USA-börsen. Bland dessa märks även taiwanesiska TSMC och nederländska ASML, vars depåbevis är noterade i USA. Efter en uppgång på 58 procent i fjol var indexet som mest upp 40 procent i år, men har nu tappat fart.

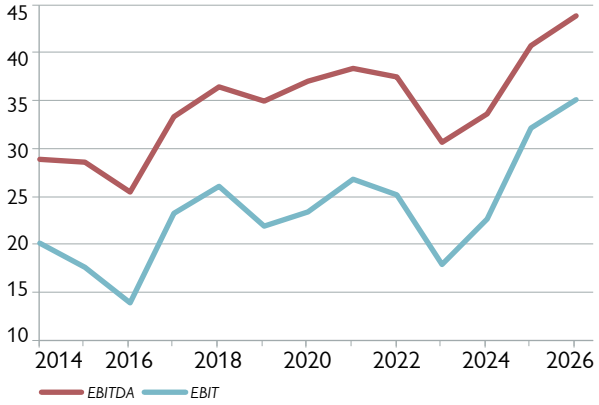
Halvledarbolagen uppvisar ofta mycket god lönsamhet. Deras genomsnittliga bruttomarginal överstiger 50 procent och rörelsemarginalen ligger ofta på 20–30 procent. I sektorn sticker Nvidia ut med osannolikt höga 75 procents bruttomarginal, och en nettomarginal på fantastiska 56 procent. Halvledarsektorns starka lönsamhet förklaras av teknikhöjd och tydlig specialisering i värdekedjan. Många företag dominerar sin del av marknaden, vilket ger dem betydande skalfördelar och skapar inträdesbarriärer. GSP-bolagen Nvidia och TSMC är bra exempel.

Bolag som TSMC och Samsung (ett annat innehav) är väldigt kapitalintensiva. De flesta andra bolag i sektorn fokuserar på forskning, utveckling, design och försäljning, vilket inte kräver särskilt stora investeringar i fasta tillgångar.

TSMC är ett av de största halvledarbolagen, med ett stort antal kunder i en rad olika segment. Därför ger TSMC:s försäljningsutveckling en bra lägesbild av branschutvecklingen. Cyklikaliteten är tydlig – å andra sidan var

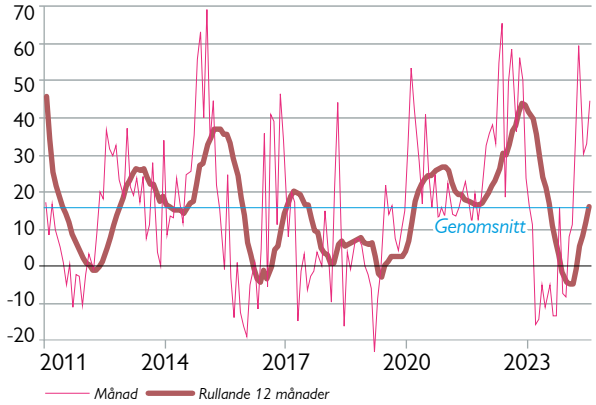
HÖGRE LÖNSAMHET FÖR HALVLEDARE

Marginaler, snitt för halvledarindex, procent



TSMC: CYKLISKT MEN SNABBVÄXANDE

TSMC:s månadsförsäljning, förändring på årsbasis, procent



den genomsnittliga tillväxttakten drygt 15 procent, och negativ tillväxt i årstakt är sällsynt (se graf ovan till höger). Efter pandemiboomen följde en riktigt svag period, men i år har vi sett en kraftig återhämtning. TSMC:s tillväxt drivs främst av segmentet *high performance computing*, som under 2022 blev större än *smartphone*-segmentet och nu svarar för mer än 50 procent av försäljningen. Den främsta tillväxtmotorn för *high performance computing* är datacenterboomen, och AI ger ytterligare stöd.

Hälsovård: tillväxt som tål konjunkturoro

Efter ett par svåra år har hälsovårdssektorn slagit index globalt under 2024. Sektorns draglok är fortfarande Eli Lilly och Novo Nordisk tack vare det stora intresset för fetmarelaterade preparat (sistnämnda bolag är ett innehav i GSP). Även övriga delar av sektorn har utvecklats bra i år. Vi ser tre anledningar:

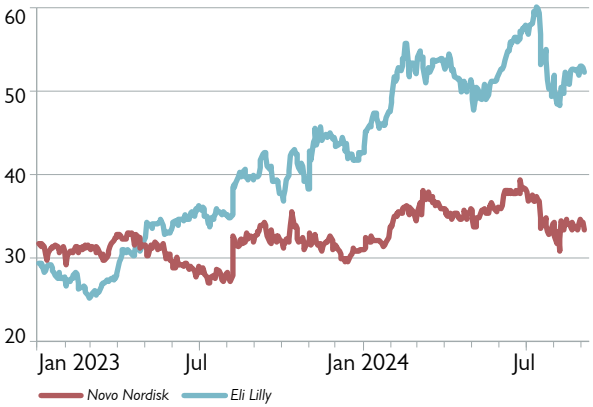
- Under den senaste rapportperioden var hälsovård den sektor som hade störst andel positiva överraskningar.
- Kina har ganska länge överraskat negativt på grund av investerings- och prisreformer, men utvecklingen där har nu blivit mer neutral.
- Det är valår i USA, men för ovanlighets skull förs ingen het debatt om dyra läkemedel.

Hälsovårdssektorn gynnas också av att investerarnas fokus flyttat från de kortsiktiga motvindar som präglat åren efter pandemin till de långsiktiga drivkrafter som fortfarande består, såsom en åldrande befolkning och ökad innovationskraft.

GSP är för närvarande överviktad mot hälsovård som erbjuder en attraktiv kombination av långsiktig tillväxt, konjunkturokänslighet och rimlig värdering.

NOVO MINDRE DYRT ÄN LILLY

P/E-tal, 12 mån framåtblickande



Omställning: var god dröj

Investeringar med koppling till energiomställningen fortsätter att utgöra en betydande övervikt i GSP, eftersom vi ser det som ett långsiktigt attraktivt investeringstema.

Under våren ökade intresse för temat, i synnerhet för bolag som gynnas av det växande elbehovet. Boomen inom datacenter och AI kräver mängder av el, samtidigt som de amerikanska *tech*-jättarna har ambitiösa klimatmål. Microsoft ingick ett mycket stort avtal med Brookfield Renewable angående fossilfri elproduktion för datacenter (båda aktierna är innehav i GSP).

Den AI-drivna uppgången för omställningsbolag blev dock kortvarig. I princip reverserades hela rörelsen i juni, och under sommaren fortsatte bolag med koppling till temat att utvecklas sämre än marknaden. Kvartalsrapporterna från flera av bolagen präglas fortfarande av projektförseningar och i den mer turbulenta marknadsmiljön straffades svaga rapporter med kraftiga kursfall i vissa portföljbolag. Räntenedgången gynnar dock sektorn framåt – och en seger för Demokraterna i USA-valet skulle ge ytterligare draghjälp.

Elproduktionen i USA ökar snabbare än på 21 år, och enligt *Energy Information Agency* kommer solenergi att stå för en rekordstor andel av tillskottet under 2024. Många solprojekt ska färdigställas under andra halvåret i år, men risk finns naturligtvis för ytterligare förseningar. Tidningen *Financial Times* kartlade nyligen projekt kopplade till de amerikanska programmen *Inflation Reduction Act* och *Chips and Science Act*, och konstaterade att en stor del var försenade, en mindre del hade pausats och några enstaka projekt till och med hade lagts ned.

I ljuset av det är kursutvecklingen under första halvåret inte helt förvånande. När försenade projekt väl kommer igång kan en ketchupeffekt uppstå för efterfrågan på komponenter inom förnybar energi. Dessutom är värderingen på många av dessa bolag klart lägre än börssnittet, samtidigt som den förväntade tillväxten är högre.

När försenade projekt väl kommer igång kan en ketchupeffekt uppstå för efterfrågan på komponenter inom förnybar energi. Dessutom är värderingen på många av dessa bolag klart lägre än börssnittet.

Svenska aktier

REKOMMENDATIONER. **Vi föredrar defensiva dagligvaror och hälsovård framför cyklisk verkstad. *Tech*, småbolag och *turnarounds* bjuder på intressanta *case*.**

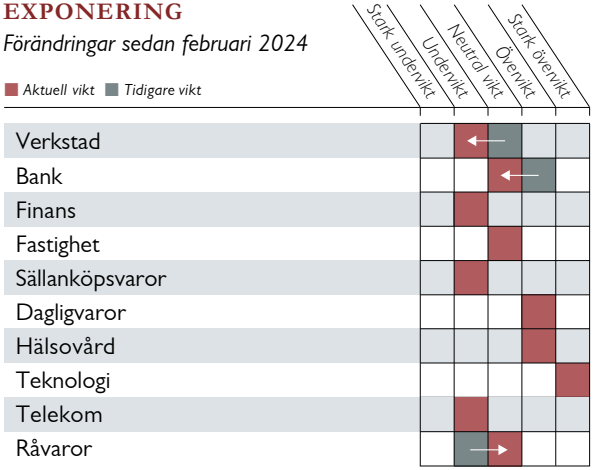
2024 har hittills varit ett bra år för investerare på Stockholmsbörsen. Breda index har stigit med cirka 10 procent och småbolagen har utvecklats något bättre än storbolagen, en scenförändring jämfört med 2022 och 2023 (se graf till vänster på motstående sida). Småbolagen har gynnats av de senaste månadernas räntefall och en globalt ökande aptit på mindre bolag.

På bolagsnivå är försvarskoncernen Saab den stora vinnaren, drivet av en kraftigt ökad efterfrågan på försvarsmateriel världen över. Andra bolag som utmärkt sig positivt är läkemedelsbolaget Astra Zeneca, verkstadsbolaget ABB och investmentbolaget Investor (se graf till höger på motstående sida). Även defensiva aktier som teleoperatörerna Tele2 och Telia, och hygienkoncernen Essity, har överpresterat – inte heller detta hör till vanligheterna.

På förlorarsidan ses den tidigare verkstadsfavoriten Nibe, men även teknikbolaget Hexagon, nätkasinoleverantören Evolution Gaming och investmentbolaget Kinnevik. Inget av dessa tidigare tillväxtbolag har i år infriat förväntningarna. Det illustrerar faran med att äga högt värderade bolag när de gör marknaden besviken. Tillväxtbolag med fortsatt god resultatutveckling, såsom Addtech, Hemnet, MIPS och Lagercrantz, har samtidigt belönats med fortsatt uppgång.

EXPONERING

Förändringar sedan februari 2024



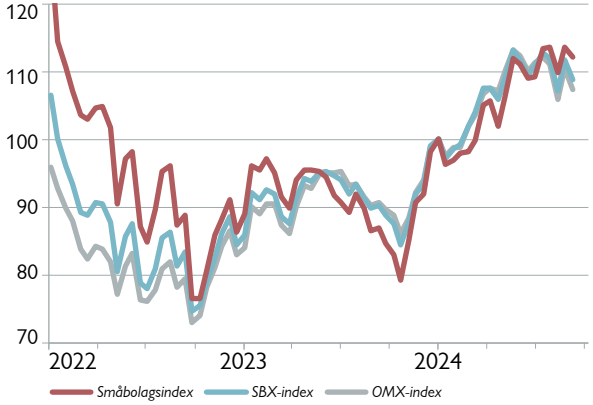
AKTUELL PORTFÖLJ

Positioner och förändringar

- Vi har gått undervikt verkstad mot bakgrund av osäker konjunktur. Volvo är vårt största innehav och Alfa Laval är ett nytt innehav. Vi har minskat i Assa Abloy och ABB.
- Portföljen har stor övervikt mot teknologi genom innehav i Ericsson, Hexagon och Lagercrantz. NCAB har tillkommit sedan föregående strategirapport i början av februari.
- Vi överviktar även hälsovård och dagligvaror som har defensiva egenskaper. Några positioner är Sobi, Getinge, Essity och AAK.
- Vår bankexponering är neutral. Värderingarna är låga, men vinsterna pressas framöver. SEB är vårt största innehav.
- Viss övervikt mot småbolag.

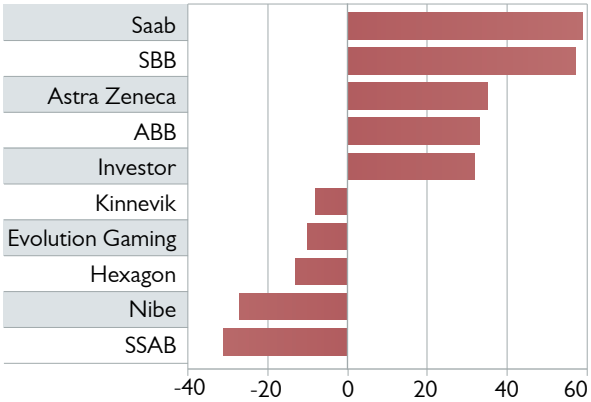
BÄTTRE FART PÅ SMÅBOLAGEN I ÅR

Indexerad utveckling, jan 2024=100



VINNARE OCH FÖRLORARE

Kursutveckling sedan årsskiftet, procent



I vårens strategirapport *Målet hägrar* argumenterade vi för börsens eftersläntrare. Då, i början av februari, lyfte vi bland annat fram telekomleverantören Ericsson, hygienkoncernen Essity och byggbolaget Skanska som exempel i portföljen. Denna trio har glädjande nog stigit mer än börsen under året. Särskilt Ericsson och Essity har fått rejäl fart under sommaren. Potentialen har nu minskat något, men vi väljer ändå att behålla dem i portföljen tills vidare.

Småbolag var ett annat tema i vårens rapport, där vi pekade ut finländska Cargotech samt Lagercrantz och Dometic som intressanta portföljinnehav. Utvecklingen för dessa tre har varit mer blandad.

- Positionen i verkstadsbolaget Cargotech avyttrade vi i somras efter en mycket fin uppgång.
- Även teknikhandelskoncernen Lagercrantz har utvecklats starkt och aktien behöver växa in i värderingskostymen, men då vi ser positivt på de mer långsiktiga möjligheterna behålls innehavet.
- Verkstadsbolaget Dometic har varit periodens stora besvikelse. Företaget har mött en tuff marknad med pressade konsumenter, och bolagets finanser fortsätter att oroa investerarna. Även om risken är förhållandevis hög i Dometic ger den låga värderingen en stor uppsida om den fundamentala situationen förbättras. Aktien behåller därför sin plats i portföljen som opportunistisk omvärderingskandidat (läs mer på sidan 62).

Generellt ser vi fortsatt en positiv miljö för småbolagsinvesteringar, men värderingarna är så höga att selektivitet är viktigt.

KONJUNKTURRISK I VERKSTADEN

I augusti valde vi att gå från övervikt i aktier till en neutral exponering (läs mer om bakgrunden i avsnittet *Portföljstrategi* på sidan 22). De något mer osäkra makroutsikterna gör att vi inte heller vill ta för stora risker i den svenska aktieportföljen. På sektornivå är industribolag av naturliga skäl mest exponerade mot en eventuell konjunkturavmattning. Trots något sämre kursutveckling de senaste månaderna får de alltjämt anses vara relativt högt värderade jämfört med övriga börsen (se graf intill). Potentialen framstår således som begränsad, och vi har därför en svag undervikt mot svenska industribolag.

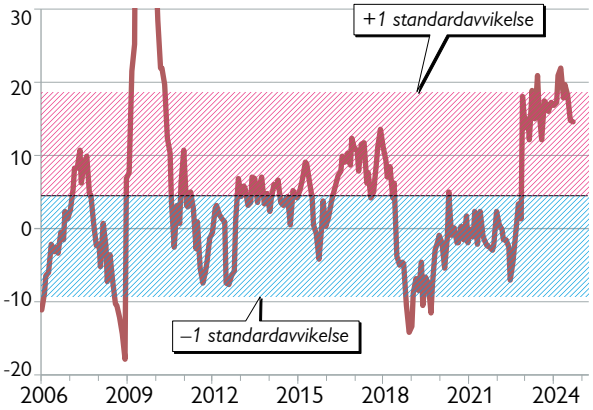
Atlas Copco sticker ut som både det största bolaget på Stockholmsbörsen – med en indexvikt på cirka 10 procent – och ett av de i särklass högst värderade industribolagen. P/E-talet på knappt 30 signalerar högt ställda förväntningar. Samtidigt är Atlas Copco ett riktigt kvalitetsbolag med starka marknadspositioner och fin vinsthistorik. Aktiens vikt på cirka 5 procent i vår portfölj är en avvägning mellan den ansträngda värderingen och de högkvalitativa egenskaperna. Andra verkstadsbolag vi underviktar inkluderar Epiroc, SKF, Trelleborg, Indutrade och Addtech.

Verkstad: Våra favoriter

Den cykliska lastvagnskoncernen Volvo är med cirka 7 procent fortsatt portföljens största innehav. Efter en stark period mattas marknaden nu av, vilket avspeglas i aktiens låga värdering. Volvo har de senaste åren minskat sin konjunkturkänslighet betydligt, som framgår av att vinstmarginalen blivit mycket mer stabil. Lägg därtill

DYR VERKSTAD

Värderingspremie (P/E-tal) verkstad vs börsen, procent



en urstark balansräkning, vilket talar för höga utdelningar under flera år framåt. Aktien handlas till ungefär tio gånger vinsten – i våra ögon en väl stor rabatt mot exempelvis Atlas Copco.

I verkstadssektorn har portföljen även betydande poster i Sandvik, Assa Abloy och ABB.

Alfa Laval togs in som en ny position under sommaren. Bolaget erbjuder i korthet lösningar inom värmeöverföring, separering och flödeshantering och har flera egenskaper vi vill se hos kvalitetsbolag. Tillväxten är förhållandevis god, vinstmarginalerna är stabila och höga, avkastningen på kapitalet är konkurrenskraftig och skuldsättningen är relativt låg. Dessutom har bolaget en växande serviceaffär som jämnar ut intäkterna. På lång sikt gynnas bolaget av trenden mot mer hållbara energislag samt livsmedelsindustrins ökande efterfrågan på produkter med mindre

miljöpåverkan. Halvårsrapporten visade på en fortsatt god utveckling, med särskilt stark orderingång för marindivisionen. Liksom många andra kvalitetsbolag är aktien sällan direkt billig, men vi ser nuvarande värderingsmultiplar som klart rimliga för den som har en längre placeringshorisont.

Med detta sagt går det inte att blunda för att svenska börsinvesterare får en väldigt stor exponering mot verkstad – sektorn står för cirka 40 procent av börsvärdet. Dock är vårt huvudscenario att världsekonomin slipper recession 2025, och de flesta verkstadsbolag bör kunna hantera en mild avmattning på ett bra sätt.

DEFENSIVA ALTERNATIV LOCKAR

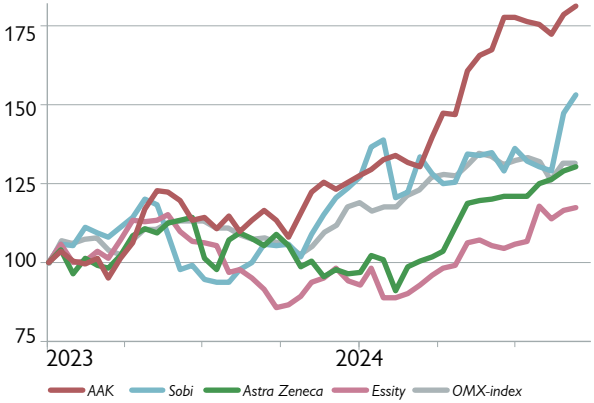
På branschnivå överviktar vi de konjunkturokänsliga branscherna hälsovård och dagligvaror. Sektorerna är dock små på Stockholmsbörsen, där de tillsammans bara utgör drygt 10 procent av börsvärdet.

Hälsovård: Våra favoriter

- *Astra Zeneca* har vi ägt länge mot bakgrund av tillväxtmöjligheterna för bolagets breda läkemedelsportfölj där få patent utlöper. De senaste tre åren har aktien stigit med cirka 80 procent, långt mer än index. På grund av den högre värderingen har vi trimmat positionen något.

OCYKLISKT GÅR STARKT

Indexerad kursutveckling



- *Sobi* togs in i portföljen tidigare i år och har en mindre stabil bas än Astra Zeneca. En stor del av tillväxtförväntningarna står till blodcancerpreparatet Vonjo, som förvärvades så sent som i fjol. Risken i aktien är därför högre, men samtidigt är värderingen betydligt lägre än för exempelvis Astra Zeneca. Eftersom risken är högre har vi hållit nere storleken på positionen.

Dagligvaror: Våra favoriter

- *AAK* har utvecklats fantastiskt bra de senaste 18 månaderna, med en vinstökning långt över förväntningarna. Bolagets vegetabiliska oljor är värdehöjande

På sektornivå är industribolag av naturliga skäl mest exponerade mot en konjunkturavmattning. Trots sämre kursutveckling de senaste månaderna får de anses vara relativt högt värderade jämfört med övriga börsen.

ingredienser i en rad konsumentprodukter inom choklad och konfektyr, bageri, mejeri samt växtbaserade livsmedel. Verksamheten har verkligen påvisat sin stabilitet i en tid av hög inflation som pressat konsumtionen. Värderingen har förvisso krupit upp, men inte mer än att aktien fortsatt förtjänar sin plats i portföljen.

- *Essity* har äntligen fått ordning på sin prissättning och dessutom avyttrat den mest konjunkturkänsliga delen av koncernen. Den finansiella ställningen är nu riktigt stark och bolaget har annonserat ett aktieåterköpsprogram, vilket speglar den alltjämt låga värderingen. Ytterligare leverans från bolaget lär krävas för att lyfta värderingen till konkurrenternas nivåer, men de första stegen har tagits.

SLAGLÄGE FÖR BANKERNA?

Börsvärderingarna är generellt sett höga, vilket gör det svårt att hitta direkt billiga aktier. En sektor som ändå sticker ut är bankerna. P/E-talen är låga, kreditförlusterna försumbara, direktavkastningen hög – trots att bankerna för tillfället levererar hög kapitalavkastning. Man kan tycka att investerarna borde flockas runt banksektorn. Banker brukar dock sällan värderas särskilt högt, de ligger faktiskt ständigt under börssnittet. Men för stunden är rabatten något högre än normalt (se graf på motstående sida).

De senaste två åren har alla fyra storbanker slagit index. Perioden har karaktäriserats av stigande räntor, vilket stärkt det viktiga räntenettot. Kreditförlusterna har samtidigt lyst med sin frånvaro, trots sämre konjunktur.

ÄNTLIGEN FYLLS PLÅNBOKEN PÅ

Regeringen har aviserat skattesänkningar för hushållen nästa år på cirka 23 miljarder kronor. Sänkta räntor kan fylla på hushållskassan betydligt mer.

I slutet av 2023 hade hushållen skulder om cirka 5 000 miljarder kronor, till stor del bolån. I slutet av juli hade 75 procent av bolånen en återstående räntebindningstid på mindre än tre månader och 85 procent upp till ett år.

Om Riksbanken som marknaden tror sänker styrräntan till cirka 2,75 procent vid årsskiftet ger det ett ungefär lika stort konsumtionstillskott som skattesänkningarna. Sänks räntan till 1,75 procent vid årsskiftet 2025/2026 (som marknaden tror) blir ökningen runt 40 miljarder kronor efter ränteavdrag. I detta superscenario ökar konsumtionsutrymmet från ränte- och skattesänkningar 2025 med över 60 miljarder kronor (allt schablonmässigt beräknat) – plus troliga reallöneökningar. Som jämförelse omsatte detaljhandeln i fjol runt 890 miljarder kronor, och e-handeln 144 miljarder.

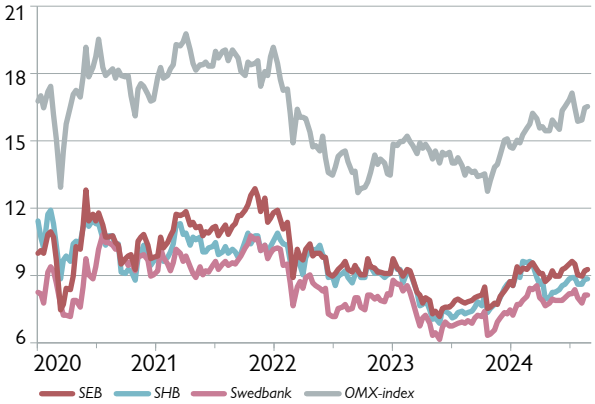
Samtidigt kan en svagare arbetsmarknad verka i motsatt riktning.

Det återstår också att se hur svenskarna agerar. Finns ett uppdämt konsumtionsbehov, eller går en del av kapitalet till att återställa buffertar? I alla händelser får den räntekänsliga svenska ekonomin, EU:s tillväxtjumbo i fjol, en välkommen medvind.

Foto: Shutterstock

BANKER ÄR LÅGT VÄRDERADE

P/E-tal, 12 mån framåtblickande



Storbankerna är helt enkelt välskötta. I takt med stigande vinster och kapitalisering har utskiftningen av kapital till ägarna kunnat öka, så att direktavkastningen nu ligger på nästan 10 procent. I år har SEB och Swedbank överpresterat, medan Nordea och Handelsbanken gått sämre.

Framåt är problemet att räntenivåerna börjat sjunka och förväntas fortsätta nedåt. Följden lär bli fallande eller i bästa stagnerande vinster. Vinstfall är sällan ett recept för börsuppgång, och lägger sordin på stämningen kring sektorn. Vår bild är ändå att bankerna fyller en plats i portföljen, men vi håller vikten på en neutral nivå. Som enskilda investeringar har storbankerna obligationsliknande egenskaper givet deras höga utdelningar och låga värdering. Rimligen finns det en hyfsad krockkudde i aktierna om börssentimentet skulle försämras.

STOR POTENTIAL OM DET VÄNDER

Även om basen i vår portfölj utgörs av kvalitetsbolag med rimliga värderingar, brukar vi krydda med ett knippe aktier av mer opportunistisk karaktär. Det kan röra sig om bolag som fått tillfälliga problem och där värderingen fått sig en törn, eller där det helt enkelt går att identifiera en katalysator som skulle kunna få marknaden att ändra uppfattning. När konsensusuppfattningen går från negativ till mer positiv lyfter ofta kursen starkt. Det svåra är att hitta dessa aktier. Sämre bolag utvecklas ofta dåligt längre än många anar, och det kan ta sin tid att övertyga investerarna om att vinden verkligen vänt.

Turnaround-potential: Våra favoriter

- *Getinge* är ett *turnaround case* i vår portfölj. Vi har ägt medicinteknikbolagets aktie under många år, men nu har resan blivit skakigare än väntat. Aktien firade triumfer under pandemiåren då efterfrågan på Getinges produkter sköt i höjden. Därefter har marknadsförutsättningarna normaliserats igen – men framför allt dras bolaget med stora kvalitetsproblem. Vid sidan av betydande kostnader har detta skadat förtroendet för ledningen och bolaget allvarligt. Från toppen i slutet av 2021 har aktien nästan halverats. Den senaste smällen kom i maj när den amerikanska livsmedels- och läkemedelsmyndigheten FDA uppmanade vårdgivare att byta ut vissa Getinge-produkter mot andra alternativ. Aktien dök med hela 20 procent på beskedet.

  Å andra sidan var halvårsrapporten i juli ett fall framåt och visade på fin tillväxt. Getinges kunder signalerar att de är mindre oroliga än myndigheterna.

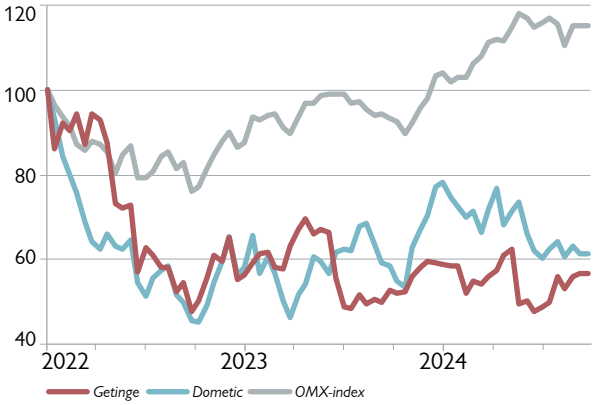
Kursen har också repat sig och stigit runt 10 procent sedan raset i maj. I grund och botten finns en solid efterfrågan på Getinges produkter givet stadigt ökande efterfrågan på sjukvård. Kvalitetsproblemen har åtgärdats, men ledningen har varit senfärdig och det dröjer till nästa år innan bolaget får ut sina nya produkter på marknaden. Den låga värderingen betyder att mycket negativt redan ligger i kursen, och vi ser en tydlig uppsida när läget ljusnar för Getinge (se graf intill).

- *Dometic* är en annan *turnaround*-kandidat. Bolaget tillverkar produkter för fritidsmarknaden, exempelvis kylskåp och grillar. Liksom Getinge-aktien har kursen halverats sedan toppen 2021. Dometic var också en pandemivinnare eftersom resandet minskade kraftigt när många valde ”hemester”, med stor efterfrågan på Dometics produkter som följd. Inflationsuppgången 2022 och 2023 minskade konsumtionsviljan dramatiskt och omsättningen har krympt två år i följd. Vinstfall kombinerat med hög skuldsättning har varit en besk cocktail – många har fått intrycket att bolaget behöver ta in nytt kapital.

  Nu börjar inflationsnedgången avspeglas i sänkta räntor, vilket torde öka efterfrågan på Dometics produkter. Alltför höga lagernivåer i distributörsledet betas av. Därmed finns förutsättningar för vinstlyft, även om detta troligen dröjer lite. Halvårsrapporten pekade på en fortsatt tuff marknad, men också på en motståndskraftig lönsamhet och ett fint kassaflöde. Skuldsättningen bör kunna minska under resten av året, vilket skulle kunna öka fokus på den låga värderingen (se graf ovan). Med allt detta sagt förblir Dometic en högriskaktie, och en kraftig konjunkturnedgång i USA skulle slå mot bolaget.

VÄNDER DE UPP?

Indexerad utveckling, procent



I grund och botten finns en solid efterfrågan på Getinges produkter givet stadigt ökande efterfrågan på sjukvård. Kvalitetsproblemen har åtgärdats och den låga värderingen betyder att mycket negativt redan ligger i kursen.

Räntebärande investeringar

REKOMMENDATIONER. **Mer osäkra konjunkturutsikter i världen motiverar övervikt mot långa statsobligationer. I USA lockar trygga bostadsobligationer framför dyr *high yield*.**

Det har varit svängigt på räntemarknaderna under året, både för de långa obligationsräntorna och när det gäller förväntningarna på centralbankerna. I januari prisades sex–sju sänkningar från Federal Reserve (Fed) in med start redan i mars. Marknadens förväntningar avtog successivt och i maj prisades endast en till två sänkningar in. Under sommaren steg förväntningarna igen: Marknaden prisar nu in fyra sänkningar med start i september.

Samma mönster har präglat obligationsmarknaderna. Den amerikanska tioåringen inledde året runt 3,8 procent, steg sedan till 4,7 procent i slutet av april och har sedan dess kommit ned till 3,8 procent igen.

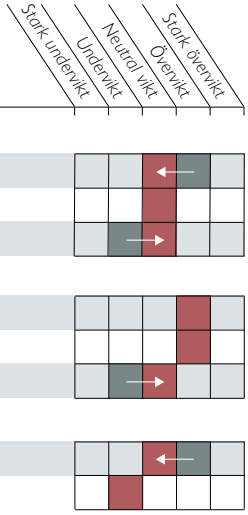
På kreditmarknaden såg vi det omvända mönstret, där kreditspreadarna föll fram till april-maj och därefter började stiga igen. För *high yield* har den löpande räntеavkastningen varit hyfsat stabil under året, eftersom underliggande ränterörelser och kreditspreadar har tagit ut varandra. Först mot slutet av sommaren började räntеavkastningen komma ned även för *high yield*.

I avkastningstermer är alla stora ränte- och kreditmarknader upp under året. Globala statsobligationer har avkastat 1,9 procent, *investment grade*-ratade företagsobligationer 2,8 procent och *high yield* 5,9 procent. Den svenska obligationsmarknaden har gått starkast och

EXPONERING

Förändringar sedan februari 2024

■ *Aktuell vikt* ■ *Tidigare vikt*



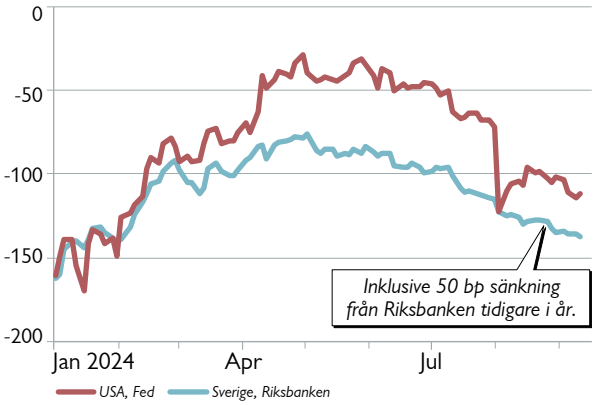
AKTUELL PORTFÖLJ

Positioner och förändringar

- Vi har slutat undervikta statsobligationer då konjunkturoron ökat. Vi överviktar nu duration.
- Vi överviktar *investment grade* som har fast ränta, och föredrar Europa framför USA.
- *High yield* underviktas generellt. Vi har neutral exponering mot nordiska företagsobligationer.
- Vi överviktar värdepapperiserade obligationer såsom europeiska CLO:er inom *high yield* och amerikanska bostadsobligationer som komplement till *investment grade*.

RÖRLIGA FÖRVÄNTNINGAR

Räntesänkningar inprisade för helåret 2024, baspunkter



MOTVIND FÖR JAPANSKA OBLIGATIONER

Japan, tioårig statsobligationsränta, procent

avkastat 2,9 procent, följt av USA, Europa och sist Japan. Även inom företagsobligationer har Norden gått starkast, medan USA och Europa har utvecklats ungefär likadant.

DURATION: MER ATTRAKTIVT

Vi inledde året med något kortare duration i portföljerna, men är nu något långa duration. Inflationen har närmat sig målen på 2 procent, varför centralbanker i väst antingen har påbörjat en räntesänkningscykel eller är i startgroparna. Samtidigt har tillväxt och arbetsmarknader börjat tappa styrka. Än står recessionen inte för dörren, men konjunkturrisken är högre än tidigare.

Miljön gynnar ränteduration och tillgångsslag som statsobligationer och global *investment grade*. Om vi slipper recession kan även mer riskfyllda krediter som *high yield* fortsätta att gå bra, men givet de låga kreditspreadarna tjänar man inte lika mycket på att gå ned i kreditkvalitet jämfört med att investera i tryggare obligationer. Den löpande ränteavkastningen för företagsobligationer har minskat till 3 procent för globala *investment grade*-ratade företagsobligationer och 6,1 procent för *high yield* (efter valutasäkring till kronor). Både kreditspreadar och ränteavkastning är lägre än sina historiska medianer.

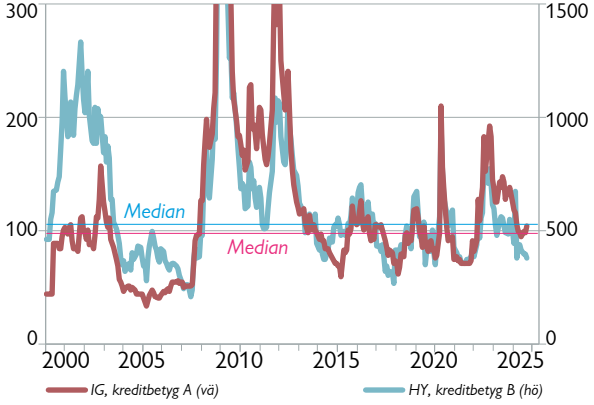
Vi är nu något långa duration. Inflationen har närmat sig målen, varför centralbanker i väst antingen har påbörjat en räntesänkningscykel eller är i startgroparna. Samtidigt har tillväxt och arbetsmarknader börjat tappa styrka.

TIPS: ALLTJÄMT ATTRAKTIVA

USA, tioåriga realränteobligationer (TIPS), procent

FÖRDEL *IG* FRAMFÖR *HY*

Kreditspreadar i Europa, baspunkter



Inom statsobligationer har vi överviktat svenska och europeiska räntepapper och underviktat amerikanska och framför allt japanska. Låg svensk tillväxt och snabbt fallande inflation har gynnat svenska obligationer, som har gått starkt det senaste året. Vi behåller övervikten mot europeiska räntepapper, men minskar exponeringen mot svenska efter den starka utvecklingen – i stället ökar vi exponeringen mot USA. Vi äger fortsatt inga japanska statsobligationer eftersom de japanska räntorna är låga och i en stigande trend.

REALRÄNTEOBLIGATIONER: STÖD AV FED

Ungefär hälften av vår exponering mot amerikanska statsobligationer är realränteobligationer (så kallade TIPS, *treasury inflation-protected securities*), en bra position under året. Fram till sommaren hade TIPS överavkastat nominella statsobligationer med 2 procentenheter, men under augusti föll inflationsförväntningarna rejält och nominella obligationer har tagit igen en del av underavkastningen. Vi behåller vår position mot TIPS då vi bedömer att räntemarknadernas inflationsförväntningar har minskat för mycket och för snabbt. Under året har TIPS-fonder haft stora inflöden och efterfrågan på realränteemissioner har varit stark. Så länge riskerna i den amerikanska ekonomin är i balans och Fed sänker räntan mot neutral nivå och inte bromsar ekonomin ytterligare, kan inflationsförväntningarna öka igen. Om Fed däremot senfärdigt sänker räntan som en reaktion på försämrad arbetsmarknad, fortsätter inflationsförväntningarna sannolikt ned. Även i ett sådant scenario levererar TIPS troligtvis positiv avkastning – om än lägre än nominella statsobligationer.

FÖRDEL VÄRDEPAPPERISERAT

Under året har vi överviktat global *investment grade* och underviktat *high yield* och nordiska företagsobligationer. Undervikten mot *high yield* och Norden har med facit i hand varit fel, men tack vare bra förvaltarval och positionering inom tillgångsslagen har vi lyckats kompensera för detta. Undervikten mot Norden bytte vi mot neutral vikt under sommaren. Efter de turbulenta dagarna i början av augusti passade vi även på att minska undervikten mot *high yield*, då kreditspreadarna steg markant.

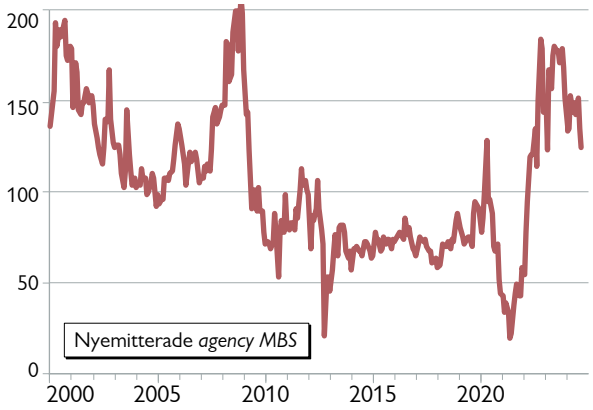
Även om vi fortfarande ser goda avkastningsmöjligheter för företagsobligationer erbjuder värdepapperiserade tillgångsslag bättre potential. Båda positionerna ger oss exponering mot andra typer av risker, vilket diversifierar portföljerna. Riskerna är inte högre men annorlunda jämfört med de traditionella riskerna duration och kreditrisk.

Trygga bostadsobligationer

I början av året minskade vi våra amerikansk *investment grade*-innehav och tog position mot amerikanska bostadsobligationer, så kallade *agency mortgage-backed securities* (MBS). Vi behåller vår position mot MBS, som fortfarande ser attraktiva ut jämfört med amerikansk *investment grade*. Dessa obligationer har ingen kreditrisk eftersom de är direkt eller implicit garanterade av amerikanska staten. Däremot ger de exponering mot *prepayment risk* eftersom amerikanska hushåll kan välja att betala tillbaka sina bolån i förtid, vilket begränsar uppsidan om räntorna faller.

VI GILLAR BOLÅN

Agency MBS, spread mot statsobligationer, baspunkter



Vår exponering har utvecklats väl under året och avkastat 3,6 procent vilket är 0,9 procentenheter bättre än *investment grade*. Överavkastningen uppkom framför allt under sommaren efter att kreditspreadarna för *investment grade* bottnade, och var som störst i början av augusti när aktiemarknaderna sålde av och kreditspreadarna rusade.

Värderingen av MBS är fortsatt attraktiv. Trots den positiva utvecklingen handlas nyemitterade instrument

Vi ser fortfarande goda avkastningsmöjligheter för företagsobligationer, men värdepapperiserade tillgångsslag erbjuder bättre potential. Riskerna är inte högre men annorlunda, och diversifierar därför portföljen.

fortfarande med en högre spread mot amerikanska statsobligationer jämfört med både sin egen historik och *investment grade* – detta är ovanligt. Spreaden för MBS är 130 punkter, drygt 30 punkter högre än *investment grade* och nästan 50 punkter högre än den historiska medianen de senaste 20 åren (se graf på motstående sida). Värderingen av MBS bestäms till stor del av volatiliteten på räntemarknaden. Volatiliteten steg kraftigt under 2022 fram till början av 2023, men har sedan avtagit. Givet att vi står inför en räntesänkningscykel bedömer vi att volatiliteten kan fortsätta ned, vilket gynnar MBS.

Bostadsobligationer med kreditrisk

En MBS-relaterad position som vi haft i portföljen under lång tid är *non-agency MBS* (NAMBS). Dessa bostadsobligationer emitteras av privata institut som får kreditexponering mot amerikanska hushåll (se faktaruta till höger). Marknaden för NAMBS var som störst fram till finanskrisen, då det samlade marknadsvärdet översteg 2 500 miljarder dollar. Efter finanskrisen tynade emissionsmarknaden bort, men har på senare tid vaknat till liv igen. Alla obligationer som emitterades fram till finanskrisen kallas för *legacy NAMBS* och utgör fortfarande en stor marknad på cirka 800 miljarder dollar.

NAMBS är en komplex marknad och investerarbasen är därför mindre än för till exempel företagsobligationer. NAMBS betalar dock ändå bra, med en löpande räntеavkastning över 5 procent efter valutasäkring till kronor. Den genomsnittliga återstående löptiden är kort, cirka fem år, eftersom obligationerna är så pass gamla – vilket också betyder att durationen är relativt

BOLÅN: TRYGGARE ÄN MAN KAN TRO

De privata amerikanska bostadsobligationerna NAMBS (*non-agency mortgage-backed securities*) kan vara svåra att klassificera på en traditionell kreditskala.

Majoriteten av marknaden av utgörs av obligationer som emitterades fram till finanskrisen 2008. Dessa har antingen inget officiellt kreditbetyg, eller så har betyget inte uppdaterats på väldigt länge.

Under finanskrisen fick många amerikanska hushåll svårt att betala sina bolån, samtidigt som huspriserna föll kraftigt. Många äldre NAMBS kommer aldrig att återbetala nominellt värde.

Konkurser inom NAMBS är dock inte binära händelser som för företagsobligationer. Bostadsobligationer består av hundratals underliggande bolån – inte ens i kristid ställer alla hushåll i poolen in betalningarna samtidigt. Obligationsinnehavaren får därför i regel tillbaka en mycket hög andel av det nominella värdet.

I dag ger äldre NAMBS exponering mot de hushåll som klarat sig genom både finanskrisen och pandemin. De har en stabil privatekonomi, och har amorterat på sina bolån i snart 20 år. Samtidigt har de sett sina inkomster och huspriser stiga rejält – till och med mätt från toppen under sommaren 2006 har de amerikanska huspriserna stigit med 75 procent fram till i dag.

Den som köper NAMBS i dag till en underkurs på exempelvis 80 gör därför oftast en relativt trygg placering, även om man inte alltid kan förvänta sig att få tillbaka kurs 100 vid förfall.

Inflyttningsklart.

Foto: Istockphoto

korta 0,8 år. Vi fortsätter att gilla NAMBS och ser dem som ett bra sätt att diversifiera portföljen med god avkastningspotential.

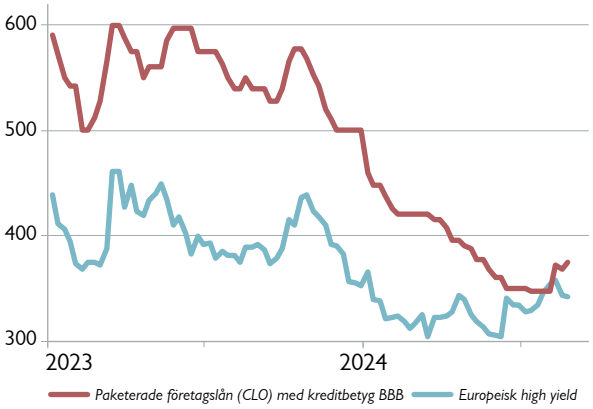
Föredrar paketerade företagslån framför *HY*

En annan position vi fortfarande gillar, och som har gått bra i år, är europeiska CLO, *collateralized loan obligations*[1]. Positionen är upp nästan 10 procent i år och har slagit traditionella *high yield*-obligationer med bred marginal. Även här rör det sig om värdepapperiserade obligationer som ger exponering mot hundratals underliggande företagslån. En CLO består av olika trancher som ger olika betalningsprioritet vid ränte- och återbetalningar av underliggande företagslån. Den position vi investerat i ger främst exponering mot BBB-ratade trancher. Därmed har den en viss ”kapitalkudde” – de underliggande trancherna tar de första kreditförlusterna.

Den makroekonomiska volatiliteten har haft begränsad negativ påverkan på CLO-marknaden. Instrumenten har en imponerande historik med minimal konkursfrekvens, och kan motstå konkursfrekvenser som långt överstiger de mest pessimistiska prognoserna eller mer extrema historiska perioderna. De senaste tio åren har den

SÄKRARE PLACERING OCH BÄTTRE BETALT

Kreditspreadar, CLO och europeisk *high yield*, baspunkter



ackumulerade konkursfrekvensen för BBB-ratade CLO varit 0,06 procent per år. Konkursfrekvensen för underliggande företagslån föll från 1,3 till 0,8 procent i juli. Vi har sett starka inflöden i CLO-fonder och -ETF:er under året, och stora CLO-förfall under sommaren har givit investerarna gott om kapital att återinvestera. Den genomsnittliga kupongen ligger på 5,9 procent, vilket motsvarar 2,8 miljarder euro i kvartalsvisa räntebetalningar – detta håller också uppe efterfrågan från återinvesteringar. Samtidigt har utbudet av CLO:er varit lågt då marknaden för företagsaffärer inte riktigt tagit fart. Miljön gynnar vår exponering.

[1] Läs mer om instrumenten i *Allokering och portföljstrategi* sommaren 2023.

Den makroekonomiska volatiliteten har haft begränsad negativ CLO-påverkan. Instrumenten har en imponerande historik med minimal konkursfrekvens. Dessutom gynnar utbuds- och efterfrågeeffekter vår CLO-exponering.

Alternativa investeringar

REKOMMENDATIONER. **Marknadsmiljön gynnar *global macro* och volatilitetsstrategier. Efter USA-valet kan *merger arbitrage* gå mot en ny vår. Flera faktorer talar fortsatt för guld.**

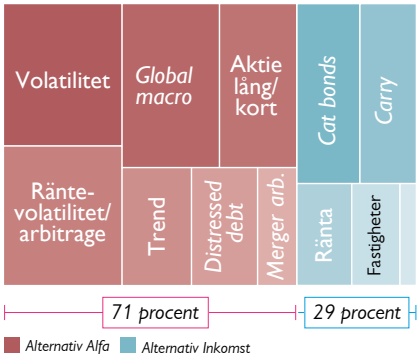
Sommarlugnet på finansmarknaderna fick ett abrupt slut när de ekonomiska trender som präglat året förändrades. Det började i mitten av juli med besvikelser från amerikanska teknikföretag, och följdes av sämre sysselsättningssiffror i USA. En oväntad japansk styrräntehöjning stärkte yenen och utlöste omfattande försäljningar med kraftigt ökad volatilitet. Men när marknaden väl smält nyheterna insåg många att läget inte var så illa som befarat, varpå volatiliteten föll och priserna återhämtade sig.

Det senaste året har präglats av svängningar i allt från makrostatistik till geopolitik. Portföljen Alternativa investeringar är konstruerad för att ha låg samvariation med övriga tillgångsslag och klara sig igenom en ekonomisk cykel oavsett miljö. Portföljen har presterat väl under året trots den ökade volatiliteten. Avkastningen sedan årsskiftet är cirka 4 procent och den låga samvariationen med börs och räntepapper har bibehållits. Allokeringen är störst mot volatilitets-, arbitrage- och *global macro*-strategier, men vi håller ett extra öga på *merger arbitrage*, där det kan vara läge att öka positionen efter det amerikanska presidentvalet.

VOLATILITET GER MÖJLIGHETER

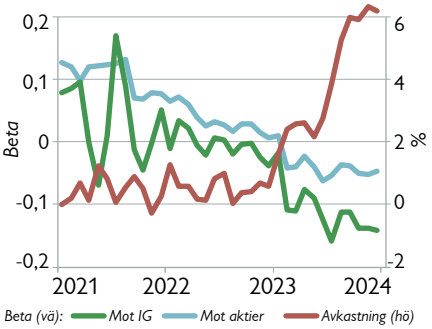
Vår syn på vilka strategier som kan gynnas i den kommande marknadsmiljön är i stort oförändrad sedan föregående strategirapport i februari. Volatilitetsstrategier och *global macro* är våra favoriter. Den sistnämnda strategin har avkastat något sämre i år, men erbjuder

PORTFÖLJANALYS



OKORRELERAD PORTFÖLJ

Portföljbeta, rullande 12 månader



AKTUELL PORTFÖLJ

Positioner och förändringar

- Vi har bytt ut en systematisk *global macro*-förvaltare mot en annan som fokuserar på felprissättningar i kreditmarknaden.
- Vi är försiktigt positiva till *merger arbitrage*, men avvaktar med att öka exponeringen till efter det amerikanska presidentvalet.

flexibilitet att reagera på makroekonomiska trendförändringar. *Global macro* kan göra bra affärer på relativa tillväxt- och inflationsförändringar i länder och regioner. Världspolitiken bidrar också till denna dynamik, med viktiga maktskiften i länder som Storbritannien, Frankrike och Mexiko, och det annalkande presidentvalet i USA. Sådana händelser skapar osäkerhet och möjligheter som *global macro*-strategier kan kapitalisera på. Bäst portföljskydd erbjuder en underkategori som kallas för diskretionär *global macro*. Dessa förvaltare brukar ofta ta positioner baserat på mer svårkvantifierad information såsom politisk risk.

TRENDFÖLJARE SVAGA I TURBULENS

Trendföljande strategier försöker fånga trender i olika tillgångsslag, exempelvis aktieindex, ränteindex, valutor och råvaror. När ett tillgångspris stiger spekulerar de i fortsatt uppgång; när priset sjunker spekulerar de i fortsatt nedgång. Trendföljare kan avkasta riktigt bra när trenderna är tydliga, men har det desto svårare vid plötsliga trendbrott eller i sidledes marknader. Historiskt har trendföljare avkastat bra i samband med utdragna börsfall som 2008 och 2022. I år presterade de starkt fram till slutet av juli, för att sedan tappa mark när marknaden plötsligt bytte riktning i början av augusti.

Vi gillar strategins positiva portföljegenskaper och har en mindre allokering dit. Att positionen inte är större beror främst på att trendföljare under vissa omständigheter bidrar till marknadsbeta, något vi nyligen upplevde när en längre tids stigande börstrend förbyttes i en kraftig korrektion.

LJUSARE UTSIKTER FÖR HEDGEFONDER

Vår syn på olika hedgefondkategorier

	Kategori	*Strategityp*	*2023*	*2024*
Alternativ alfa	Aktier	*Long/short*, marknadsneutral	Neutral	Neutral
	Kvantitativa	Volatilitet	Positiv	Positiv
		Relativ/arbitrage	Positiv	Positiv
	Makro	Systematisk	Positiv	Positiv
		Diskretionär	Neutral	Positiv
		Trend	Neutral	Neutral
	Händelsedrivna	*Merger arbitrage*	Negativ	Neutral
		Distressed debt & special situations	Positiv	Positiv
Alt. inkomst	Realtillgångar	Guld	Positiv	Positiv
		Fastigheter	Negativ	Neutral
	Övrigt	Katastrofobligationer	Positiv	Positiv
		Carry	Positiv	Positiv

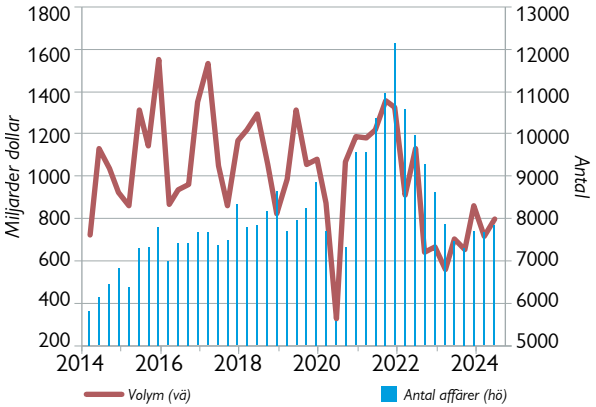
Vår syn: Positiv Neutral Negativ

DAGS FÖR *MERGER ARBITRAGE?*

Vi är försiktigt positiva till kategorin *merger arbitrage*, som identifierar felprissättningar i samband med företagsförvärv och sammanslagningar. Efter en tids låg aktivitet har antalet transaktioner börjat öka något, men många företag avvaktar med större strategiska affärer till efter presidentvalet i USA. Valresultatet kan påverka företagsklimatet i USA respektive omvärlden väldigt olika. En Trump-seger vore goda nyheter på skatteområdet, men dåligt för internationella relationer och tullar. En Harris-seger vore bättre för internationella relationer och tullar, men sämre när det kommer till konkurrenslagstiftning och företagsbeskattning. Oavsett vinnare förväntar vi oss ökad transaktionsaktivitet

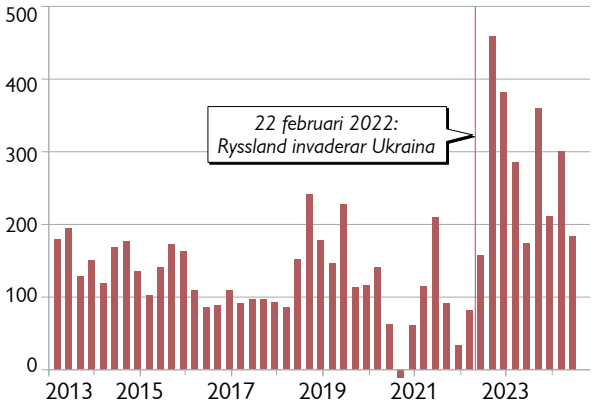
TAR BOLAGSAFFÄRERNA FART IGEN?

M&A-aktivitet, globalt, volym och antal



GULD EFTERTRAKTAT I OROSTIDER

Centralbankers nettoköp, ton



när osäkerheten minskat. I dagsläget har vi en mindre allokering mot *merger arbitrage* och inväntar mer information innan vi eventuellt ökar vår allokering.

GULD: STÖD FRÅN FLERA FAKTORER

Guldpriset har utvecklats starkt det senaste året. Flera faktorer har bidragit, däribland ökad geopolitisk oro. Om konflikten i Mellanöstern breddas är det sannolikt att USA ingriper. I ett sådant scenario skulle energipriserna stiga och USA:s budgetunderskott skulle växa sig ännu större, vilket är positiva signaler för guldpriset. Dessutom ser vi ett ökat kinesiskt sparande i guld, som har flera orsaker. Historiskt har kinesiska privatpersoner placerat en stor del av sitt kapital i fastigheter, men nu utvecklas den marknaden riktigt svagt. Lägg därtill en ovilja att spendera på konsumtion samt en rädsla för valutadevalvering, så blir guld en mer attraktiv placering för de kinesiska hushållen. Centralbanker på tillväxtmarknaderna har sett hur det gått när väst implementerat omfattande handelsrestriktioner och liknande sanktionsåtgärder mot Ryssland och Kina, och har därför tagit in mycket guld till sina valutareserver. Givet de stora handelsöverskotten i länder som Brasilien och Kina är det inte osannolikt att trenden består och ger fortsatt stöd åt vår guldexponering.

Hedgefondstrategin diskretionär *global macro* erbjuder bra portföljskydd. Dessa förvaltare gynnas av volatila miljöer där de ofta tar positioner baserat på svårkvantifierad information såsom politisk risk.

Tre år av strategi och allokering

TILLBAKABLICK. **Pandemins börsyra slutade med inflationsbaksmälla. Den amerikanska *tech*-sektorn ledde en kraftig återhämtning. Här är de senaste årens strategirapporter.**

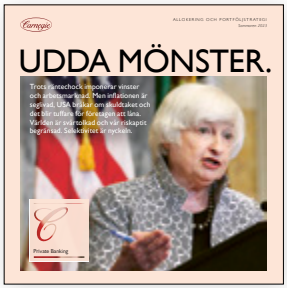
VÅREN 2024

Inflationen var på väg ned, marknaden hade började prisa in räntesänkningar och det mesta talade för att konjunkturen skulle mjuklanda. Makroklimatet gav börsstöd och vi fortsatte att övervikta aktier. Tillväxtmarknader, Japan och småbolag tillhörde favoriterna. På räntesidan såg vi ett intressant läge i amerikanska bostadsobligationer.

Följ vår marknadssyn i vinterns respektive försommarens strategiuppdateringar.

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 skuldtaksbråk 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

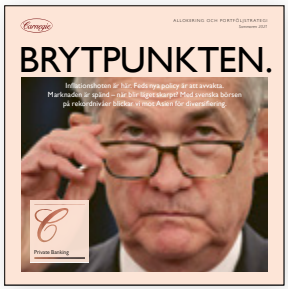
Marknadsmiljön blev än mer problematisk under våren. Hög inflation tvingade fram stramare penningpolitik. Vi underviktade såväl utländska som svenska aktier och hittade strukturell tillväxt i temat halvledare.

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 tog det varligt och hade lägre aktierisk.

HÖSTEN 2021

Inflation och utbudsproblem präglade världsekonomin. Konjunkturen mattades från hög nivå. Börsens värdering var ansträngd, vi reducerade risk. Alternativa investeringar lockade mer än räntebärande. Investeringar i inflationsmiljö samt alzheimerläkemedel var nya placeringsteman.



SOMMAREN 2021

Bra snurr i världsekonomin men ökad inflationsoro. Hög värdering, men attraktiva alternativ till aktier saknades. Vi behöll vår aktieövervikt. Aktiva Asienfonder och kinesiska räntefonder lyftes fram som temainvesteringar.

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 tidshorisont 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 allokeringsförvaltning.

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

SKRÄDDARSYTT ERBJUDANDE

Oavsett om du vill låta din rådgivare ansvara för den dagliga förvaltningen eller fatta besluten själv har 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.

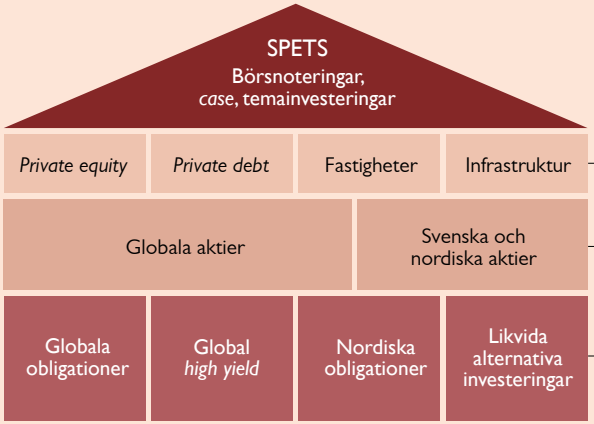
Aktiemäkleri

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

Carnegie kan från tid till annan erbjuda IPO:er och andra unika investeringstillfällen tack vare vår ledande investmentbank.



Figuren ovan åskådliggör Carnegies förvaltningsmodell. Basen är tillgångar med lägre risk, såsom räntebärande investeringar. 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.

Tack vare Carnegies storlek kan vi ge våra *private banking*-kunder tillgång till intressanta investeringsmöjligheter inom exempelvis *private equity* och fastigheter – emellanåt marknadsunika spetsinvesteringar.

Långsiktiga alternativa investeringar

Detta kapital ska oftast kunna avvaras i tio år eller längre. Hit hör mindre likvida alternativa investeringar som syftar till att ge extra god avkastning, exempelvis inom *private equity*, *private debt*, vissa hedgefonder, fastigheter eller andra realtillgångar. Investeringsfönstret öppnas bara någon gång per år, och det kan ta flera år att realisera tillgångarna.

Tillväxtplaceringar

Kapital som ska användas om 5–10 år eller ännu senare allokeras till tillgångsslag med högre risk och avkastning. Här görs långsiktiga investeringar med full exponering mot de globala aktiemarknaderna i syfte att skapa god tillväxt. Byggstenen består av såväl svenska som globala aktier och aktiefonder, är kostnadseffektiv, väldiversifierad och har relativt hög risk. Avkastning kan erhållas genom såväl aktieförvaltning som aktiv valutaförvaltning. Byggstenen kan utgöras av våra grundportföljer inom utländska och svenska/nordiska aktier.

Stabila placeringar

Här finns kapital som utgör din ekonomiska buffert och oftast ska användas för planerade utgifter inom fem år. Pengarna investeras med begränsad risk i väldiversifierade och kostnadseffektiva portföljer av bland annat ränteprodukter och likvida, absolutavkastande hedgefonder. Genom valutasäkring kan exponering ges inte bara mot svenska utan också mot globala marknader. Byggstenen kan utgöras av våra grundportföljer Räntebärande investeringar och Alternativa investeringar.

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.

Carnegie

PRIVATE BANKING