

MÅLET HÄGRAR.

Centralbankerna har nått räntetoppen. De ekonomiska utsikterna ljusnar, men hinder på vägen saknas inte. Vi njuter av resan och har övervikt mot aktier. Tillväxtmarknader lockar – vi investerar selektivt.



Private Banking

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

Rapportens innehåll bygger på uppgifter och analyser tillgängliga i slutet av januari 2024.

På omslaget: Centralbankirerna Christine Lagarde (ECB), Kazuo Ueda (Bank of Japan) och Jerome Powell (Federal Reserve) på det ekonomiska mötet i Jackson Hole, Wyoming, i augusti 2023.
Foto: Natalie Behring/Getty Images

Redaktion:

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

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

Martin Theimer
Investeringsstrateg
martin.theimer@carnegie.se

Johan Högberg
Redaktör
johan.hogberg@carnegie.se

Johan Holtsjö
Portföljförvaltare
johan.holtsjo@carnegie.se

Johan Grip
Portföljförvaltare
johan.grip@carnegie.se

Joakim Braun
Art director
redaktionen@carnegie.se

Joakim Karlsson
Portföljförvaltare
joakim.karlsson@carnegie.se

Niklas Lindeke
Portföljförvaltare
niklas.lindeke@carnegie.se

Helena Haraldsson
Makroanalytiker
helena.haraldsson@carnegie.se

Jens Öhlund
Portföljförvaltare
jens.ohlund@carnegie.se

ALLOKERING OCH PORTFÖLJSTRATEGI

Våren 2024

Innehåll

Inledning.....	5
Sammanfattning.....	6
Affärsförslag.....	8

Investeringsklimat.....	10
-------------------------	----

Inflationen fortsätter falla • Centralbanker signalerar räntesänkningar i år • Global mjuklandning mer trolig • Amerikanska ekonomin visar styrka • Kina svagt och stora stimulanser har uteblivit • Räntekänsliga Sverige gynnas av räntefall • Mellanöstern en risk

Portföljstrategi.....	24
-----------------------	----

Vi övervikt aktier sedan november • Undervikt mot räntebärande och alternativa • Goda utsikter för börsen 2024 • Japan, småbolag och tillväxtmarknader lockar globalt • Ökat i småbolag och efterslänrare i Sverige • Amerikanska bostadsobligationer nytt innehav

Tema: Tillväxtmarknader i portföljen	30
---	----

Rekommendationer kring tillgångsslagen.....	46
---	----

Utländska aktier.....	46
-----------------------	----

Minskat undervikten mot USA-tech • Japan fortsatt attraktivt • Energi och gruvdrift är lågt värderade • Motvind för energiomställningen • Fortsatt övervikt mot frontier markets

Svenska aktier.....	58
---------------------	----

Banker, småbolag och efterslänrare lockar • Selektiva i verkstad • Fortsatt övervikt mot hälsovård • Behåller vår fastighetsfavorit

Räntebärande investeringar.....	65
---------------------------------	----

Övervikt mot realränteobligationer • Vi adderar amerikanska bostadsobligationer • Undervikt mot nordiska företagsobligationer

Alternativa investeringar.....	71
--------------------------------	----

Global macro och volatilitet favoriter • Vi har avyttrat två innehav och ökat i cat bonds • Högre korträntor ger medvind

Kapitalförvaltning på Carnegie.....	76
-------------------------------------	----

Disclaimer.....	78
-----------------	----



Foto: iStockphoto

EM: Så väljer du vinnarna

Efter 2010 har tillväxtmarknaderna utvecklats avkastningsmässigt svagt, omkörda av USA-börserna med deras tech-jättar. Demografi, ökat handelsutbyte mellan länderna i *emerging markets* (EM) och ökad innovationsförmåga är några långsiktiga drivkrafter. På kort sikt kan mjuklandning och räntefaktorer gynna EM. Vi rekommenderar exponering via aktiv förvaltning.

Klarare sikt – för tillfället

USA-val och två krig skapar osäkerhet. Samtidigt har världsekonomin överraskat positivt och börsoptimismen spirar efter räntetoppen.

2024 är ett valår för 40 procent av alla människor i världen. Sittande makthavare har all anledning att låta stimulanserna flöda. Det gäller inte minst Joe Biden: Trots en väldigt låg amerikansk arbetslöshet är presidenten alltså djupt impopulär och inte ens 40 procent av väljarna tycker att han gör ett bra jobb. Just nu talar allt för att Biden får lämna över kandidatrollen till någon annan, allra senast på Demokraternas partikonvent i augusti – annars hotar ”Trump 2.0”.

Aktiemarknaden överträffade förväntningarna med råge under 2023, i en miljö där såväl tillväxt som sysselsättning stod emot bra trots kraftiga styrräntehöjningar. Goda nyheter om desinflation har på senare tid fått centralbankirer att tala om en räntetopp, och antyda utsikter till en räntenormalisering nedåt som skulle gynna risktillgångar. Än är inflationen inte nere på målnivå, men den närmar sig, större ekonomisk förödelse har uteblivit och marknaden tror på en mjuklandning. Vinsterna förväntas öka med 5–10 procent under 2024 trots att tillväxten saktar in. Kruket för aktieplacering är: Hur mycket är redan inprisat?

Centralbankerna tycks villiga att sänka innan inflationen är helt tämjd, samtidigt som två inflationsdrivande krig pågår. Risken för att inflationen består gör aktier mer attraktiva än obligationer. När vi för några månader sedan började övervikta aktier bedömde vi att obligationsräntorna var på väg att toppa, och de har nu fallit

med närmare 1 procentenhet när marknaden diskonterar ett flertal räntesänkningar under året. Två konflikter med globala effekter pågår – läget är fortsatt osäkert. Diversifiering inom och mellan tillgångsklasser (inklusive alternativa investeringar och realtillgångar) kan minska riskexponeringen.

I USA har generativ AI utlöst en ny investeringscykel. Värderingarna har drivits upp högt på de *tech*-jättar som dominerar både AI-området och börsindex – selektivitet blir allt viktigare. Utanför USA är värderingarna rimligare, men tillväxtutsikterna förblir dämpade i Europa, vars industri dessutom pressas av bilkonkurrens från Kina. Den punkterade fastighetsbubblan är ett fortsatt bekymmer i Kina. Inga större stimulansåtgärder syns än så länge till i landet – det ligger deflation i luften. I Indien är tillväxten stark när premiärminister Narendra Modi går mot en ny valseger i vår. Aktier på tillväxtmarknader har diversifierande egenskaper och är vårt investeringstema denna gång.



Brian Cordischi
CIO, Carnegie

Vår marknadssyn

USA signalerar räntesänkningar trots en fortsatt stark tillväxt. Om större vinstbesvikelser uteblir och inflationen håller sig på mattan ser vi en aktievänlig investeringsmiljö.

MAKROEKONOMISKT KLIMAT

Lägre inflation öppnar dörren för räntesänkningar och vi står inför en måttlig konjunktursvacka, där recessionsoron sannolikt minskar ytterligare. Europa balanserar på randen till recession, men hushållen har sparande och ledande indikatorer har vänt upp. Kina har utmaningar och stimulanser dröjer. USA har knappt börjat bromsa ännu.

Makromiljön ger nu börsen medvind.

VINSTUTVECKLING

Vinsttillväxten har gått från negativ till positiv i USA, men investerarna fokuserar mer på ränteutvecklingen. Visst finns det globala marginalrisker när den nominella BNP-tillväxten avtar, men vi tror på måttliga vinstökningar som brukar ge börsstöd.

Vinstmiljön är alltjämt en neutral faktor.

VÄRDERING

USA-börsen är alltjämt dyr, men på de flesta andra håll är P/E-talsvärderingen inte ansträngd utan normal. Även ett likaviktat amerikanskt börsindex, med mindre dominans av *tech*-jättar, handlas i stort sett i linje med sin historik.

Värderingen är fortsatt en neutral faktor.

RÄNTOR OCH LIKVIDITET

Centralbankerna har börjat flagga för räntenormalisering. När räntan väl sänks brukar börsen bli nervös, men denna gång är orsaken sannolikt inte en lågkonjunktur med vinstfall. Själva räntepausen – det läge där vi är i dag – går ofta hand i hand med en stark börs.

Räntemiljön är nu en neutral faktor.

TEKNISK ANALYS

Den långa tekniska upptrenden är intakt och vi är i en säsongsmässigt stark period. Nya börsrekord i USA är positivt. Europa och Sverige trendar också uppåt, även om toppnoteringarna från 2022 inte har passerats.

Teknisk styrka ger fortsatt börserna medvind.

INVESTERINGSMILJÖN

	Undervikt	Neutral	Övertikt
Rekommenderad aktievikt			✗
	Motvind	Neutral	Medvind
Makroekonomiskt klimat			✗
Vinstutveckling		✗	
Värdering		✗	
Räntor och likviditet		✗	
Teknisk analys			✗

←→ Förändring jämfört med föregående bedömning (september 2023).

Rekommenderad portfölj

Varje kund har sin egen individuella portfölj hos Carnegie. Feds skifte och en mjuklandning talar för aktier. Vår aktieövervikt är jämnt fördelad mellan globala och svenska aktier.

UTLÄNDSKA AKTIER

- I den breda portföljen överviktar vi alltjämt Japan, småbolag, gruvor och energi. Vi har ökat i *big tech*.
- I vår spetsiga portfölj har energiomställning haft motvind och *tech* medvind. AI-exponering tar vi helst via datacenter och halvledare (där vi säkrat viss vinst).

SVENSKA AKTIER

- Vi har ökat i eftersläntrare som Ericsson. Inom verkstad är vi selektiva och väljer Volvo, Sandvik och ABB. Vi äger Balder, men sektorexponeringen mot fastigheter är neutral. Vi har ökat mot småbolag brett.

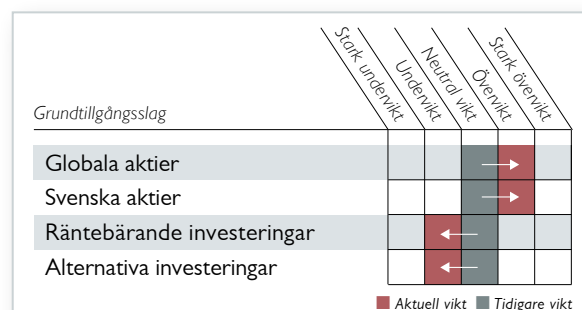
RÄNTEBÄRANDE INVESTERINGAR

- Avkastningen är attraktiv, men vi ser risk för högre långräntor. Värderingen talar för *investment grade* framför *high yield*. Vi underviktar nordiska företagsobligationer.
- Realränteobligationer i USA ger bra inflationsskydd.

ALTERNATIVA INVESTERINGAR

- Tillgångsslaget ger bra skydd när aktie- och ränteplaceringar samvarierar starkt.
- Vi har ökat i högavkastande katastrofobligationer. Vi har volatilitetsstrategier och *long/short*-kreditexponering mot tillväxtmarknader.

För ytterligare investeringsidéer och affärsförslag, se nästa uppslag.



CARNEGIES GRUNTILLGÅNGSSLAG

Kärnan i vår förvaltning är fyra grundtillgångsslag. Två är mer tillväxtinriktade (Globala aktier och Svenska aktier) medan två är stabilare (Räntebärande investeringar och Alternativa investeringar). Vi har två ränteportföljer, varav den tryggare främst består av statsobligationer och *investment grade*, medan portföljen Högränteplaceringar har ett stort inslag av *high yield*. Fördelningen mellan tillgångsslagen skräddarsys för varje investerares riskprofil.

Börsen bottnade i slutet av oktober och vi överviktade aktier i början av november på minskad ränteoro. I USA imponerar tillväxten, ändå faller inflationen och centralbanken öppnar för räntesänkningar. Den svenska börsen steg mer än världsindex och kronan stärktes – i januari tog vi därför hem vinst i svenska aktier och rebalanserade tillbaka till en jämnt fördelad aktieövervikt. Aktieexponeringen finansieras med undervikt mot såväl räntebärande som alternativa investeringar.

Affärsförslag

GLOBALA AKTIER

Sidan 46

Hälsovårdsbolag

- Bra återhämtningsmöjligheter efter ett tufft 2023.
- Ökad innovationstakt med stöd av *big data* och AI.
- Demografi ger stöd åt tillväxten på lång sikt.

Drivkrafter

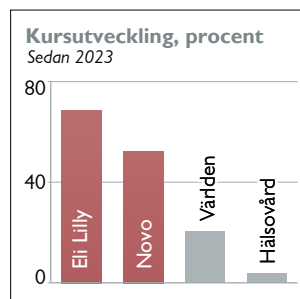
Under 2023 blev Eli Lilly världens största hälsovårdsbolag, och Novo Nordisk blev Europas största börsbolag alla kategorier. Marknaden för bolagens nya fetmapreparat väntas bli enorm. Duon utgör cirka 11,5 procent av ett globalt hälsovårdsindex, som i övrigt föll med 5 procent i fjol (världsindex steg 20 procent). Baksmälla efter pandemiboomen samt svag efterfrågan i Kina tyngde sektorn, liksom en i våra ögon överdriven oro för att fetmapreparaten ska minska efterfrågan på andra produkter. Nu värderas sektorn som marknaden i stort trots bättre tillväxtförutsättningar, drivet av gynnsam demografi och mer *drug discovery* med *big data* och AI.

Risker

Fetmapreparaten kan minska efterfrågan på andra läkemedel och medicintekniska produkter.

Förslag

Bred hälsovårds-ETF samt aktivt förvaltd *biotech*-fond.



SVENSKA AKTIER

Sidan 58

Eftersläntrare bland storbolag

- Fokusskifte väntar sannolikt på börsen.
- Värderingarna är nedpressade.
- Åtgärder bör lyfta bolagens vinster.

Drivkrafter

Sedan börsbotten hösten 2022 har flera storbolag på börsen haft svårt att hänga med. Efter en lång rad besvikelser är förväntningarna på eftersläntrarna lågt ställda. När stora delar av börsen åter blivit relativt dyra lär fokus skifta till billigare alternativ. Ofta behövs en katalysator som sätter igång omvärderingen, exempelvis ledningsbyten, strukturgrepp som kostnadsbesparingar eller aktieåterköp.

Risker

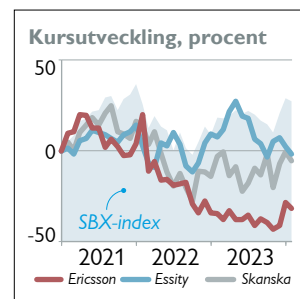
Trots åtgärder kan ett förtroendelyft ta tid.

Portföljpositioner

Ericsson: Vi har ökat i telekomjätten, som gynnas av ett rekord-stort kontrakt i USA.

Essity: Hygienkoncernen har sålt ett affärsområde och stärker balansräkningen.

Skanska: En potentiell räntetopp borde gynna byggsektorn.



RÄNTEBÄRANDE INVESTERINGAR *Sidan 65*

Amerikanska bostadsobligationer

- Hög räntevolatilitet ger bra ingångsläge.
- Diversifiering: *Prepayment risk* i stället för kreditrisk.
- Bra komplement till andra trygga obligationer.

Drivkrafter

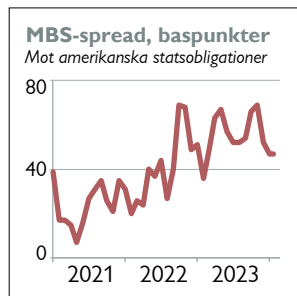
Vi stänger affärsförslaget europeisk *investment grade* och utnyttjar investeringsmöjligheter i bostadsobligationer i USA, så kallade *agency mortgage-backed securities* (MBS). Två år av kraftiga ränterörelser har gjort att både faktisk och förväntad volatilitet har stigit kraftigt på räntemarknaden. Det ger ett högt värde på den inbyggda optionen i MBS:er (avseende återbetalning av bolån i förtid), och investerare får bra betalt för att ta *prepayment risk*. MBS:er har låg kreditrisk eftersom de i princip är garanterade av amerikanska staten och kan ses som ett komplement till statsobligationer eller företagsobligationer i *investment grade* med lång duration.

Risker

Stigande långräntor i USA.

Förslag

För privata investerare: en eurosäkrad ETF. För institutionella investerare: en aktiv fond.



ALTERNATIVA INVESTERINGAR *Sidan 71*

Olja

- Öväntat stark konjunktur stödjer oljepriset.
- Fortsatt enighet inom Opec+ begränsar utbudet.
- Bra skydd mot eskalering i Mellanöstern.

Drivkrafter

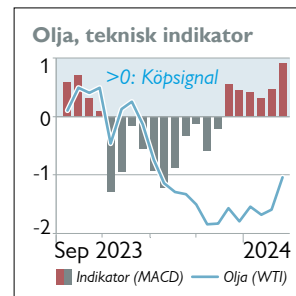
Oljepriset har fallit under hösten och vintern på oro för en inbromsande global ekonomi under 2024. Vi ser potential för ett högre pris drivet av robust makrostatistik och mer duvaktiga räntesignaler. Därtill har Opec+ uppvisat fortsatt enighet och strypt sin produktion, varför oljelagren kan krympa under året. Den tekniska bilden ser också bättre ut. Många trendföljande fonder, som kan ha stor påverkan på det kortsiktiga priset, har spekulerat i ett lägre oljepris, men börjar svänga i sin positionering. Olja utgör även ett skydd mot en eventuell eskalering av konflikten i Mellanöstern.

Risker

Sämre global konjunktur än väntat skulle dämpa efterfrågan på olja.

Förslag

Likvid ETF som ger exponering mot amerikansk WTI-olja.



För mer information om specifika placeringsmöjligheter, kontakta din rådgivare.

Ny tonart lyfter humöret

INVESTERINGSKLIMAT. **USA har knappt bromsat och global recession har uteblivit. Räntesänkningar och ökande vinster är troliga. Vi ser en aktievänlig men sårbar miljö.**

Trots två pågående krig – i Ukraina och Mellanöstern – avslutade aktiemarknaden förra året starkt. Ett globalt aktieindex steg med 9 procent i november och 5 procent i december. Drivkraften var en tydligt minskad ränteoro, som dämpades än mer när USA:s centralbank Federal Reserve (Fed) överraskade med duvaktiga signaler. Hopp om räntenormalisering och att konjunktursvackan blir måttlig ger fortsatt stöd åt investerarnas optimism.

NYTT SEDAN I SEPTEMBER

Viktiga händelser sedan föregående strategirapport

Selektiv aptit skrevs i slutet av september är:

- Fed, och nyligen även Europeiska centralbanken (ECB), öppnar för räntesänkningar om inflationen och arbetsmarknaden kyls av lite till.

- Inflationen fortsätter nedåt. Feds favoritmått, kärn-PCE, taktar de senaste sex månaderna nära målnivån.
- Konjunkturbarometrar har stabiliserats och pekar i flera fall uppåt.
- I USA har rapportsäsongen varit bättre än väntat. Försäljningen har varit i linje med analytikernas förväntningar, medan vinsterna har imponerat.
- I Sverige har hushållens humör ljusnat och en rad detaljhandelsrapporter har överraskat positivt.

Precis som vi trodde satte Feds räntepaus fart på börsen, men många anser att marknaderna har orimliga förväntningar på räntesänkningar. Vi håller inte riktigt med. Det är väldigt positivt för investeringsmiljön att Fed signalerar att centralbanken kan börja

I KORTHET

Räntesänkningar kommer till sommaren och konjunktursvackan blir måttlig – investerarna har repat mod. Feds snabba omsvängning talar för aktier framför ränteplaceringar. När inflation och penningpolitik normaliseras och bankerna blir mindre restriktiva med sin utlåning kan den globala ekonomin överraska på uppsidan.

Europa är i stagnation, medan USA ännu inte har bromsat in. Asien ser starkt ut, bortsett från Kina som präglas av vikande tillväxt, deflation och frånvaro av större stimulanser. I Sverige har såväl hushåll som detaljhandelsföretag blivit mindre dystra.

Konsensusförväntningarna pekar på vinstlyft på 5–10 procent. Vi ser viss

marginalrisk när en rad medvindar försvinner och prishöjningar blir svårare. Sektormix och stark krona dämpar svensk vinsttillväxt.

Värderingarna är på de flesta håll normala, men höga i USA.

Inflation kopplad till kriget i Mellanöstern och signaler om en svagare arbetsmarknad i USA är några risker.

reversera penningpolitiken innan den gör skada, ekonomin bromsar in kraftigt eller arbetslösheten stiger. Därför har en måttlig konjunktursvacka blivit mer sannolik. Samtidigt riskerar tidiga och stora räntesänkningar att på sikt öka inflationen. Vi bedömer att Feds omsvängning gynnar aktier mer än ränteplaceringar.

Oavsett förväntansbild anser vi att frågan snarare är vad som skulle kunna förändra den markant. Fortsätter investerarna att tro på en mjuklandning när USA väl bromsar in? Kanske förvärras konjunkturoron när Fed väl sänker. Stigande inflation eller recession skulle dock kunna stjälpas börshumöret (läs mer om risker på sidan 20). Än så länge är vi optimistiska.

MAKROEKONOMISKT KLIMAT

De flesta bedömare tror på en global mjuklandning – så även vi. Ekonomierna har varit mer motståndskraftiga än förväntat, särskilt USA:s. Ändå har löneinflationen där börjat avta trots tillväxt över trend och låg arbetslöshet.

Men vi tror att inbromsningen kommer. Vi instämmer i konsensusuppfattningen att den globala BNP-tillväxten försvagas något från fjolårets 3 procent (se tabell ovan till höger), men tar mer fart under andra halvåret. Den amerikanska ekonomin har knappt saktat in, men bör tappa momentum under våren när kvarvarande effekter av Feds åtstramningar visar sig och pressar konsumtion samt investeringar. Inbromsningen syns också i fler konkurser och betalningsanmärkningar, svagare kreditefterfrågan och en svalare arbetsmarknad. Bolag har fått svårare att höja sina priser: Även

MILD INBROMSNING

Konsensus: BNP-tillväxt, procent

	2023	2024	2025
USA	2,5	1,5	1,7
Kina	5,2	4,6	4,4
Japan	2,1	0,8	1,0
Europa	0,5	0,5	1,4
Tyskland	-0,1	0,3	1,2
Sverige	-0,3	0,8	2,6
Globalt	3,0	2,7	2,9

om inflationstakten nu avtar, så har konsumentpriserna stigit med hela 17–22 procent i väst sedan 2019, vilket har dämpat hushållens köpkraft. Europa stagnerar och befinner sig, liksom Kina, på randen till recession. Eftersom stimulanser i Kina dröjer är ingen nämnvärd återhämtning i sikte där.

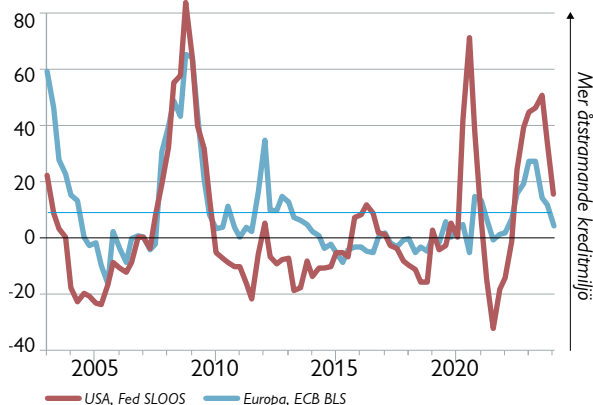
Världsekonomin kan överraska uppåt

Positiva överraskningar kan komma då normaliserad inflation och penningpolitik minskar osäkerheten hos hushåll och företag. Andra faktorer som minskar recessionsrisken är:

- *Mindre stram finansieringsmiljö.* Kredittillgången är sämre än normalt, men bankerna i Europa och USA blir redan mindre restriktiva i sin utlåning (se graf till vänster på nästa sida). Dessutom har räntefallet, börsuppgången och den svagare dollarn resulterat i ett mer gynnsamt *financial conditions index* (FCI) i USA. FCI indikerar starkare industriaktivitet i USA inom sex månader (se graf till höger på nästa sida).

KREDITMILJÖN LJUSNAR

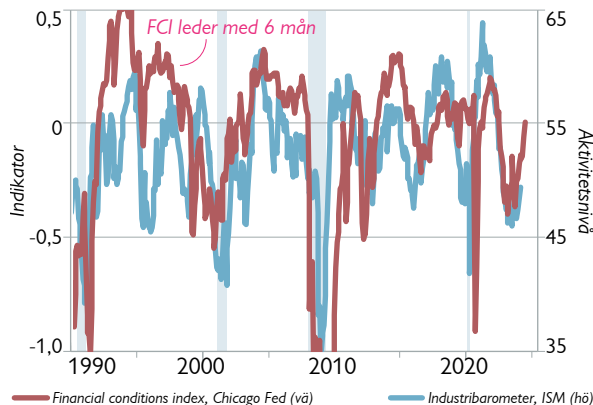
Indikatorer för kreditåtstramning



- *Hushållen står pall.* De amerikanska hushållen har tappat köpkraft och nu ökar betalningsanmärkningarna på kreditkort och billån. Generellt har USA:s konsumenter dock haft gott om sparkapital och klarat sig bra – detaljhandeln fortsätter att imponera. På bostadsmarknaden har priserna vänt upp. Snart borde sparandet sina i USA, men många har jobb och köpkraften ökar igen (se graf till vänster på motstående sida). I vissa länder i Europa är köpkraften redan på väg upp, på andra håll väntas det ske inom kort – däribland i Sverige. Hushållen i Europa har dessutom en hel del sparande kvar.

KONJUNKTURLYFT EFTER FED-SKIFTE

Investeringsmiljö och industri, USA

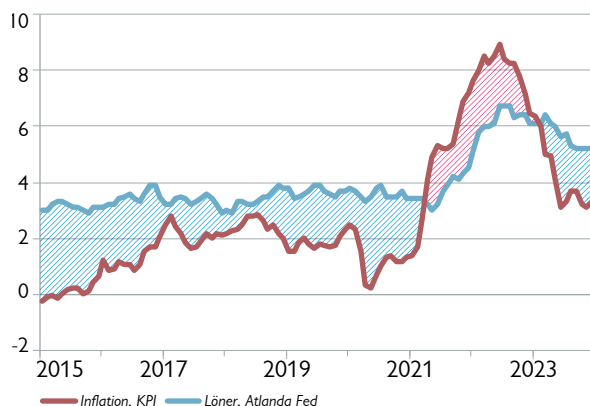


- *Barometrar stabiliseras.* Industribarometrar indikerar avtagande aktivitet globalt. USA:s tunga industribarometer ISM har hållit sig över den kritiska recessionsnivån 45 och trendar nu uppåt. Orderindexet i ISM indikerar expansion för första gången på ett och ett halvt år. Detta och att lagernivåerna normaliserats inger tillförsikt. De globala industri- och tjänstebarmetrarna är förenliga med mjuklandning (se graf till höger på motstående sida). Europeiska barometrar har blivit mindre dystra. Ett svagare Kina med överkapacitet och deflation strävar dock efter att öka sin export till Europa, inte minst av elbilar – det kan utmana den europeiska industrin.

När räntan nu har toppat och inflationen faller kommer den svenska ekonomin att gynnas. Redan nu syns goda nyheter: Sedan våren 2023 har hushållen blivit mer optimistiska och detaljhandeln visat livstecken.

HUSHÄLLENS KÖPKRAFT ÖKAR

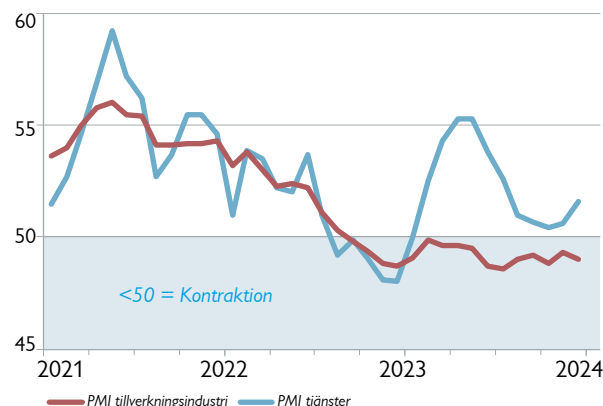
Inflations- och löneutveckling, USA, procent



- *Starka arbetsmarknader, bättre konsumentförtroende.* Arbetsmarknadssignaler är bakåtblickande, men relevanta för att bedöma kraften i en konjunkturavmattning. I USA svalnar arbetsmarknaden: Färre byter jobb frivilligt, antalet lediga platser minskar och löneökningstakten har kommit ned. Arbetslösheten är emellertid nästan rekordlåg, under 4 procent – omfattande varsel lyser med sin frånvaro. I Europas svagare ekonomier, som Sverige och Tyskland, har arbetslösheten stigit, men ganska måttligt, och hushållen ser allt ljusare på framtiden.
- *Asien: styrka utanför Kina.* Kina hankar sig fram med utmaningar som en punkterad fastighetsbubbla, deflation, pessimistiska hushåll, skuldsatta regioner, nyckfulla regleringar och krympande utländska direktinvesteringar. Riktade stimulanser har aviserats, men bred optimism lär kräva mer kraftfulla konsumtionsstimulanser. Indien, däremot, ser stark inhemsk

MOT EN MJUKLANDNING

Globala konjunkturbarometrar

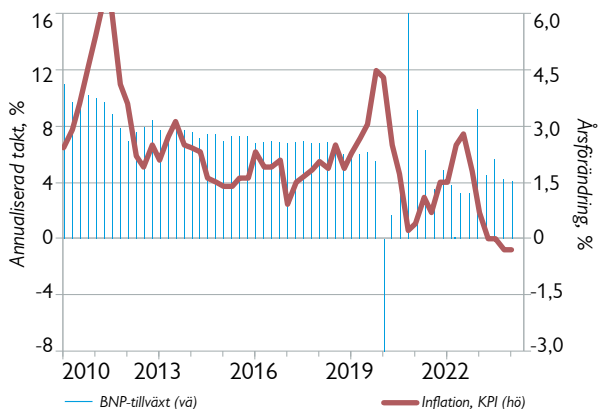


efterfrågan och regeringen ökar investeringarna inför vårens val. Japan lär se en växande nominell BNP om löner och inflation lyckas få fotfäste efter en lång period av ultralätt penningpolitik och nu också mer stimulatív finanspolitik.

- *Sverige bromsade tidigt, vänder tidigt?* Svensk ekonomi är mycket räntekänslig givet en hög privat skuldsättning med en hög andel rörlig ränta. Ränteuppgången slog därför snabbare här än i många andra länder. När räntan nu har toppat och inflationen faller kan den svenska ekonomin gynnas. Det syns redan goda nyheter: Sedan våren 2023 har hushållen blivit mer optimistiska och detaljhandeln visat livstecken. I föregående strategirapport skrev vi om just detta – sedan dess har flera konsumentrelaterade bolag levererat urstarka rapporter och en mer positiv Sverigebild är på väg att etablera sig.

KINAS UTMANINGAR

Tillväxt och inflation, Kina



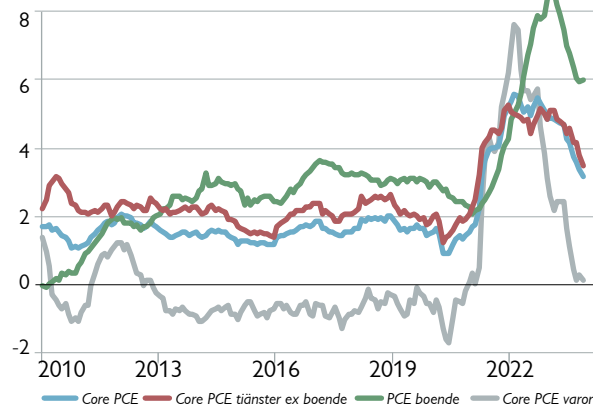
Inbromsning knäcker inflationen?

Konsensus spår att inflationen faller till 2,5 procent i både USA och Europa under 2024. Nu har den enkla delen av inflationsfallet avverkat, då stora prisökningar på exempelvis råvaror och fraktrater från 2022 fallit ur jämförelsetalen. Framåt riskerar varuinflationen att stiga till följd av dyrare olja och högre fraktkostnader – detta behöver motverkas av allt lägre tjänsteinflation (se graf ovan till höger), som är mer löneberoende.

Att USA:s inflation redan har kommit ned så tydligt talar för fortsatt nedgång när konjunkturen tappar mer fart. Särskilt hoppfullt är att ledande indikatorer pekar mot svagare arbetsmarknad och en löneökningstakt i USA ned mot 3 procent (se graf till vänster på motstående sida), förenligt med 2 procents inflation. Bred och snabb implementering av AI skulle ytterligare kunna lyfta produktiviteten och tillväxten, och dämpa inflationstrycket.

INFLATION: DET SVÄRASTE ÄR KVAR

Kärninflation, USA, procent



Ännu starkt räntefokus

Aktiemarknaden fortsätter att styras betydligt mer av ränte- än av vinstutvecklingen. Denna starka samvariation för ränte- och aktiemarknaderna gör det svårt att skydda portföljen. Korrelationen borde förändras när inflationen närmar sig centralbankernas mål, räntemiljön normaliseras eller om vi får en recession. Än så länge ser vi dock inget av detta (läs mer om sambandet på sidan 27).

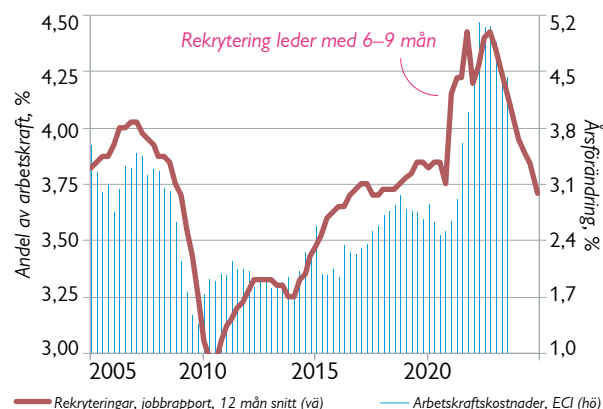
VINSTER: VISS MARGINALRISK

Vinstrevideringstrenden bland aktieanalytikerna är ganska neutral i USA, men svag i Europa (se graf till höger på motstående sida). Börsbolagens vinster tickar på utan tydlig global revideringstrend. Efter att ha minskat under tre kvartal har vinsterna i USA vänt upp, och vi tror på vinstökningar i år som bör stödja börsen.

Trots en BNP-tillväxt över det normala i fjol, och en miljö där det länge var lätt att höja försäljnings-

LÖNEINFLATIONEN PÅ VÄG NED

Rekryteringar och lönetryck, USA

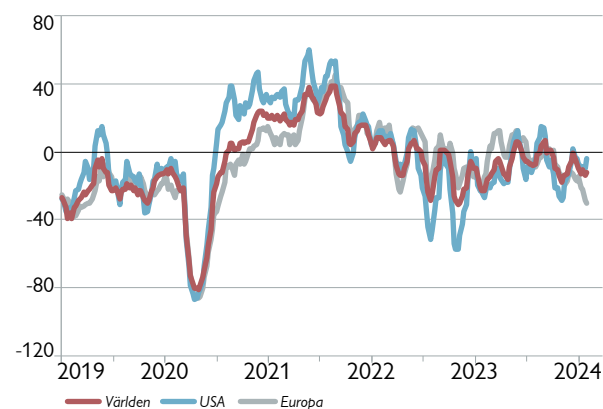


priserna, så stagnerade vinsterna för S&P 500-bolagen. Förklaringen var svaga eller fallande vinster i energi-, råvaru- och hälsovårdssektorerna. I år räknar aktieanalytikerna med att dessa sektorer bidrar till att lyfta den totala vinsttillväxten – både i USA och globalt. I föl föll priset på både olja och industrimetaller, så jämförelsetalen blir gynnsammare i år. Samma sak för hälsovårdssektorn, som i år slipper tuffa pandemirelaterade jämförelsetal.

I år väntas vinsterna öka med 10 procent både i USA och globalt enligt aktieanalytikerna, och med 5 procent enligt de mer makrofokuserade strategierna. Analytikerna räknar med en försäljningsökning på cirka 5 procent, rimligt givet att den nominella BNP-tillväxten borde landa

AVSLAGEN VINSTSYN

Vinstprognoser, nettokvot upp- minus nedrevideringar



kring 6–7 procent. Marginalerna är däremot redan höga och möter nu en sämre konjunktur. Dessutom försvinner en rad medvindar för lönsamheten.

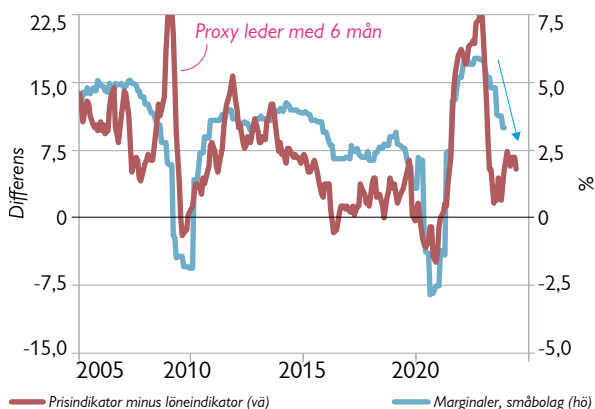
Lägre inköpskostnader men löne- och priskrisker

Många bolag rapporterar lägre inköpskostnader, medan annat, som räntekostnader och hyror, stiger. Löneökningstakten ligger på historiskt höga nivåer och löner är ganska trögrörliga. Flaskhalsar och leveransproblem har normaliserats, men nu störs sjöfarten vid Röda havet av attacker som kan fortsätta i månader (se sidan 17). Vissa fraktrater har fördubblats och tillverkningsindustrin har svårt att rekrytera. Svagare konjunktur gör prishöjningar svårare i

Analytikerna räknar med en global försäljningsökning på cirka 5 procent, rimligt givet att den nominella BNP-tillväxten borde landa kring 6–7 procent. Marginalerna är däremot redan höga och möter nu en sämre konjunktur.

MARGINALPRESS PÅ VÄG?

Marginalproxy för småbolag, USA, 3-månaderssnitt



år. Förmågan att höja priserna går ofta hand i hand med lönsamhet och vinstutveckling, och vi befarar en viss marginal- och vinstpress (se graf ovan).

Svenska vinster dämpas av SEK och sektormix

För svensk del har prognoserna redan reviderats ned till 4 procents vinststillväxt. Verkstadsvinsterna hålls tillbaka av kronförstärkningen, medan bankvinsterna pressas av lägre räntor, svag kredittillväxt och något högre kreditförluster. Fyra sektorer som kommer att visa stora vinstförbättringar globalt efter ett svagt 2023 är energi, råvaror, hälsovård och *tech* – de är små på Stockholmsbörsen, vilket dämpar vår relativa vinststillväxt.

VÄRDERING: INTE SÅ ANSTRÄNGD

Investera har ökat sin aktieexponering, men det syns få tecken på den typ av marknadseufori som brukar föregå stora börsnedgångar. Förra årets börsuppgång var smal: Mätt i kronor steg S&P 500 med 22 procent, medan ett likaviktat USA-index endast steg med 7,5 procent. Motsvarande siffror för ett världsindex var 18 procent respektive 5 procent.

Positivt är att fler sektorer sedan börsbotten i slutet av oktober har bidragit till uppgången. 2024 har återigen inletts med en smalare börsuppgång, som drivits av *tech*. I det högre ränteläget är ränteplaceringar, även penningmarknadsfonder, ett tydligt alternativ till aktier även ur avkastningsynpunkt, inte bara som lågriskplacering/recessionsskydd.

I dagsläget värderas de flesta regioner utom USA på normala P/E-talsnivåer. Hit hör Europa, Japan, övriga Asien samt tillväxtmarknaderna. Den *tech*-dominerade amerikanska börsens P/E-tal är betydligt högre än det historiska genomsnittet. De sju största bolagen (alla med *tech*-inslag) steg med 100 procent förra året och utgör nu nästan 30 procent av börsindex i USA. Om hänsyn tas till att *Magnificent Seven* har högre vinststillväxt och kassaflödesgenerering än börsen så ser bolagens värdering inte lika ansträngd ut. Värderingen av ett USA-index som är likaviktat (eller där *Magnificent Seven* exkluderas) är mer i linje med historien sedan 2016

Den *tech*-dominerade USA-börsens P/E-tal är betydligt högre än det historiska snittet. Värderingen av ett USA-index som är likaviktat (eller där *Magnificent Seven* exkluderas) är endast något högre än normalt.

FLASKHALSAR

Pirater kapar världshandeln

Världshandeln är beroende av ett fåtal nautiska flaskhalsar. Med relativt små medel kan organiserad pirat- och rebellverksamhet göra strategiska farleder opasserbara.

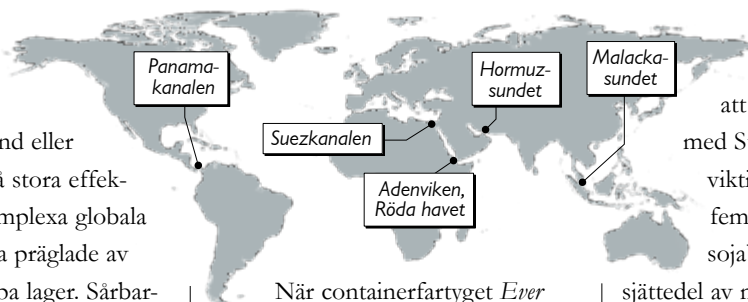
Globalt fraktas

över 80 procent av
allt gods till sjöss.

Blockeras viktiga sund eller
kanaler så kan det få stora effekter på de alltmer komplexa globala försörjningskedjorna präglade av *just-in-time* och knappa lager. Sårbarheten blev tydlig under pandemin.

En ny våg av pirat- och rebell-attacker äger rum mot handelsfartyg i Röda havet och Adenviken som passerar av fartyg på väg till Suezkanalen. Många rederier, däribland danska jätten A.P. Møller-Mærsk, har valt att undvika området och ta omvägen via Godahoppsudden. Fraktraterna mellan Asien och Europa har stigit kraftigt, i vissa fall med över 200 procent på kort tid. Framöver kan dyrare frakt öka inflationstrycket.

Varje år passerar cirka 30 procent av all containertrafik Suezkanalen.



När containerfartyget *Ever Given* i mars 2021 gick på grund och blockerade Suezkanalen i sex dagar blev det en världsnyhet.

OLJA OCH LIVSMEDEL

Den viktigaste flaskhalsen i världen är det 5 kilometer breda *Malackasundet* i Sydostasien, som länkar samman södra Kina med Indiska oceanen. Cirka 40 procent av världshandeln passerar sundet. Enligt internationella sjöfartsorganisationen IMO:s senaste månatliga piratrapport skedde fyra incidenter i Malackasundet i november.

Panamakanalen, färdigställd 1914 för att förbinda Atlanten med Stilla Havet, är en annan viktig passage. Runt en femtedel av den globala sojabönexporten och en

sjättedel av majsexporten passerar sundet på väg från USA och Brasilien till Asien, enligt den tyska konsultfirman Roland Berger. För tillfället begränsar låga vattennivåer transportkapaciteten.

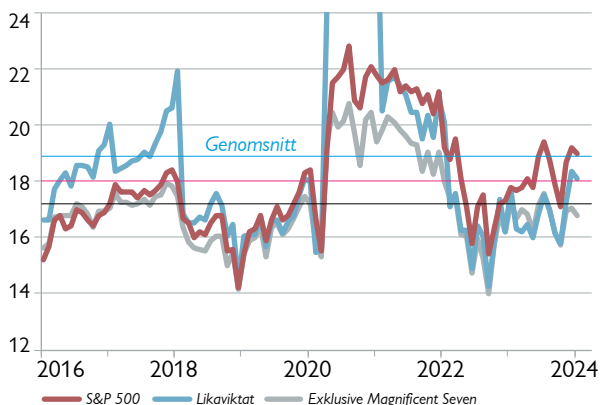
På oljemarknaden är *Hormuzsundet*, mellan Iran och Oman, och *Malackasundet* de två viktigaste flaskhalsarna. Drygt en tredjedel av världens totala oljeutbud passerar där, enligt internationella energirådet IEA.



120 piratattacker mot fartyg ägde rum globalt 2023, något fler än 2022, enligt ICC International Maritime Bureau.

RIMLIG VÄRDERING UTAN TECH

P/E-tal, USA-börsen



(se graf ovan) – i ett längre perspektiv är värderingen dock lite högre än normalt.

Att index efter förra årets *tech*-rally nu domineras av några få bolag innebär sårbarhet för vinstbesvikelser eller förändrade framtidsutsikter för just dessa företag. En rad rättsprocesser gällande konkurrensbegränsning pågår mot bland annat Google, Apple, Meta och Amazon. Juridiska bakslag utgör därmed en risk, liksom oro för ny AI-reglering. *Tech*-rapporterna för fjärde kvartalet har varit starka, men inte riktigt infriat investerarnas höga förväntningar.

RÄNTOR/LIKVIDITET: FED ÄR REDO

Historien visar att börsen ofta är starkare under perioden med räntepaus, där vi är nu, än när sänkningarna väl börjar levereras (sannolikt under andra kvartalet).

Börsen föredrar räntepaus framför sänkning

Efter de fem tillfällen då Fed slutat strama åt sedan 1989 har S&P 500 stigit i genomsnitt 16,5 procent de följande tolv månaderna (se tabell på sidan 27). I innevarande cykel höjde Fed senast i slutet av juli, och sedan dess har S&P 500 stigit med 5 procent. Börsens utveckling ett år efter den första räntesänkningen i de fem sänkningssyklerna sedan 1989 är en snittuppgång på endast 1,5 procent. Det beror på att räntesänkningarna ofta har skett i samband med en recession som inneburit fallande vinster. Denna gång sänks räntan av inflationsskäl, snarare än på grund av recessionshot. Likväl kan räntesänkningarna, när de väl kommer, göra investerare oroliga för konjunkturstyrkan.

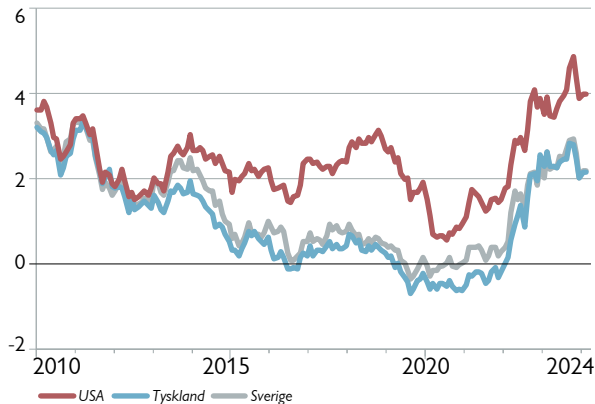
Rimliga förväntningar på Fed

När ränteoron kulminerade i mitten av oktober nådde den amerikanska tioårsräntan nästan 5 procent. Därefter vände räntorna ned och fick ytterligare stöd av Feds skifte i mitten av december. Nu prisar räntemarknadens terminskontrakt in att Fed sänker ned mot rimliga 4 procent. Styrräntan på 5,25–5,50 procent ligger 150 punkter över

Fed är tydlig med att centralbanken vill se en längre periods låg inflation. Därför kommer den första räntesänkningen sannolikt först i maj. Nu prisar räntemarknadens terminskontrakt in att Fed sänker ned mot 4 procent.

LUGNARE RÄNTEMARKNAD

10-åriga obligationsräntor, procent

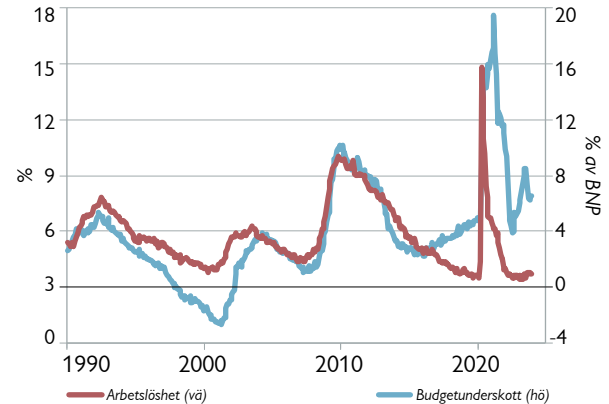


kärninflationen runt 4 procent. En styrränta på 4 procent och en inflation som i linje med konsensusförväntningarna faller till cirka 2,5 procent skulle innebära en oförändrad kort realränta. Möjligen är det oron för att en högre realränta ska utlösa recession som får Fed att vilja sänka. En ganska flack avkastningskurva (där styrräntan och tio-årsräntan är på ungefär samma nivå) är också rimligt mot bakgrund av en ekonomisk tillväxt under 2 procent.

Fed är tydlig med att centralbanken vill se en längre periods låg inflation. Därför kommer den första räntesänkningen sannolikt först i maj, vilket rimmar mer med historien. Den genomsnittliga räntetakspausen sedan 1989 har varit cirka 8,5 månader. Det skulle innebära en första sänkning i mitten av april (Fed har möten den 20 mars och den 1 maj).

SVAGA FINANSER TROTS BRA KONJUNKTUR

Jobbmarknad och statsfinanser, USA



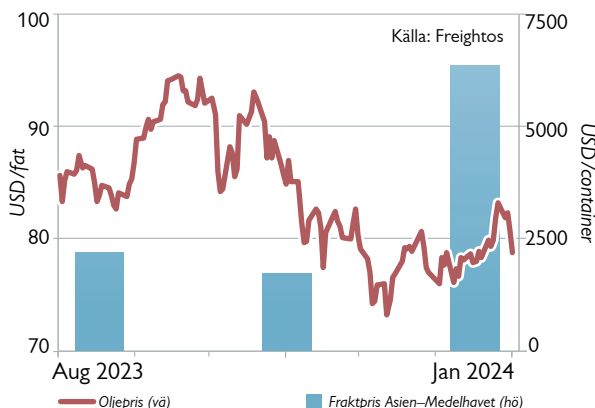
Även ECB har blivit duvaktig

På World Economic Forum i Davos i januari svängde även ECB-chefen Christine Lagarde plötsligt och indikerade räntesänkningar till sommaren. I samma andetag uttryckte hon att marknadsförväntningarna var väl aggressiva. Den svaga tillväxten talar för mer expansiv penningpolitik även i Europa, men ett par faktorer gör att räntesänkningarna sannolikt dröjer längre och/eller blir mer måttliga än i USA. Dels är löneökningstakten alltjämt hög, dels gör kollektivavtal lönerna mer trögrörliga än i USA. Riksbanken fortsätter troligen att följa ECB.

Lägre inflation och styrräntesänkningar är normalt en bra miljö för obligationer. Obligationsräntorna har emellertid redan fallit – i USA till 4 procent, där nominell BNP-tillväxt för året tros hamna, och i Europa och Sverige till låga 2–2,25 procent, vilket innebär obefintliga till negativa realräntor. Vi håller dock inte med om att en amerikansk obligationsränta på 4 procent innebär att

OLJA OCH FRAKT BLIR DYRARE

Oljepris och fraktrater



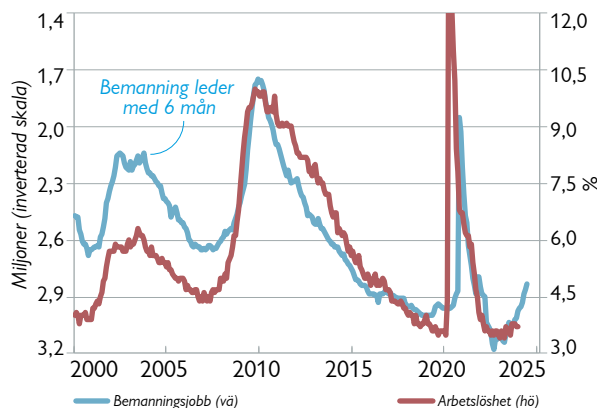
en recession är inprisad. Givet vår marknadssyn och tro på en mjuklandning förefaller en sidledes utveckling för långräntorna vara mest sannolik, förmodligen med lägre räntevolatilitet än 2023.

Risk för högre långräntor

Obligationsköparna skulle bli oroad vid tecken på att inflationen vänder upp igen. Det kan ske antingen till följd av stark konjunktur, eller om löneinflationen förblir seglivat hög trots att arbetsmarknaden tydligt försämrats (likt i Storbritannien). Andra orosmoln är att USA trots god konjunktur redan har ett stort budgetunderskott som ska finansieras (se graf till höger på föregående sida)

SIGNAL OM SVAGARE JOBBMARKNAD

Arbetsmarknad, USA



och att Fed drar ned på sina obligationsköp. En stramare penningpolitik i Japan skulle också kunna ge uppåtttryck på långräntorna i väst – nyckelfaktorn för Bank of Japan verkar vara avtalsrörelsen i mars/juni.

RISKER OCH ALTERNATIVA SCENARIER

- *Inflationsrisker:* Kriget i Mellanöstern utgör en tydlig inflationsrisk som kan påverka aktiemarknaden negativt. Om Israel/Iran-konflikten trappas upp kan oljepriset rusa, och stängs Hormuzsundet kan fraktrater och handel påverkas kraftigt (se sidan 17). Eskalerade spänningar i Ukraina eller Taiwan skulle också kunna påverka såväl handeln som priserna på

Kriget i Mellanöstern är en inflationsrisk, men stigande råvarupriser ger främst inflation när efterfrågan är stark, så i frånvaro av större störningar ser vi gradvis lägre inflation när konjunkturen bromsar.

livsmedel, energi och halvledare. Stigande råvarupriser ger främst inflation när efterfrågan är stark, så i frånvaro av större störningar ser vi gradvis lägre inflation när konjunktoren bromsar.

- **Konjunkturrisiker.** Om inflationstrycket ökar igen kan det i förlängningen pressa den ekonomiska aktiviteten via högre räntor och svagare köpkraft. Mer troligt är att en tvärare inbromsning här och nu (*hard landing*) skulle utlösas av eftersläpande effekter av centralbankernas åtstramning: Den nya, tuffare finansieringsmiljön kan få bolag att nå en smärtgräns där de plötsligt bromsar investeringarna och säger upp personal – då kan arbetslösheten stiga snabbt.

Andra orossignaler som bör bevakas är raset i tjänstesektorns sysselsättningsindikator och i vissa regionala barometrar i USA, samt den plötsliga detaljhandelsförsämringen i Storbritannien i december. Flera indikatorer, som allt färre bemanningsjobb, tyder på att arbetslösheten i USA inom sex månader stiger från under 4 procent till 5 procent, vilket kan skapa oro (se graf till höger på motstående sida). Ett annat tillväxthot är om Kinas ekonomiska problem och motvilja att stimulera får landets ekonomi att bromsa in än mer. Hittills har ekonomierna varit enormt motståndskraftiga, och som tur är behöver hushållen i väst inte skuldsanera. Bankerna har dessutom stora kapitalbuffertar, vilket bör förhindra en djup recession.

MORGONLUFT FÖR KRONAN

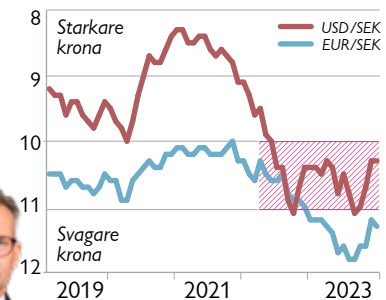
Riksbankens vältajmade intervention på valutamarknaden har givit välkommet stöd till den svaga svenska kronan. Kortsiktigt ser EUR/SEK ut att handlas sidledes, med 11 kronor som en bra nivå att skifta från SEK till EUR, och 11,50 kronor vice versa.

I ett scenario med mjuklandning i år, där världsekonomin undviker recession samtidigt som centralbankerna normaliserar med räntesänkningar, skulle kronan sannolikt stärkas. Ett Nato-inträde och en mer expansiv finanspolitik med fokus på infrastrukturinvesteringar vore också positivt. En riksbank som sänker styrräntan

i förtid, eller ytterligare ekonomisk försämring i viktiga handelspartner som Tyskland och Kina, skulle däremot tynga kronan.

Det senaste året har dollarn handlats sidledes mot euron och andra europeiska valutor. Den högt värderade dollarn och USA:s beroende av kapitalinflöden står mot bättre tillväxtutsikter, överlägsenhet inom teknologi och mer stöd från realräntor. Om konsensusynen att vi får en mjuklandning blir verklighet, består

VÄLKOMMET STÖD SEK mot USD och EUR



Erik Thedéen
säljer dollar
och euro.

troligen intervallet 1,05–1,12 i EUR/USD tills vi närmar oss USA-valet. Det motsvarar ett intervall i USD/SEK på 10–11 kronor.

Foto: Johanna Hamn/Riksbanken

TEKNISK ANALYS

Valfaktorn talar för USA-börsen

S&P 500 har satt nytt rekord och valårshistoriken indikerar fortsatt uppgång. Även i Europa och Sverige ser vi fortsatt positiva tekniska grundscenarier.

USA: TANGERAR TOPP

Det amerikanska S&P 500-indexet bottnade i slutet av oktober, steg med hela 17 procent på drygt två månader och noteras när detta skrivs strax över tidigare rekordnivåer från årsskiftet 2021/2022. Decennium-trenden, den riktigt långa kurvan, pekar fortfarande upp sedan botten 2009. Efter ett par års konsolidering från början av 2022 har S&P 500 nyligen brutit igenom det viktiga motståndet vid drygt 4 800. Så länge S&P 500 håller sig över

den nivån signalerar det att indexet befinner sig i en ny *bull market*-fas.

Alla analysmetoder – tekniska, fundamentala och makrobaserade – bottnar i sannolikheter. Sannolikheten för ett visst utfall når aldrig 100 procent. 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.

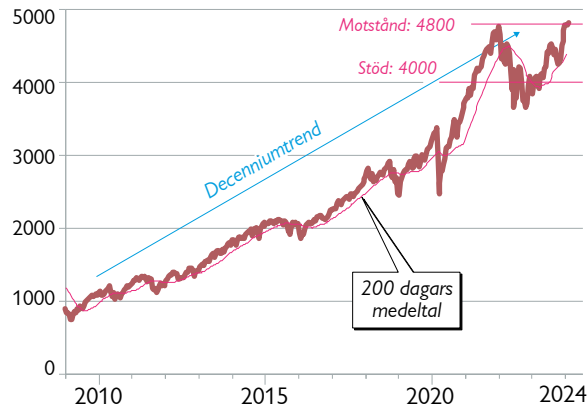
Min positiva syn bygger på flera faktorer. Ett viktigt skäl är den långsiktigt positiva trenden där negativa nyheter inte biter. Trots en uppsjö tråkiga besked under i stort sett hela 2023 noteras S&P 500 över tidigare rekordnivåer. Dessutom är 2024 ett valår. Presidentens mandatperiod omfattar fyra kalenderår: *post-election*, *midterm*, *pre-election* och *election*. Statistiken sedan 1833 visar att *pre-election*-året är det klart starkaste i denna presidentcykel, med en snittutveckling på 10,4 procent och stigande kurser i 74 procent av fallen. *Election-year* är ett positivt börsår i 68 procent av fallen, med en snittuppgång på 6,0 procent. Svagast är utvecklingen för *post-election*- och *midterm*-åren, där snittavkastningen är dryga 3 procent respektive knappa 4 procent.

Foto: Library of Congress



USA: PÅ NYA REKORDNIVÅER

S&P 500



I höstens USA-val kandiderar troligen den sittande presidenten Joe Biden. Varför är det intressant? Jo, för att börsen har en tydlig tendens att utvecklas starkare när en sittande president kandiderar. När så inte är fallet har den genomsnittliga avkastningen närmast sig -2 procent. Motsvarande siffra när den sittande presidenten kandiderar ligger på nära 13 procent. Alltså en enorm skillnad.

Sammantaget ser den tekniska analysen stark ut och indikerar ett positivt börsår, men självklart kan saker och ting hända som förändrar bilden.

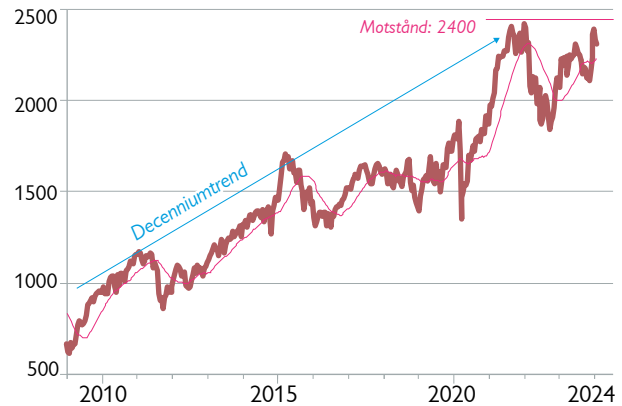
Om S&P 500 skulle vända ned under 4 000-området, och småbolagsindexet Russell 2000 går under cirka 1 600, vore det illavarslande. Så länge det inte sker är grundscenariot positivt.

EUROPA: VISAR STYRKA

Börserna i Europa visar styrke-tecken. De flesta index noteras på antingen nya rekordnivåer eller flerårshögsta. Att börserna stiger trots många negativa omvärldsfaktorer signalerar ett positivt underliggande sentiment.

SVERIGE: INGEN TOPP KAN SKÖNJAS

OMXS30

**SVERIGE: USA DRAGLOK?**

Decenniumtrenden i OMXS30 pekar uppåt och jag ser inga tecken på att den är på väg att toppa. 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.

I ett positivt USA-scenario, där S&P 500 passerar 5 000-zonen, kan OMXS30 sannolikt nå högre nivåer.

**Johnny Torsell**

Teknisk analytiker

Optimal pist – än så länge

PORTFÖLJSTRATEGI. **Vi behåller övervikt mot svenska och globala aktier på bekostnad av räntebärande och alternativa placeringar. Ökad riskaptit talar för småbolag och eftersläntrare.**

I slutet av september argumenterade vi för en neutral börssyn i strategirapporten *Selektiv aptit*. Marknaden präglades av en kamp mellan å ena sidan en starkare ekonomi än förväntat, å andra sidan en bekymmersam ränteuppgång. Även i räntebärande och alternativa tillgångar förordade vi en neutral vikt. Vi poängterade att ränteutvecklingen förmodligen skulle vara avgörande för börserna, som under den föregående perioden. En börssättning under hösten, som det ofta blir, skulle kunna ge ett läge att köpa mer aktier, resonerade vi. Och precis så blev det.

I början av november lyfte vi aktievikten i våra portföljer till övervikt. Börserna hade då fallit tre månader i rad och investerarnas riskaptit hade tydligt avtagit. Utan utpräglad preferens för svenska eller utländska aktier viktade vi upp båda. Aktieköpen finansierades med kapital

från ränteplaceringar, som är det mest likvida defensiva alternativet i våra portföljer. Även om vi hade en positiv syn på räntepapper, såg vi helt enkelt mer potential i aktiemarknaden.

Året avslutades sedan med ett kraftigt börsrally. Katalysatorn för den snabba omsvängningen var ett rejält ränteras. Inflationstatistiken förbättrades och tongångarna från centralbankerna blev mer duvaktiga. Finansmarknaderna tog i vanlig ordning genast till sig den nya centralbanksretoriken och började spekulera i kommande räntesänkningar. Den amerikanska tioårsräntan sjönk med omkring 1 procentenhet under november och december, medan ett världsindex på aktiemarknaden steg med nästan 15 procent. En fantastisk julklapp för många investerare.

I KORTHET

Efter ett stökigt börsår började vi övervikta aktier i början av november i fjol. Den globala aktiemarknaden avslutade sedan året starkt. I inledningen av 2024 ser vi utsikter till en fortsatt god börsutveckling driven av en hygglig konjunktur och normaliserade räntor. Övervikten mot aktier fördelas jämnt mellan utländska och svenska aktier.

Ett positivt tecken är att börsuppgången har blivit bredare, och inkluderat även småbolagen. Ur ett allokeringssperspektiv är den positiva korrelationen mellan aktier och räntepapper ett bekymmer. Framöver borde samvariationen minska.

Inom globala aktier har vi minskat undervikten mot USA:s *tech*-jättar. Vi ser fortsatt värde i Japan, småbolag

och på flera tillväxtmarknader. I Sverige har vi ökat i småbolag, liksom i några eftersläntrande storbolag.

Övervikten mot aktier finansieras med undervikt mot såväl räntebärande som alternativa placeringar. I räntedelen är amerikanska bostadsobligationer ett nytt innehav. Portföljen Alternativa Investeringar behåller en stor allokering mot *global macro*.

GRUNDPORTFÖLJER

Allokering

Grundtillgångsslag

	Stark undervikt	Undervikt	Neutral vikt	Övervikt	Stark övervikt
Globala aktier				→	
Svenska aktier				→	
Räntebärande investeringar		←			
Alternativa investeringar		←			

■ Aktuell vikt ■ Tidigare vikt

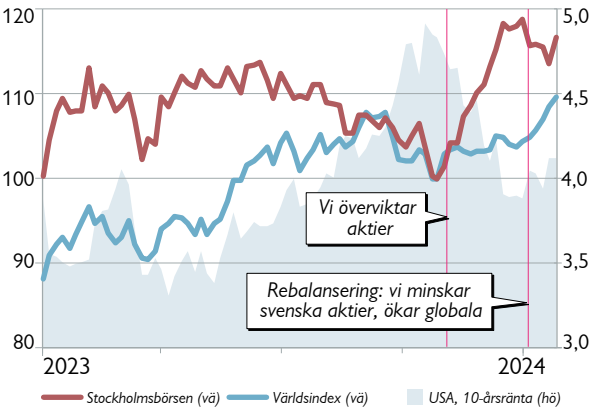
I början av januari rebalanserade vi allokeringen från svenska till utländska aktier. Sverige hade presterat betydligt bättre mätt i svenska kronor (se graf till höger) och portföljerna hade blivit för tungt exponerade mot svenska aktier. Samtidigt passade vi på att sprida ut undervikten jämnt mellan räntebärande och alternativa tillgångar genom att flytta kapital från de senare till de förstnämnda.

POTENTIAL FÖR BRA BÖRS

Under inledningen av 2024 har vi en portföljallokering med övervikt mot både svenska och utländska aktier samt undervikt mot räntebärande och alternativa placeringar. Börserna har startat året med en del vinsthemtagningar, samtidigt som räntorna har vänt upp något igen. Ränteutvecklingen tycks alltså fortsatt ange tonen. I det korta perspektivet är rekylen ingen överraskning efter fjolårets starka avslutning. Om det däremot visar sig att vi har påbörjat en period med stadigt stigande räntor igen, finns det fog att vara mer orolig. Detta är emellertid inte vårt huvudscenario (se avsnitten *Investeringsklimat* på sidan 10 och *Räntebärande investeringar* på sidan 65). Visst kan räntorna stiga en aning, men vår bedömning att räntetoppen

AKTIVITET I ALLOKERINGEN

Indexerad börsutveckling



nåddes i oktober förra året kvarstår. Mot bakgrund av hopp om ekonomisk mjuklandning och räntenormalisering ser vi potential för stark börsutveckling.

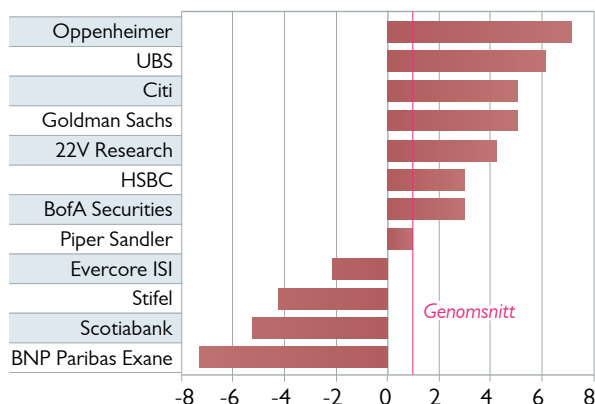
God riskapitet brukar tala för svenska aktier, men vi väljer att ha lika stor övervikt mot svenska och utländska aktier. Kronförstärkningen har gått fort och kan mycket väl reversera. En starkare valuta påverkar också vinststillväxten i Sverige negativt. Dessutom gillar vi teknologi- och läkemedelssektorerna, som är större utanför Sverige. Därmed blir det oavgjort mellan svenska och utländska aktier.

Den ekonomiska cykeln har betett sig ganska ovanligt de senaste åren i spåren av pandemi, krig i Europa, inflationschock, störningar i globala försörjningskedjor samt en normalisering av den tidigare ultrastimulativa penningpolitiken. Allt detta har gjort konjunkturen slagig och finansmarknaderna volatila.

Är vi nu på väg in i en mer normal utveckling, eller är de udda mönstren här för att stanna? Historiken talar för

FÖRSIKTIGA STRATEGER I USA

Prognos för S&P 500 helåret 2024, procent

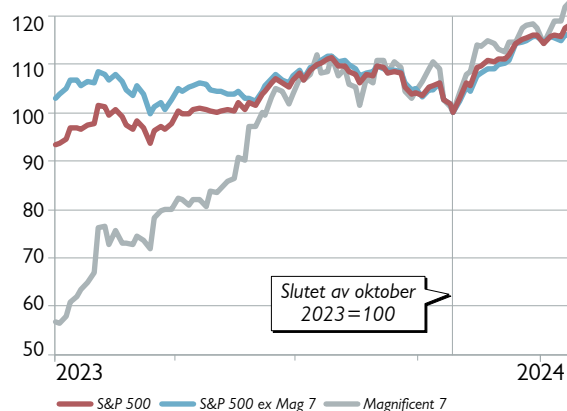


att vi mycket väl kan få en global lågkonjunktur i år, men den ekonomiska statistiken är än så länge starkare än väntat. Vår plan är därför att vara redo att ompröva vår syn så snart data pekar åt ett annat håll. Tills vidare bedömer vi att kombinationen av lättnader i penningpolitiken med en hyfsad konjunktur borgar för en god börsutveckling. Men knappast i samma takt som under slutet av fjolåret – då drevs uppgången sannolikt på av att många investerare som hade för lite aktier i portföljerna tryckte på köpnappen samtidigt.

I dag har investerarna sannolikt en betydligt mer balanserad positionering sedan många har ökat sin aktieandel. Vissa indikatorer tyder på att sentimentet

MER BREDD PÅ BÖRSEN?

USA, indexerad utveckling



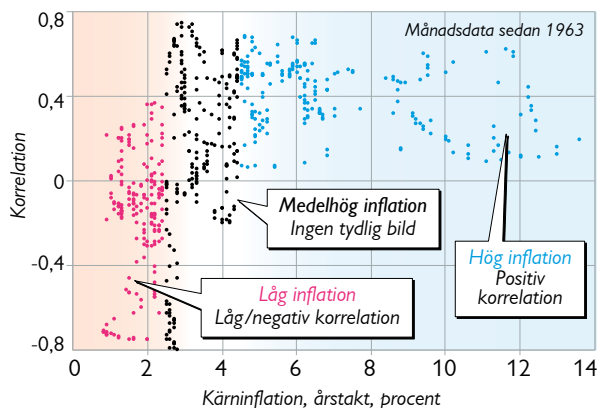
kortsiktigt har blivit lite väl positivt, men vi finner samtidigt stöd i att analytiker och strateger i USA fortsatt har en relativt försiktig syn på innevarande år. I genomsnitt räknar Wall Street-strateger med en i princip sidledes börs under resten av året (se graf ovan till vänster) och andelen köprekommendationer bland analytiker är lägre än normalt. Detta indikerar att långt ifrån alla har blivit optimister och att börsen skulle kunna klättra vidare.

Under fjolåret stod länge de amerikanska *tech*-jättarnas framfart i centrum, men mot slutet av året blev både den geografiska och bolagsspecifika bredden mycket bättre. Fler länder, sektorer och bolag har deltagit i uppgången. Inte minst har småbolagen vaknat till liv på slutet. Det är

I genomsnitt räknar Wall Street-strateger med en i princip sidledes börs under resten av året och andelen köprekommendationer bland analytiker är lägre än normalt. Detta indikerar att långt ifrån alla har blivit optimister.

NÄR SLUTAR RÄNTAN STYRA BÖRSEN?

Korrelation aktier/obligationer i olika inflationsmiljö, USA



ett hälsotecken att inte bara några få megabolag drar hela börslasset. Den ökade bredden signalerar att en positiv börssyn framstår som alltmer välgrundad.

Kinesiska aktier har fortsatt att gå kräftgång och har dragit med sig många tillväxtmarknadsfonder då Kina är den klart största marknaden. Kinabörserna tyngs av oro för konjunkturen i landet, men även för regulatoriska ingrepp i näringslivet och geopolitiska spänningar (läs mer om tillväxtmarknader i temaavsnittet på sidan 30).

KORRELATIONEN ETT BEKYMMER

Avkastningen på räntemarknaden samvarierar med avkastningen på aktiemarknaden. Fenomenet är angenämt när räntorna faller och börsen stiger, men desto tristare när pilarna pekar åt andra hållet. Portföljkonstruktion och portföljoptimering bygger på att olika tillgångsslag beter sig olika och tillsammans skapar en bättre helhet. Något förenklat syftar aktieinvesteringar till att skapa hög

HELLRE PAUS ÄN SÄNKNING

Börsutveckling (S&P 500, procent) ett år efter:

Feds sista höjning		Feds första sänkning	
1989	12	1989	13
1995	34	1995	18
2000	-12	2001	-14
2006	18	2007	-21
2018	31	2019	11
Genomsnitt	16,5	Genomsnitt	1,5

avkastning, medan ränteplaceringar ska skydda kapitalet med en viss värdeökning. Om räntepapper inte skyddar portföljen vid börsnedgångar förändras dynamiken. De senaste åren har präglats av detta problem (se diagram på sidan 72).

Boven i dramat har varit den höga inflationen och att vi kommer från en period med nästan obefintliga räntor. Det historiska mönstret skvallrar om att korrelationen mellan aktier och räntor blir positiv när inflationen stiger över 4 procent (se graf ovan till vänster). För hög inflation är alltså dåligt för både aktier och räntepapper. Vid mer normal inflation minskar korrelationen tydligt och tillgångsslagen börjar bete sig mer olika, vilket är att föredra ur ett portföljperspektiv. Givet grundscenariot att inflationen fortsätter nedåt en bit till, bedömer vi att den positiva korrelationen mellan tillgångsslagen borde avta framöver.

Alternativa investeringar kan addera värde

Alternativa tillgångar är en annan defensiv byggsten vid portföljkonstruktion. Dessa har fungerat bättre som diversifiering och fyller således en funktion i portföljen,

även om den absoluta avkastningen inte varit på topp. När både aktier och ränteplaceringar tog mycket stryk under 2022 stod alternativa placeringar emot. Råvaror, som guld och olja, har på sistone fungerat bra som diversifierande portföljinslag. Vissa menar att de amerikanska teknologijättarna numera är att betrakta som ett tillgångslag i sig, då de haft en förmåga att avkasta bra i olika räntemiljöer. Vår portfölj Alternativa Investeringar söker exponering mot just okorrelerade investeringar och kan därför addera värde när både aktier och företagsobligationer pressas. I den defensiva delen av portföljallokeringen ser vi ganska bra avkastningspotential i ränteplaceringar. Vi väljer ändå att av just diversifieringsskäl finansiera vår övervikt mot aktier med en jämn fördelning av undervikten mot räntepapper och alternativa placeringar.

ALLOKERING

Globala aktier: övervikt

I vår breda portfölj med fonder och ETF:er (Utländska aktier) har vi minskat undervikten mot *tech*-jättar i USA. Vi ser potential och värde i småbolag, Japan, på flera tillväxtmarknader och inom energi- och gruvbolag. Vi har en neutral syn på Europa. Cirka 20 procent av portföljen är investerad i små och medelstora bolag med ett marknadsvärde under 10 miljarder dollar, och vi har ökat allokeringen mot amerikanska småbolag.

Vår portfölj med enskilda aktier (*Global Stock Picking*) har en kärna av innehav kopplade till teknologisektorn och energiomställningen. Microsoft är det största innehavet, men vi äger även Apple, Google, Nvidia och Tesla. Vikten i Apple har minskats. Andra betydande innehav är Infineon, Nexans och TSMC.

Svenska aktier: övervikt

I samband med att vi anlade en mer positiv syn på aktiemarknaden i stort under slutet av förra året valde vi att öka andelen småbolag i portföljen. Lagercrantz, Lindab, Fortnox, Cargotec, Dometic och XACT Svenska Småbolag ETF är några småbolagsinnehav som verkligen fått upp ångan på slutet och som vi fortsätter att äga. Bland verkstadsbolagen fortsätter vi att premiera rimligt värderade bolag. Volvo är vårt största innehav, men även Sandvik, Assa Abloy och ABB finns representerade.

När både aktier och ränteplaceringar gick mycket svagt under 2022 stod alternativa placeringar emot. Råvaror, som guld och olja, har på sistone fungerat bra som diversifierande portföljinslag.

Bland börsens eftersläntrare har vi viktat upp Ericsson och Essity, men äger även Skanska. Vi har en förhållandevis neutral syn på fastigheter och behåller Balder som vårt val inom sektorn.

Räntebärande investeringar: undervikt

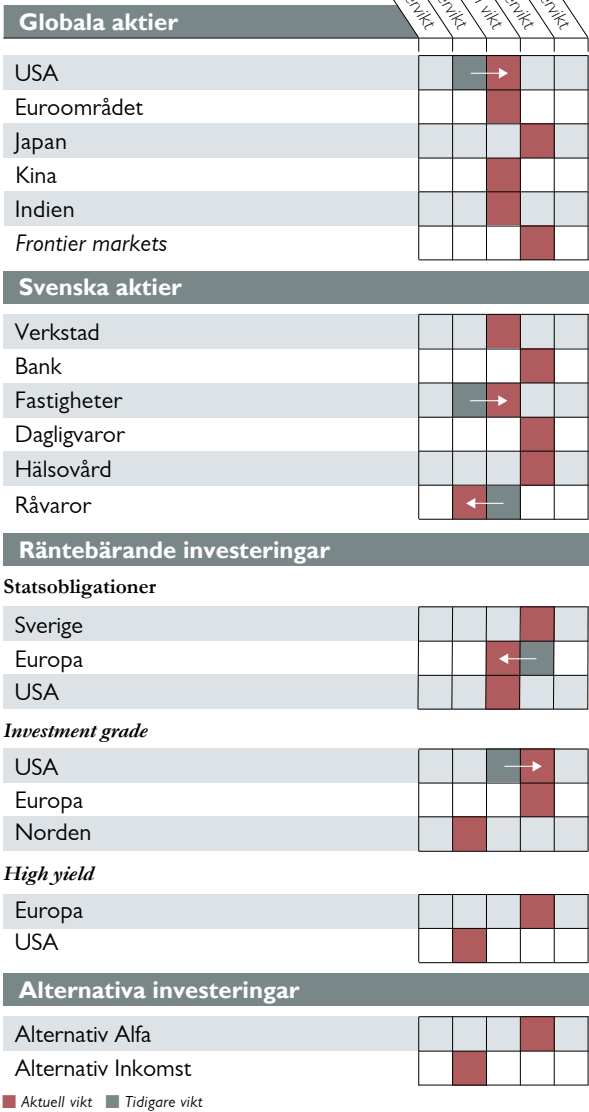
På övergripande nivå har vi något kort duration i portföljerna eftersom vi ser viss risk för att räntorna kan studsa upp på kort sikt. Vi överviktar *investment grade* och underviktar *high yield* då kreditspreadarna är under snittet. Positionen mot amerikanska realränteobligationer (så kallade TIPS, *treasury inflation-protected securities*) behålls som ett portföljskydd om inflationen skulle vända upp. Vi har även minskat övervikten mot europeisk *investment grade* och i stället köpt exponering mot amerikanska bostadsobligationer som ger bra avkastning. Inom *high yield* överviktar vi Europa jämfört med USA på grund av högre kreditkvalitet och högre kreditspreadar.

Alternativa investeringar: undervikt

Trots fjolårets mediokra avkastning behåller vi en stor allokering mot *global macro*-fonder. Marknaden är fortsatt datadriven och makrostyrd, något som dessa specialister bör kunna utnyttja. Under avslutningen av året valde vi att avyttra innehav inom förnybar energi och fastigheter och i stället öka allokeringen i existerande innehav, framför allt katastrofobligationer (*cat bonds*). Vi ser en fortsatt attraktiv avkastning i de sistnämnda på cirka 10 procent. Största innehav är volatilitetsstrategier, *global macro*, *distressed debt* och *cat bonds*. Vi placerar även selektivt i råvaror och valutor.

GRUNDPORTFÖLJER

Viktförändringar i urval



Emerging markets genererar 40 procent av världens BNP och har underpresterat det senaste decenniet. Förväntningarna på EM är nu lågt ställda, men historiken talar för avsevärd potential. Vi förordar aktiv förvaltning med selektiv exponering mot regioner.

Framtida tillväxt

Kinas intåg i världshandelsorganisationen WTO 2001 utgjorde startskottet för ett årtionde med ökad världshandel, *outsourcing* och enorma infrastrukturinvesteringar. Globaliseringen lyfte även flera andra tillväxtmarknader (*emerging markets*, EM) till nya höjder: 2011 hade EM-ländernas andel av världsindex ökat från 4 procent 2001 till hela 14 procent. Mycket talade för att utvecklingen skulle fortsätta och fler länder följa i Kinas fotspår. I de mer utvecklade EM-länderna fanns en tro på att investeringar i teknologi, en växande medelklass och ökad inhemsk konsumtion skulle ta ekonomier och företag till nästa nivå.

När vi nu går in i 2024 är situationen en annan. EM-index har över ett årtionde av svag utveckling bakom sig

(både i absoluta och relativa termer), medan EM-andelen i världsindex har fallit till 10 procent. Globalisering har bytts mot handelskrig, *reshoring* och ökade geopolitiska spänningar, framför allt mellan Kina och USA. Kinas vikt i världsindex är numera mindre än Apples, som tillsammans med Microsoft och Google har ett större börsvärde än alla EM-länder tillsammans. Många investerare ställer sig frågan om det är värt att lägga fokus på EM, eller om de lika gärna kan äga multinationella bolag på utvecklade marknader (*developed markets*, DM) och få sin exponering mot EM-tillväxten via dessa bolag.

För investerare på jakt efter en renodlad indexinvestering är frågan högst relevant. EM-index är fullt av

Indiens elektronik- och it-departement deltar i en parad på Republic Day i huvudstaden New Delhi i januari. Helgdagen högtidlighåller antagandet av landets konstitution 1949.

Foto: Ajay Aggarwal/Hindustani Times/TT



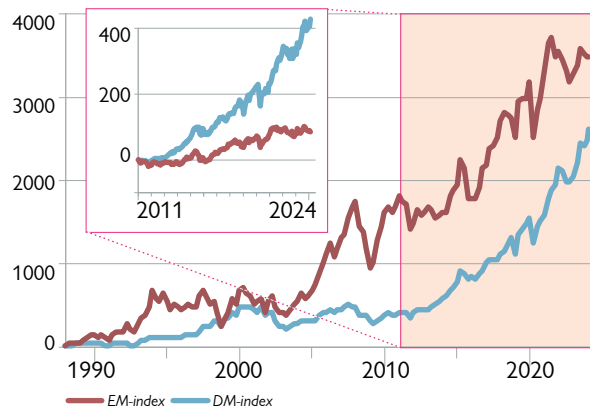


Taiwanesiska TSMC är det största bolaget i EM-index – halvledar-tillverkarens börsvärde uppgår till drygt 530 miljarder USD. Apple och Nvidia hör till storkunderna. För att komma närmare slutmarknaderna bygger TSMC fabriker i USA, Japan och Europa.
Foto: Taiwan Semiconductor Manufacturing Co., Ltd.

statsägda och olönsamma bolag, har länge haft dålig vinsttillväxt och domineras av Kina¹ som har många strukturproblem. Under ytan finns dock flera länder som kan gynnas även i en mer deglobaliserad värld, av trender som *nearshoring* och ökad handel EM-länder emellan.

DEN LÅNGA BILDEN SER BÄTTRE UT

EM vs DM, avkastning (SEK), procent



Det är också gott om högkvalitativa EM-bolag inom megatrender som energiomställningen, digitalisering och AI. Index speglar inte alltid de här möjligheterna – precis som småbolag är EM därför ett område där vi rekommenderar aktiv förvaltning.

Den svaga utvecklingen för EM-index (se graf ovan) har sänkt både intresset för och värderingen av EM-investeringar generellt. Här öppnar sig intressanta möjligheter för den som är selektiv. Vi anser fortsatt att det är värt att inkludera EM i den globala aktieportföljen. Sannolikheten har ökat för att den globala ekonomin mjuklandar under 2024, vilket talar för EM-aktier – ett av de tillgångsslag som skulle gynnas mest av scenariot. Till skillnad från breda aktieindex och obligationer i DM är det långt ifrån inprisat i EM.

¹ Kinas vikt i EM-index begränsas av indexleverantören, som i dagsläget bara inkluderar 20 procent av det kinesiska A-aktieindexets marknadsvärde.

EN FÖRÄNDERLIG MARKNAD

Tillväxtmarknader blev ett investeringsområde så sent som på 1980-talet. Det var Antoine van Agtmael, ekonom på Världsbanken, som 1981 myntade *emerging markets* som en mer positiv beteckning på det som tidigare kallades underutvecklade länder (U-länder). EM utgörs av länder som ännu inte har samma utvecklingsnivå och stabilitet som utvecklade länder.

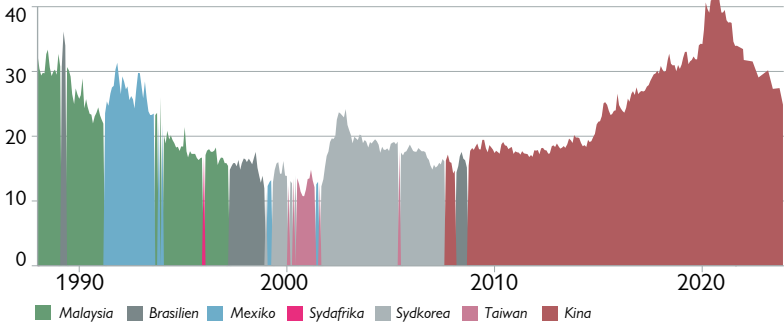
Flera EM-länder med hög tillväxt befinner sig dock på en resa där de närmar sig DM. Andra EM-länder har stannat eller till och med backat i utvecklingen. Grekland flyttades exempelvis ned från DM- till EM-index efter eurokrisen 2013, och både Argentina och Ryssland har fallit ur EM-index. I fallet Ryssland beror exkluderingen på sanktioner, men vilket index ett

land hamnar i beror också på kapitalmarknadens utvecklingsnivå, likviditet och *governance* (bolagsstyrning). Sydkorea är det EM-land som i dag är närmast att flytta över till DM-index, men vissa *governance*-frågor står i vägen. Det snabbväxande Vietnam är kvar i *frontier markets*-index på grund av begränsningar för utländskt ägande och dålig likviditet. När Carnegie Private Banking investerar i EM inkluderar vi även *frontier markets*-länder som är på väg mot EM-status.

EM-indexet har förändrats en hel del genom åren, när länder har tillkommit och fallit ur (se graf nedan). I dag består EM-index av 24 länder och 1 441 bolag. Koncentrationen är ganska hög – de tio största bolagen utgör 23 procent av indexet (se tabell till höger).

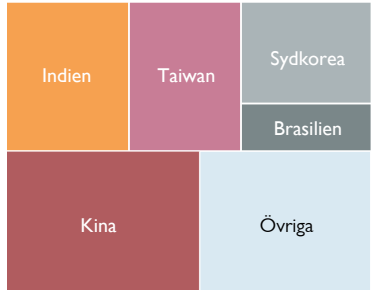
FRÅN MALAYSIA TILL KINA

Största land i EM-index över tid, procent

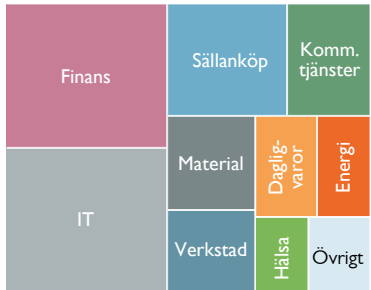


DETTA ÄR EM

Länder i EM-index



Sektorer i EM-index

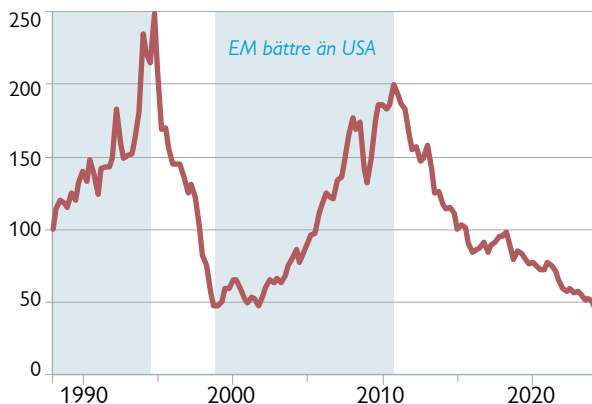


Största bolag i EM-index

Bolag	Land	Procent
TSMC	Taiwan	6,7
Samsung	Sydkorea	4,1
Tencent	Kina	3,6
Alibaba	Kina	2,2
Reliance	Indien	1,3
PDD Holdings	Kina	1,2
ICICI Bank	Indien	0,9
Infosys	Indien	0,9
SK Hynix	Sydkorea	0,9
HDFC Bank	Indien	0,8

TILLBAKA PÅ BOTTEN

Relativ avkastning, indexerad, EM jämfört med USA



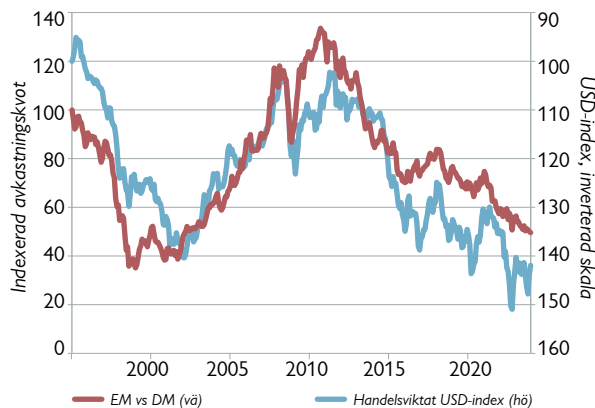
EM: EN EFTERSLÄNTRARE

I det långa perspektivet, mätt från starten 1988, har EM-index utvecklats bättre än DM-index, men till en högre volatilitet. Jämfört med USA ser även den långa trenden svag ut, men det är framför allt de senaste tio åren som EM har halkat efter DM, drivet av den exceptionella uppgången i USA. EM är nu på de lägsta nivåerna mot USA sedan Asienkrisen 1997–1998 (se graf ovan till vänster).

Att EM har haft två starka uppgångsfaser de senaste 35 åren är värt att ha i åtanke för den som utvärderar de senaste årens svaga utveckling. Den första uppgångsfasen kom efter Berlinmurens fall med globaliseringen under första halvan av 1990-talet. Uppgången slutade i kriser, först i Mexiko (Tequilakrisen 1994) och senare i Asien och Ryssland 1997–98. Kina och de enorma infrastrukturinvesteringarna i landet drev på nästa stora uppgång för EM under 00-talet.

STARK DOLLAR HÄMMAR EM

Relativ avkastning, EM vs DM



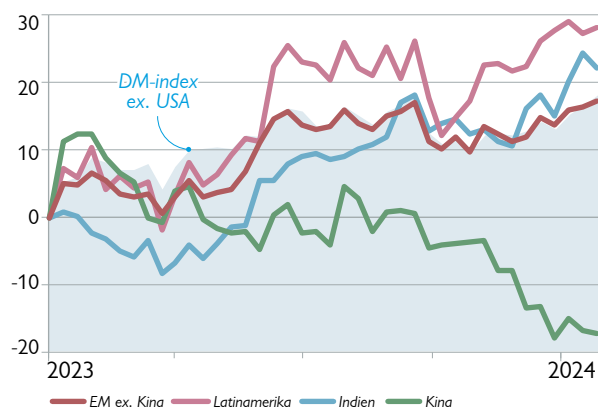
Den långa nedgången sedan 2011 har sammanfallit med sjunkande råvarupriser, en stark USA-dollar (se graf ovan till höger), deglobalisering, handelskrig och framför allt en svag utveckling i Kina. EM har varit sämsta globala region under fyra av de fem senaste åren. 2023 var visserligen ännu ett dåligt år för EM relativt DM-index, men detta berodde främst på en stark utveckling i USA och svaghet i Kina. DM exklusive USA utvecklades ungefär som EM exklusive Kina under året (se graf på motstående sida), och flera EM-länder gick bättre än världsindex. Både Indien och Mexiko hade exempelvis en stark utveckling och en vinsttillväxt på närmare 20 procent 2023.

VÄRDERINGEN ÄR HISTORISKT LÅG

Värderingsmässigt handlas EM-index på låga absoluta nivåer och även till en viss rabatt mot sitt eget långsiktiga genomsnitt. Relativt DM är EM historiskt billigt, och den förväntade långsiktiga aktieriskpremien högre än sedan

HAR UTVECKLINGEN REDAN VÄNT?

Avkastning (SEK), procent



slutet av 1990-talet. Då som nu var många skeptiska till EM, samtidigt som alla ville investera i amerikanska *tech*-bolag. Även de flesta EM-valutor är på historiskt låga nivåer mot dollarn.

Värderingsskillnaden är särskilt stor mot just USA, som har en exceptionellt stark tioårsperiod bakom sig. Den årliga avkastningen i USA har under perioden varit nästan 5 procentenheter högre än genomsnittet sedan 1950. Som grafen på sidan 36 visar har avkastningen i USA i och för sig backats upp av hög vinsttillväxt och direktavkastning, men även multiplexpansionen har varit betydande. Extremt låga räntor och stora skattesänkningar har också bidragit. Våldigt optimistiska antaganden



En dollaruppgång med 10 procent följs av en BNP-nedgång i EM-länderna med 1,9 procentenheter efter ett år. Effekten är större och mer långvarig än i utvecklade ekonomier, konstaterade IMF 2022. I en enkät av nyhetsbyrån Reuters bland 55 investeringsstrategier i början av året bedömdes 11 av 15 EM-valutor stärkas mot dollarn under 2024. På bilden sydafrikanska rand. Foto: Istockphoto

Relativt DM är EM historiskt billigt, och den förväntade långsiktiga aktieriskpremien högre än sedan slutet av 1990-talet. Då som nu var många skeptiska till EM, samtidigt som alla ville investera i amerikanska *tech*-bolag.

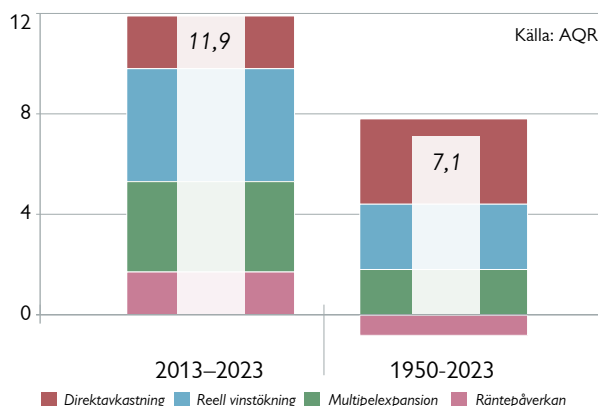


Brasiliens dåvarande (och nuvarande) president Luiz Inácio Lula da Silva inviger en oljeplattform krisåret 2008. Per november 2023 ägde statliga organ närmare 37 procent av det brasilianska oljebolaget Petrobras, som då hade ett börsvärde på 98 miljarder USD. I EM-länders energisektor är det statliga inflytandet ofta stort, ett argument för aktiv förvaltning. Foto: TT

Mycket talar för USA även framöver, men förväntansbilden är därefter, att jämföra med EM där investerarna är mer pessimistiska.

USA:S EXCEPTIONELLA ÅRTIONDE

Avkastning på USA-aktier, procent



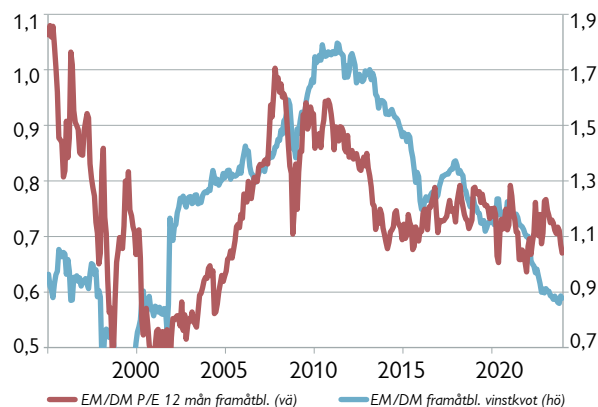
behöver förverkligas för att USA ska kunna återupprepa det senaste årtiondets avkastning (ett cykliskt justerat P/E-tal över 50 och en real vinsttillväxt på 6 procent, enligt kapitalförvaltaren AQR:s analys¹). Även för att uppnå det historiska snittet på 7,1 procentens årlig avkastning krävs en hel del när utgångsvärderingen är så hög som i USA i dag. Mycket talar för USA även framöver, men förväntansbilden är därefter, att jämföra med EM där investerarna är mer pessimistiska.

Startpunkten är viktig – låga värderingar skapar bättre förutsättningar för framtida avkastning, men är sällan ett pålitligt tajmningsverktyg. Som grafen till vänster på motstående sida visar har EM-index sett billigt ut många gånger de senaste tio åren. Vad förklarar dagens låga prissättning? Och vad kan komma att ändras framöver?

¹ Se AQR:s rapporter *Driving with the Rear-View Mirror* (Q4 2023) respektive *Re-Emerging Equities* (mars 2023), tillgängliga på [aqr.com](https://www.aqr.com).

LÖNSAMHET ÄR NYCKELN

Värdering och lönsamhet, EM vs DM



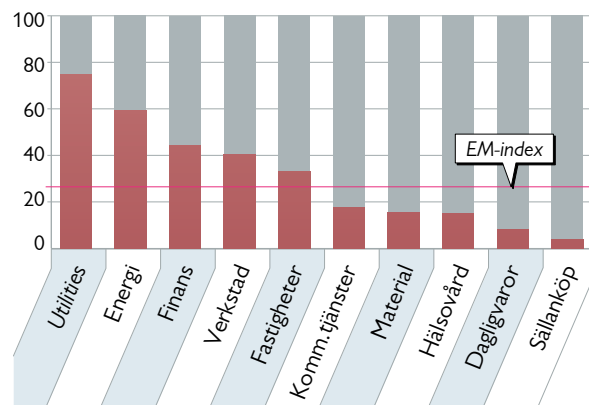
Sämre kvalitet gynnar aktiv förvaltning

Sektorfördelningen är en viktig förklaring till att värderingar skiljer sig åt mellan olika regioner. Vissa branscher är mer lönsamma än andra, vilket motiverar en högre värdering. EM-index har generellt en mindre attraktiv sektorfördelning än DM-index. Justerat för sektorskillnader är EM-rabatten inte lika stor, men ändå betydande. De senaste årens svaga EM-utveckling förklaras främst av en fallande avkastning på eget kapital (*return on equity*, ROE) och svag vinsttillväxt. Med nästan oförändrade vinster de senaste tio åren är det inte märkligt att EM-index har utvecklats svagt. Som jämförelse växte vinsterna med 18 procent per år under den starka perioden 2001–2010. En viktig katalysator framöver är därför om vinsterna tar fart.

En hög andel statsägda bolag i index gör också index-investeringar mindre attraktiva i EM jämfört med DM. De politiska inslagen i bolagen gör att avkastning till aktieägarna inte alltid prioriteras. Som grafen ovan till höger

STATEN VIKTIG I EM-FÖRETAG

Andel statligt ägande, EM-index, procent



visar överstiger andelen statligt ägande 20 procent för EM-index, men är betydligt högre än så i vissa länder och i sektorer som *utilities*, energi och finans. Justeras EM-index för kvalitet, och de statsägda bolagen utesluts, ser avkastningen bättre ut. Att EM-index håller lägre kvalitet än DM-index är ett skäl av många till att vi förespråkar aktiv förvaltning i EM.

FÖRDEL AKTIV FÖRVALTNING

Vad ger en aktiv förvaltare bättre förmåga att göra skillnad och generera alfa? Jo, för att skapa största möjliga överavkastning bör förvaltaren investera på så ineffektiva marknader som möjligt, där aktörerna gärna får vara amatörer och där spridningen mellan utfallen är stor¹. Hög spridning (dispersion) ger förvaltaren fler möjligheter att välja de bra aktierna och undvika de dåliga – en bättre

¹ Se temaavsnitt om småbolag i höstens strategirapport, *Selektiv aptit*.

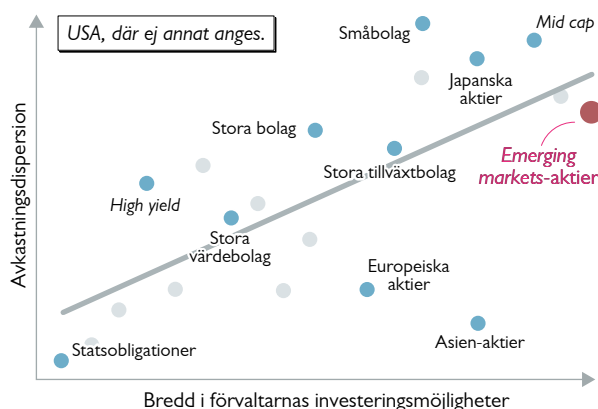
chans att slå index, således. Småbolagssegmentet är ett sådant område med hög dispersion, och EM är ett annat, som grafen till höger visar.

Som framgår av grafen på motstående sida är det institutionella ägandet lägre på många EM-marknader relativt DM och färre analytiker bevakar bolagen. Det indikerar att EM är mindre effektiva marknader. Exempelvis domineras Kinas A-aktiemarknad av inhemska privatinvestorare (över 80 procent av handeln), och jämfört med DM fokuserar analysen där sällan på fundamentala faktorer såsom värdering och lönsamhet. Fokus ligger i stället på att jaga trender och momentum. DM är inte immuna mot marknadens psykologi, och *behavioral biases* finns hos alla investerare. Det är därför det skapas felprissättningar och bubblor. Fenomenet är dock betydligt vanligare på många tillväxtmarknader, vilket professionella aktiva förvaltare kan dra nytta av.

De gynnsamma förutsättningarna för aktiv förvaltning på EM avspeglas i att medianförvaltaren på EM slår sitt

FÖRDEL AKTIV FÖRVALTNING

Avkastningsdispersion och marknadsbredd, olika placeringar



index i högre utsträckning än förvaltare som inriktar sig på exempelvis amerikanska storbolag (se graf på sidan 41). Spridningen är dock stor, och det är framför allt den bästa förvaltarkvartilen som skapat rejäl överavkastning. Trots

ESG-ANALYS SÄRSKILT VIKTIG I EM

Den högre risken vid EM-investeringar härrör ofta från större osäkerhet kring bolagsstyrning, politisk inverkan, korruption, redovisning, arbetsförhållanden och miljöpåverkan. Hållbarhetsområdena *Environment, Social and Governance* (ESG) är särskilt viktiga i EM. Genom åren har många EM-bolag hamnat i ESG-relaterade skandaler. Dammkatastrofen i Brasilien 2019,



barnarbete i Kina och otaliga korrupsionsaffärer (som även involverat svenska telekombolag). Med en gedigen ESG-analys kan en aktiv förvaltare undvika fallgroparna och fokusera på bolag som har en vilja att arbeta mer hållbart. Möjligheten att göra skillnad och påverka i rätt riktning är därför extra stor i EM. Detta öppnar också för en uppvärdering av bolagen i takt med

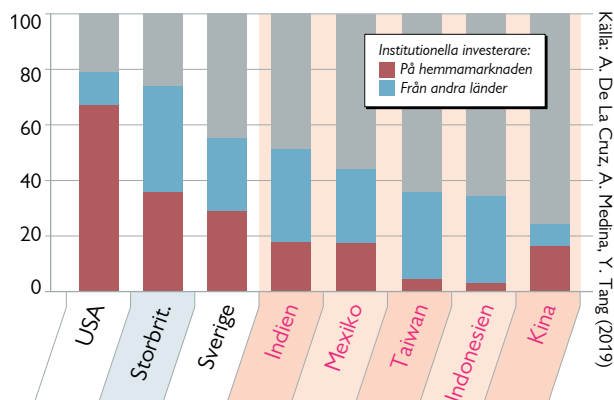
att transparensen och marknadens förtroende ökar.

Som vi beskrivit i tidigare teman om vatten- och livsmedelsförsörjning är många EM-länder särskilt utsatta för klimatförändringar. Det är därför viktigt att deras tillväxtresa går i en hållbar riktning. Annars är risken stor för bakslag – för de inhemska ekonomierna, för de globala klimatmålen och genom att klimatflyktingar förvärrar det redan ansträngda geopolitiska läget.

Foto: iStockphoto

BRISTFÄLLIG GENOMLYSNING

Andel institutionella investerare, procent



motvindarna för EM på indexnivå har det således inte saknats möjligheter för skickliga aktiva förvaltare.

Även de högre hållbarhetsriskerna på EM visar på vikten av kunskap och selektivitet, och därmed betydelsen av aktiv förvaltning (se faktaruta på motstående sida).

RISKPREMIE OCH VALUTA

Yngre företag behöver ofta göra osäkra investeringar, och en stor del av de potentiella vinsterna ligger långt fram i tiden – detta ökar risknivån. På liknande sätt befinner sig många EM-länder i en tidig utvecklingsfas på områden som rättssystem, redovisningsstandarder och äganderätt. Lägg därtill att den politiska risken ofta är högre då staten



EM-länder handlar alltmer med varandra. På bilden Kinas president Xi Jinping med sin sydafrikanske kollega Cyril Ramaphosa på ett möte i samarbetsorganisationen Brics i Johannesburg förra sommaren. Bland annat beslutades att släppa in sex nya medlemsländer i Brics, däribland Argentina och Egypten. Foto: Themba Hadebe/TT

Behavioral biases finns hos alla investerare. Det är därför det skapas felpris-sättningar och bubblor. Fenomenet är dock betydligt vanligare på många tillväxtmarknader, vilket professionella aktiva förvaltare kan dra nytta av.



Precis efter årsskiftet tecknade vietnamesiska biltillverkaren Vinfast avtal om att investera upp till 2 miljarder USD i en ny elbilsfabrik i den indiska delstaten Tamil Nadu. Affären är ett exempel på hur EM-länder knyter starkare ömsesidiga band. Ovan monterar arbetare en bil i Vinfasts fabrik i Hai Phong, Vietnam. Foto: Hau Dinh/TT

snabbt kan ändra spelreglerna, och en högre grad av korruption fungerar som en extra skatt. Graden av risk varierar stort mellan olika EM-länder. På vissa håll kan beroendet av en specifik sektor eller råvara (som olja) få stor inverkan på hela ekonomin. För att kompensera för dessa risker adderas en extra riskpremie jämfört med DM-investeringar¹.

Landsspecifik risk återspeglas ofta i valutan, ännu en faktor som EM-investerare behöver ta hänsyn till. Hög inflation och politisk risk är normalt negativt för växelkursen över tid, och dessa risker har typiskt sett varit högre i många EM-länder – även om diverse DM-länder de senaste åren har sett prisökningar och populism.

Som grafen till höger på sidan 34 visar har dollarns utveckling särskilt stor betydelse för EM. Många EM-länder har dollarlån, och varor och råvaror som har stor ekonomisk betydelse för EM-länderna prissätts ofta i dollar på världsmarknaderna. En svagare dollar gynnar de flesta EM-länder och brukar ofta sammanfalla med ett mer optimistiskt risksentiment, där kapital söker sig till mer riskfyllda tillgångar som EM.

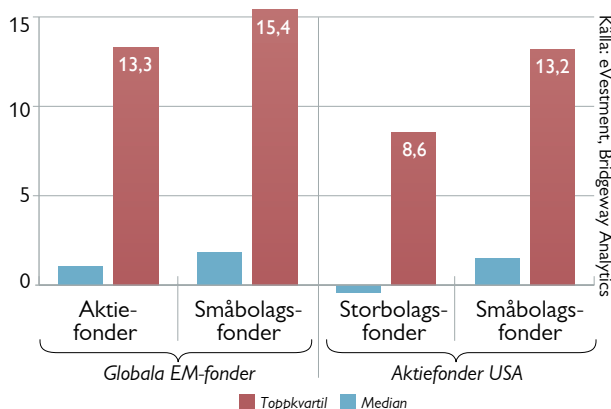
Den högre riskpremie som krävs på EM implicerar en lägre värdering. Hur mycket lägre varierar från land till

¹ Aswath Damodaran, professor i företagsvärdering vid New York University, använder en metod där han till en riskpremie för S&P 500 adderar en extra premie som bygger på EM-landets konkursrisk och volatilitet. Läs mer på webbsidan pages.stern.nyu.edu/~adamodar.

Många EM-länder har dollarlån, och många varor och råvaror som har stor ekonomisk betydelse för dem prissätts i dollar. En svagare dollar gynnar de flesta EM-länder och sammanfaller ofta med ett mer optimistiskt risksentiment.

EM BELÖNAR DE SKICKLIGASTE

Långsiktig överavkastning (tio år), procent



land och mellan olika typer av bolag. Historiskt har EM varit betydligt mer volatila än DM, men som framgår av grafen till vänster på nästa sida har EM-volatiliteten minskat på senare år till ungefär i nivå med DM. Samtidigt har korrelationen avtagit något, vilket gör EM mer intressant ur ett diversifieringsperspektiv.

FEM STRUKTURTRENDER TALAR FÖR EM

1. Reshoring, nearshoring och friendshoring: Globaliseringen har stannat av och vi lever i en tid med större geopolitiska spänningar mellan regioner och länder. Ökad populism i DM-länder har utlöst *reshoring* av industri från EM tillbaka till DM, vilket väljarna välkomnar, och ett kallt krig mellan USA och Kina med handelshinder och teknikrestriktioner. Utvecklingen kan framstå som entydigt negativ för EM, men faktum är att den också gynnar flera EM-länder. I stället för *reshoring* handlar det då om *nearshoring* och *friendshoring*. Delar

HUR INVESTERBART ÄR KINA?

Den makroekonomiska situationen ljusnar i vissa EM-länder, med lägre skuldsättning och positiv bytesbalans (se graf till höger på sidan 42). För Kina finns frågetecken. Landets tunga vikt i EM-index har fått många att avstå från att investera i EM. Exemplet Ryssland avskräcker, med sanktioner och osäljbara tillgångar – kan en liknande situation inträffa om Kina invaderar Taiwan, eller om det kalla kriget med USA förvärras? Självklart är detta en risk, men inte bara för Kina utan för hela världsekonomin.

Kina har en rad strukturella motvindar: många år med felallokering av kapital och en enorm fastighetsbubbla som man nu försöker reda ut; en åldrande befolkning; ökad skuldsättning; statlig inverkan på bolagen och ändring av spelregler för bland annat internetsektorn. För en långsiktig investerare kanske den viktigaste frågan ändå är vilka möjligheter innovation och entreprenörskap har i en diktatur.

Med det sagt så är Kina världens näst största ekonomi och för stor för att ignorera. Även om en portfölj inte har någon direkt exponering mot Kina, så har de flesta bolag någon form av indirekt exponering mot landet. Vi är långsiktigt försiktiga till Kina givet de strukturella motvindarna och undviker därför bred exponering, men ser Kina som en intressant marknad för *stock picking*. Just nu är sentimentet kring Kina extremt negativt och värderingen är låg, vilket ökar sannolik-

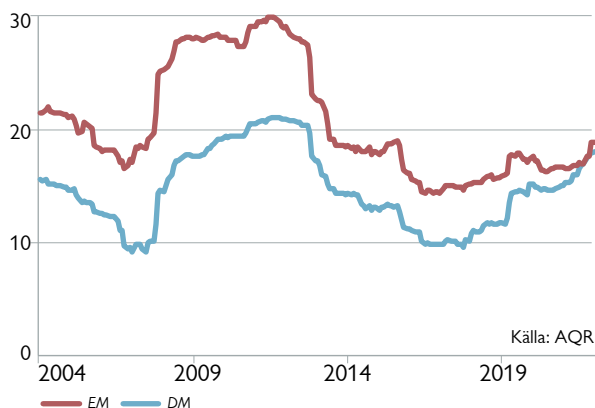
heten för en studs om vi får några positiva nyheter.



Draksköldpaddan: en bild av Kinas ekonomi?

VOLATILITET: EM NU I LINJE MED DM

Volatilitet, aktiemarknader, procent

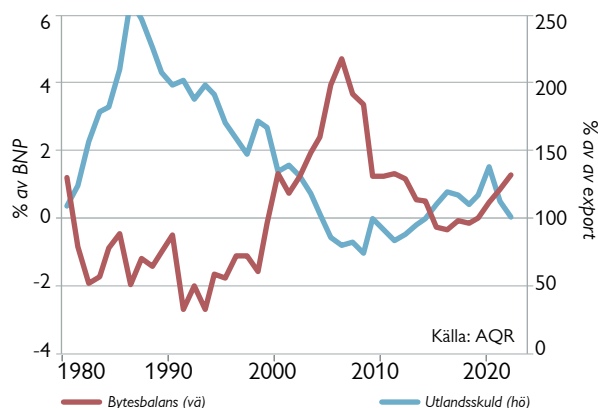


av produktionen flyttas från Kina till länder som geografiskt eller politiskt ligger närmare USA och Europa, exempelvis Mexiko, Vietnam och Indien. Mexikos närhet till USA gör landet till en särskilt stor vinnare på trenden. Att flytta produktion är också ett sätt för bolagen att diversifiera sina leveranskedjor som visade sig ha stora brister under pandemin.

2. *Ökad handel mellan EM-länder:* Den nya geopolitiska kartan, där klyftan vidgas mellan USA och Kina, kan också gynna de mer neutrala EM-länderna som kan fortsätta handla med båda stormakterna. De senaste åren har handeln mellan EM-länder ökat och Kina exporterar i dag mer till Sydostasien än till USA.
3. *Ökad innovation:* Tydliga tecken syns på ökad innovation inom teknik och avancerad industri i EM. Flera viktiga bolag inom halvledare (en förutsättning för bland

FÖRBÄTTRAD MAKROBILD I EM

Bytesbalans och utlandsskuld



annat AI) finns till exempel i Taiwan och Sydkorea. AI och ökad automation kan vara både en möjlighet och ett hot för EM. Möjligheten ligger i ökad produktivitet och skapandet av nya affärsmodeller där befintliga företag inte har en dominerande ställning. Det stora hotet är om arbetskraft rationaliseras bort – då kan den i många länder gynnsamma demografin med en stor ung befolkning i stället bli en motvind, med stor arbetslöshet som följd.

4. *Elektrifiering och förnybar energi:* Åtskilliga av de ”gröna metaller” som behövs för energiomställningen finns huvudsakligen i EM. Därutöver är Kina och Sydkorea ledande inom många gröna teknologier såsom elbilar, batterier och solpaneler.

5. *Växande medelklass och inhemsk konsumtion:* I över ett decennium har det talats om potentialen när en växande medelklass i EM bidrar till ökad inhemsk konsumtion. Nu syns tecken på att detta tar fart i vissa EM-länder. BNP per capita har ökat, så även konsumtionen när allt fler nu kan skaffa bankkonton direkt i mobilen och allt mer handel sker *online*. EM har ledande inhemska bolag inom e-handel, där de lokala bolagen ofta dominerar. Till exempel finns sådana bolag i Latinamerika och Kina.

KORTSIKTIGA EM-KATALYSATORER

Centralbankernas omsvängning under hösten, från *higher for longer* till att öppna för räntesänkningar under 2024, har gjort en ekonomisk mjuklandning mer sannolik. EM tillhör de områden som skulle gynnas mest av ett sådant scenario, men den historiskt låga värderingen visar att det långt ifrån är inprisat.

- *Bättre vinsttillväxt:* Vinsterna i EM har varit svaga under många år, men utsikterna ljusnar nu (konsensus ser 18 procents vinsttillväxt under 2024 från låga nivåer). Om världsekonomin överraskar på uppsidan framstår estimaten inte som orimliga.
- *Svagare USA-dollar:* EM-baissen har sammanfallit med en lång period av dollarstyrka. Svagare dollar skulle därför vara en medvind för både aktier och valutor på EM.
- *Räntesänkningar i EM:* Flera EM-centralbanker agerade snabbare mot stigande inflation och tog räntan till höga nivåer långt före Fed. I takt med inflationsfallet



Med 526 000 sålda helt eldrivna bilar under tredje kvartalet i fjol passerade kinesiska BYD amerikanska Tesla som världens största elbilstillverkare. BYD:s preliminära nettoresultat för 2023 minskade till 4 miljarder USD, vilket mottogs kyligt av marknaden. På bilden från den kinesiska staden Shenzhen körs BYD:s e6-modell ombord på ett fartyg med destinationen Thailand. Foto: Alamy

har vi redan sett räntesänkningar i EM. Detta kan fortsätta under 2024 och ge stöd till aktiemarknaden, i synnerhet om vi även ser räntesänkningar i DM.

- *Vändning i Kina:* Sentimentet kring Kina är starkt negativt och landet har sett stora utflöden under året. Ökade stimulanser och bättre ekonomisk utveckling

än väntat skulle ge en positiv injektion till breda EM, även om enskilda länder som Indien kan få utflöden om pengar skiftas tillbaka till Kina.

- *Val i flera EM-länder:* Länder motsvarande halva EM-indexets marknadsvärde går till val i år, däribland Indien, Mexiko, Indonesien och Sydafrika. Detta kan ge oro tills de politiska situationerna klarnar – men också stimulanser, reformer och möjligheter.

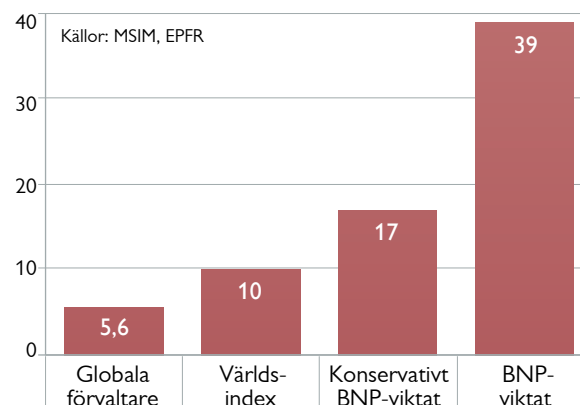


Indiens premiärminister Narendra Modi kampanjar i delstaten Rajasthan i maj 2023. I en opinionsundersökning i december fick han stöd av 76 procent av väljarna, vilket gjorde honom till världens mest populära styrande politiker. När Indien går till parlamentsval senare i vår har Modi suttit på sin post i tio år.

Foto: Abaca Press/Alamy

LÅG EM-VIKT I GLOBALA PORTFÖLJER

Andel EM, procent



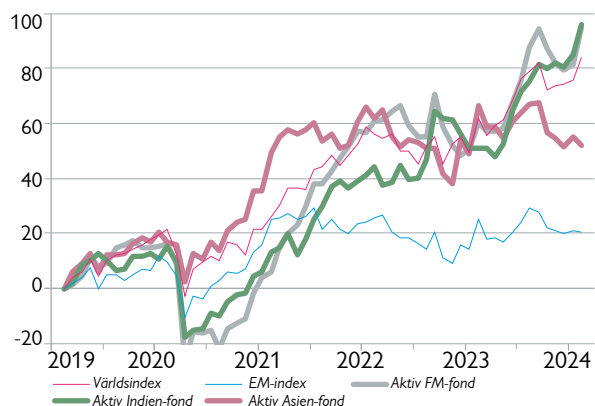
VIKT: MINST 10 PROCENT I PORTFÖLJEN

Möjligheterna att investera i EM är inte begränsade till de bolag som är noterade i EM-länder. Dels är flera EM-bolag listade på DM-börser, dels har de flesta stora multinationella bolag försäljning och produktion i EM-länder och därmed en indirekt EM-exponering. Man kan då undra om det är värt att investera direkt i EM och ta den högre risken, om exponering kan erhållas via tryggare bolag i DM. Men riktigt så enkelt är det inte. DM-bolagens EM-verksamheter är utsatta för precis samma risker som EM-bolagen som är listade i EM, vilket bör beaktas i den enskilda bolagsvärderingen. Utesluts EM missar investerare potentialen hos de drygt 3 600 EM-bolagen.

Vissa affärsmodeller är mer lokala, och aktiva förvaltare kan dra nytta av att felprissättningen är större på EM, vilket gör att högkvalitativa bolag ibland kan köpas till en väsentlig rabatt jämfört med

AKTIVITET LÖNAR SIG

Avkastning (SEK), procent



motsvarigheten i DM. EM-bolag har över 80 procents försäljningsexponering mot sina hemmamarknader. Den EM-exponering investerare erhåller via DM-bolagen är bara drygt 11 procent.

Hur stor vikt bör då specifika EM-investeringar utgöra av den globala aktieportföljen? En utgångspunkt är EM-ländernas andel av global BNP: drygt 40 procent. Efter vissa justeringar och när den indirekta exponeringen via DM-bolag exkluderas landar siffran närmare 17 procent utifrån en BNP-viktad metod. Det breda världsindeket har i dag en EM-vikt på 10 procent, med en historisk topp om 14 procent. Globala förvaltare är i dag kraftigt underviktade mot EM och har en aggregerad exponering på endast 5,6 procent (se graf på motstående sida). Givet den attraktiva värderingen och goda möjligheterna för en aktiv förvaltare att generera alfa rekommenderar vi en strategisk vikt mot EM på minst 10 procent i aktieportföljen.

VÅR SYN PÅ EM

Långsiktigt vill vi vara exponerade mot EM-bolag som gynnas av strukturella trender. Geografiskt föredrar vi demokratier och geopolitiskt mer neutrala länder som Indien och i Latinamerika. Vi har en mer försiktig syn på Kina, som emellertid är en intressant marknad för *stock picking*. (Se även avsnittet *Globala aktier* på sidan 46.)

EM-länders egenskaper skiljer sig starkt, och index innehåller många olönsamma och statsägda bolag. Vi rekommenderar därför en selektiv *approach*. Ineffektiviteten på EM-marknaderna ger möjlighet att addera alfa till portföljen via aktiv förvaltning. Som grafen till vänster visar har våra utvalda aktiva förvaltare, som vi har ett mångårigt samarbete med, slagit EM-index, och vår utvalda *frontier markets*- och indienförvaltare har till och med slagit världsindeks de senaste fem åren.

Vi rekommenderar en minsta strategisk aktievikt mot EM i linje med indexvikten 10 procent. Underviktade investerare bör redan nu öka till denna nivå. Den som äger 10 procent EM via en global indexfond bör byta ut denna del till aktiv förvaltning. USA är högt värderat, och för att öka i EM kan man överväga att minska sin USA-exponering. Det kan även vara aktuellt att minska den svenska exponeringen, som har liknande cykliska egenskaper som EM.

Som investeringsalternativ erbjuder Carnegie Private Banking dels en diskretionär EM-portfölj som ger bred exponering, dels ett antal utvalda aktiva fonder för den som vill bygga sin egen EM-portfölj. I dagsläget lyfter vi särskilt fram tre fonder med inriktning på *frontier markets*, Latinamerika och *stock picking* i Asien. Kontakta din rådgivare för mer information.

Globala aktier

POSITIONERING. **Energiomställningen är en långsiktig drivkraft i portföljerna Utländska aktier och Global Stock Picking. Hälsovård har potential efter ett svagt 2023.**

Carnegie Private Banking erbjuder flera portföljer för global aktieexponering. *Utländska aktier* fokuserar på sektorer och regioner. *Global Stock Picking* består av ett 50-tal utvalda aktier med fokus på energiomställningen, balanserade med storföretag inom andra sektorer. Vidare finns portföljerna *Global beta* och *Tillväxtmarknader*.

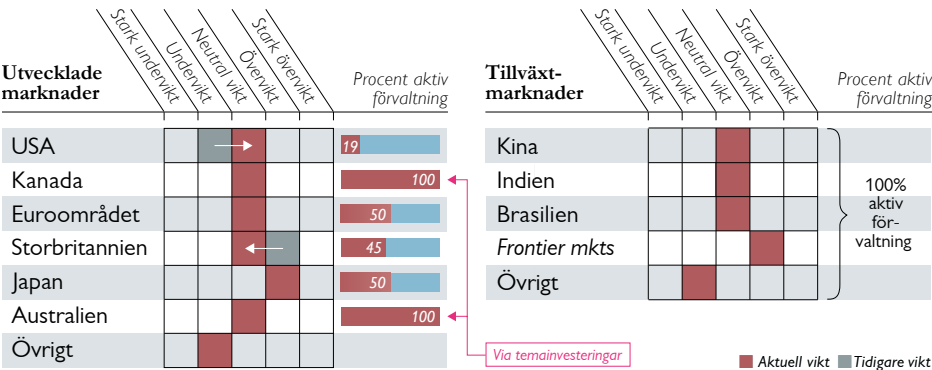
UTLÄNDSKA AKTIER: BRED PORTFÖLJ *Magnificent Seven* leder USA

Ett globalt aktieindex innehåller cirka 2 000 bolag. I ett marknadsvärdesviktat index, vilket de flesta är, utgör de sju största bolagen (se graf på motstående sida) nära en femtedel. Dessa sju bolag är med bred marginal större än

alla japanska, brittiska, franska, kanadensiska och kinesiska bolag tillsammans i samma index. Denna dominans gör *The Magnificent Seven* (eller ”Mag 7”, som de ibland kallas) nästan till ett eget tillgångsslag.

Mag 7-bolagen är inte bara störst, de växer dessutom snabbare, har bättre marginaler och gör större återinvesteringar. Mag 7 kommer knappast att stiga fem gånger snabbare än den övriga börsen även i år, men bolagen har kvaliteter som inte går att bortse ifrån. De starkaste balansräkningarna på denna jord ger nedsidesskydd, och potential finns bland annat via Mag 7:s ledande ställning inom megatrenden artificiell intelligens. Trots en värdering i överkant (P/E 28) har vi ökat allokeringen mot

EXPONERING Förändringar sedan september 2023



AKTUELL PORTFÖLJ Positioner och förändringar

- Vi har ökat i Mag 7, men har fortsatt undervikt.
- Alltmer aktiv förvaltning i vår Japan-exponering.
- Ökad exponering mot Indien.
- Vi har tagit hem viss vinst i *frontier markets* och trimmat gröna metaller.

Mag 7 till cirka 15 procent av portföljen via tekniktunga Nasdaq 100 ETF. Vår syn på USA och Nordamerika är däremot alltjämt neutral.

Cykliskt är billigt

Räntorna sjunker och vinstrecessionen är över. I denna miljö kan aktierallt breddas bortom amerikanska it-giganter, och omfatta fler cykliska bolag – i synnerhet småbolag. Vår portfölj är väl positionerad för en sådan miljö. Vi ser potential och värde bland småbolag, i Japan, på flera tillväxtmarknader och bland energi- och gruvbolag. En så kallad hårdlandning (en tydlig ekonomisk nedgång med recession) skulle däremot utgöra en kortsiktig motvind för dessa delar av portföljen. Givet en låg värdering i utgångsläget behöver skadan i ett sådant scenario dock inte bli så stor. Som komplement till de cykliska inslagen har portföljen en stor vikt mot läkemedelssektorn, som har en mer defensiv karaktär och kommer från en tuff period.

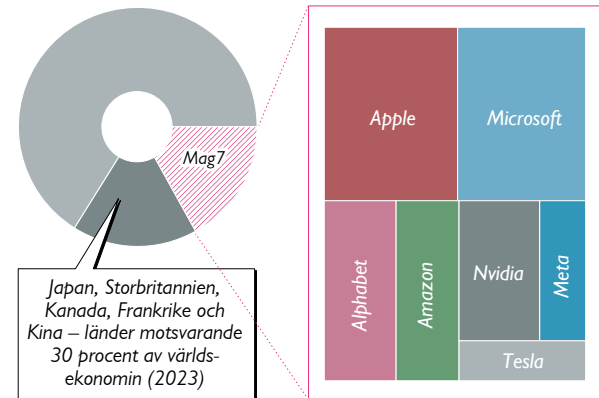
VÅR GLOBALA FÖRVALTNING

I detta avsnitt redogör vi för förvaltningen i två av våra globala aktieportföljer:

- **Utländska aktier:** *Top-down*-analys. Fokus på länder, regioner och sektorer. Kostnadseffektiv förvaltning med både indexexponering och utvalda aktiva fonder. Exponering mot tematiska trender.
- **Global Stock Picking:** *Bottom-up*-analys. 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.

MAGNIFIKA SJU GÖR SKÄL FÖR NAMNET

Andel av ett globalt börsindex (inkl. EM)



Småbolag: gynnsamma trender

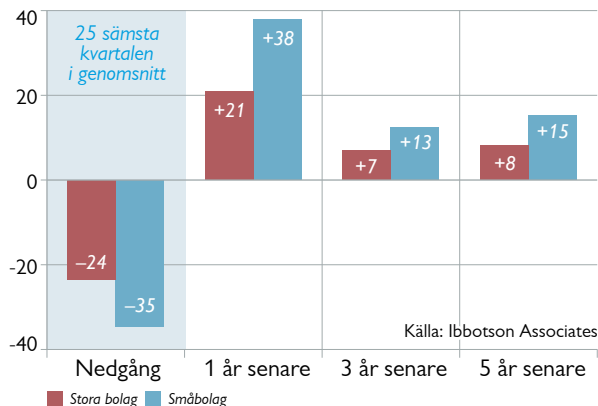
I föregående strategirapport lyfte vi fram småbolagen som attraktiva, med en given plats i en väldiversifierad portfölj. Har vi rätt i vår makroekonomiska syn väntar en gynnsam miljö för portföljens mindre bolag, som kommer från låga nivåer. Trenderna deglobalisering och säkerställande av leveranskedjor genom att flytta ”hem” tillverkning (*nearsourcing*) gynnar starkt de mindre bolagen, som ofta dominerar på sina respektive hemmamarknader. Cirka 20 procent av portföljen är investerad i små och medelstora bolag (börsvärde under 10 miljarder dollar), och vi har ökat allokeringen till amerikanska småbolag.

Japan: flöden gynnar börsen

Japans aktiemarknad är i ett intressant läge, med överkomlig värdering, cykliska inslag och tillväxtpotential i kombination med en väldigt generös penningpolitik. Nylanseringen

RISKAPTIT LYFTER SMÅBOLAG

Avkastning efter 25 sämsta kvartalen sedan 1926, procent



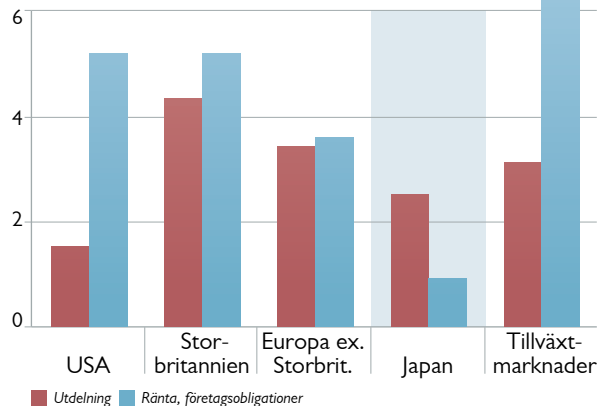
av investeringssparkontot Nisa i januari 2024 förstärker den positiva bilden. De japanska hushållen har endast cirka 13 procent av sitt sparkapital på börsen och cirka 53 procent i likvida medel. Efter ett starkt börsår ökar sannolikt känslan av FOMO (*fear of missing out*, rädsla för att missa en uppgång) hos hushållen, vilket tillsammans med Nisa blir ytterligare ett stöd åt börsen. Japan är samtidigt den enda större marknad där även TINA (*there is no alternative till aktier*) fortfarande råder (se graf ovan till höger).

Aktiemarknaden gynnas även av pågående reformer inom bolagsstyrning, där aktieägarvärdet ska prioriteras högre, vilket på sikt kan lyfta värderingen. Aktieåterköp nyttjas alltmer för att lyfta avkastningen på eget kapital. Det lockar utländska investerare, som trots det senaste årets nettoköp fortfarande är underviktade regionen.

Vi behåller övervikten mot Japan och ökar inslaget av aktiv förvaltning i portföljen.

INGET RÄNTEHOT MOT JAPANSKA AKTIER

Direktavkastning resp. ränta på företagsobl., procent



Tillväxtmarknader

Indien: politisk osäkerhet inför valet

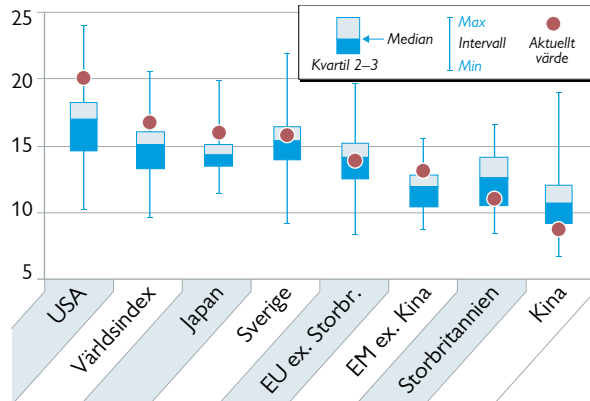
Indiens makroekonomiska läge inger optimism. Tillväxten är hög. Initiativet *Make in India* lyfter den inhemska produktionen, demografin är ung och Indien är en demokrati utan större geopolitiska konflikter. Andra fördelar är billig rysk olja och trenden att globala företag gör sig mindre beroende av kinesiska leverantörer ("Kina + 1"). Goda förutsättningar för vinsttillväxt ger starkt stöd till den indiska aktiemarknaden under de kommande åren.

Värderingen med ett framåtblickande P/E-tal på 22x ser utmanande ut efter en uppgång på 23 procent i fjol. Indiska aktier har ofta en kvalitetspremie och värderingen är lägre än på börstoppen 2021 – vinsttillväxten har överträffat kursuppgången.

Eftersom Indien går till val under april och maj i år kan den politiska osäkerheten avskräcka utländska investerare

NORMAL VÄRDERING UTANFÖR USA

Historiskt framåtblickande P/E-tal (sedan maj 2010)



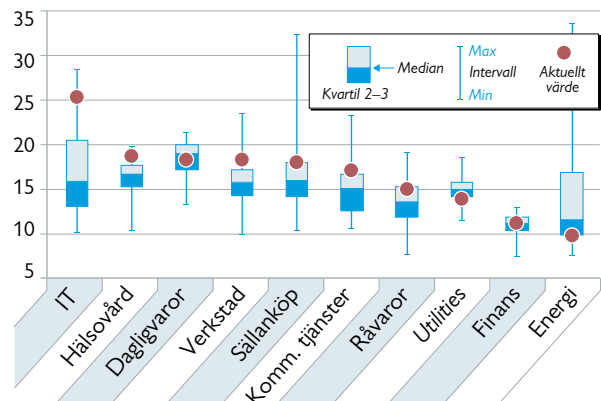
under våren. Den sittande och mycket populära premiärministern Narendra Modis regerande Bharatiya Janata-parti ser just nu ut som en given segrare.

Vi behåller en neutral position mot Indien efter att ha ökat exponeringen under hösten, och siktar på att köpa mer vid tillfälliga nedgångar.

Läs mer om emerging markets: I temaavsnittet på sidan 30 berättar vi mer om tillväxtmarknadernas historik, egenskaper, möjligheter, risker och varför de är så intressanta att investera i.

TECH DYRT, ENERGI BILLIGT

Historiskt framåtblickande P/E-tal (sedan maj 2010), globalt

*Latinamerika: medvind för aktiemarknaden*

Ett ännu bättre 2023 än Indien hade Latinamerika, med en uppgång på hela 33 procent. Värderingen har kommit upp från en historisk bottennivå till ett framåtblickande P/E-tal på 9x, vilket är lågt relativt historiken och andra marknader. Regionen gynnas av amerikansk *nearsboring*, där produktion flyttar från Kina till framför allt Mexiko. Den tidigare motvinden från höga obligationsräntor blir nu en medvind för aktiemarknaden när räntorna sänks. I Brasilien har exempelvis styrräntan sänkts från 13,8 till 9 procent. Vi behåller en aktivt förvaltd position mot regionen.

Värderingen på Latinamerika har kommit upp från en historisk bottennivå till ett framåtblickande P/E-tal på 9x, vilket är lågt relativt historiken och andra marknader. Vi behåller en aktivt förvaltd position mot regionen.

ATTRAKTIV VÄRDERING I EM OCH ASIEN

Konsensusprognoser, värdering och vinst per aktie

Region/land	P/E 12 mån framåtbl.	Vinsttillväxt 2024, procent	PEG-kvot ¹
Globalt	16,9	10,3	1,6
USA	20,6	10,0	2,1
Japan	15,2	7,7	2,0
Europa	12,8	5,7	2,2
Asien ex Japan	12,6	16,9	0,7
Tillväxtmarknader	11,5	18,7	0,6

¹ P/E-tal dividerat med vinsttillväxt.

Frontier markets: ljusa utsikter

Frontier markets har bidragit positivt via en stark utveckling för portföljens aktiva förvaltare på 21 procent under förra året. Nyckelfaktorer var framgångsrik *stock picking* i bland annat Grekland, samtidigt som svaga marknader som Island och Kenya undveks. Den framåtblickande *frontier markets*-värderingen är låga P/E 10x på den förväntade vinsten 2024, som med konservativa antaganden ska växa med 27 procent. Det ser således ljust ut för *frontier markets*, och vi behåller vår övervikt efter att ha tagit hem viss vinst.

**Energisektorns recessionslika
relativa värdering är i våra ögon
alltför pessimistisk. Vi behåller
positionen mot energibolagen.
Sektorn skyddar mot ökad
geopolitisk risk i Mellanöstern.**

Energisektorn: billig försäkring

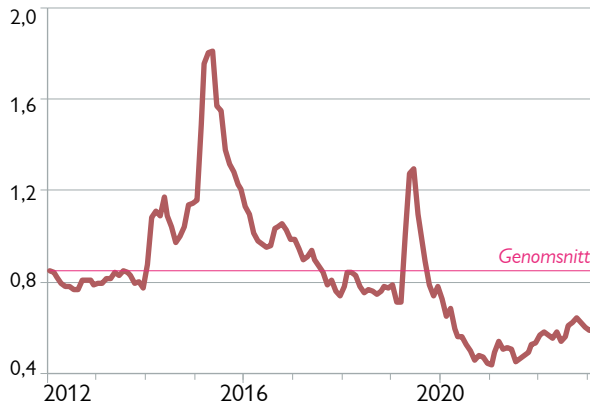
Som förväntat ökade den globala efterfrågan på olja kraftigt under 2023, särskilt från delar av ekonomin som fortfarande återhämtar sig från pandemin, såsom flygbranschen i Kina. Efterfrågeökningen har dock matchats av en robust utbudsrespons från främst Ryssland som reagerat på sanktioner med att sälja sin olja vidare österut. Oljesektorn var tidvis ikapp börsutvecklingen under hösten, men tappade igen mot slutet av 2023.

Oljepriset har varit relativt stabilt det senaste året, kring 75–85 dollar per fat, en nivå som sammanfaller med bolagens långsiktiga incitamentspris och det ”golv” som Opecs största producent Saudiarabien vill ha för att få balans i sin ekonomi. Sannolikt fluktuerar oljepriset kring detta intervall även i år. Det skulle innebära en rejäl värderingsuppsida, eftersom dagens värdering av sektorn implicerar ett oljepris på cirka 65 dollar. Med ett långsiktigt snittpris på olja kring 80 dollar ser vi en uppsida på 30–35 procent i den traditionella energisektorn.

En global lågkonjunktur vore negativt för sektorn, eftersom efterfrågan i närtid blir lägre än väntat. Det är dock inte vårt huvudscenario, även om tillväxten förväntas bromsa något i år. Trots en lägre tillväxt i ekonomin ökar den globala efterfrågan på olja med cirka 1 miljon fat per dag under 2024 (till totalt 103 miljoner fat per dag), enligt IEA:s prognos. Efterfrågeökningen drivs av länder utanför OECD, exempelvis Kina och Indien. Efterfrågan på olja är fortfarande under sin långa trendnivå på grund av av pandemirelaterade störningar. En fortsatt normalisering på oljemarknaderna under 2024 trumfar en lägre efterfrågan från ekonomierna i väst.

RÅVARUPRODUCENTER VÄRDERAS LÅGT

Kvot råvaruproducenter och världsindex, P/E 12 mån framåtbl.



Energisektorn värderas lågt, P/B (*price/book*) är kring 1,6x, att jämföra med S&P 500 som handlas kring 4x. Branschens värdering relativt marknaden är fortfarande mer än två standardavvikelser under historiska nivåer – i nivå med ett recessionsscenario (som i våra ögon är alltför pessimistiskt). Vi behåller därför positionen mot energibolagen. Sektorn skyddar även mot ökad geopolitisk risk i Mellanöstern, där en eskalering lär leda till ett högre oljepris.

Gröna gruvbolag: brist på e-metaller

Elbilarna blir allt fler, förnybar energiproduktion och elnät byggs ut – efterfrågan på ”gröna metaller” väntas därför öka kraftigt de närmaste åren. Utbudet av koppar behöver öka med två tredjedelar redan 2040 för att världen ska klara klimatmålen. Allt detta gör gruvdrift till en viktig faktor för att nå nollutsläpp.

OLJJEÄTTAR BLIR LITE GRÖNARE

Av klimatskäl behöver oljeförbrukningen minska, men efterfrågan väntas fortsätta öka fram till 2030. Även efter 2030 består behoven under många år framöver.

Energibolagen vet att olja inte är framtiden, och även om de alltjämt lägger merparten av sina investeringar på det fossila området, har de börjat investera delar av vinsterna i gröna alternativ. Svårigheten hittills är att få projekten lönsamma, vilket gör processen långsam. Exempelvis ska oljebolaget Shell investera 10–15 miljarder USD under tre år i koldioxidsnåla energilösningar, vilket motsvarar cirka 20 procent av koncernens investeringar. Brittiska BP har som mål att 30 procent av bolagets investeringar 2025, motsvarande 8 miljarder USD, ska klassas som gröna enligt EU:s taxonomi.

Bolagen i USA ligger något efter sina motsvarigheter i Europa. Men trenden är positiv: Exxon Mobil och Chevron inriktar cirka 10 procent av sina investeringar 2025 på koldioxidsnåla energilösningar. Exxon gör även stora investeringar i batterimetallen litium och ambi-

tionen är att 2030 producera tillräckligt med litium för att tillgodose tillverkningsbehoven för cirka 1 miljon elbilar årligen.

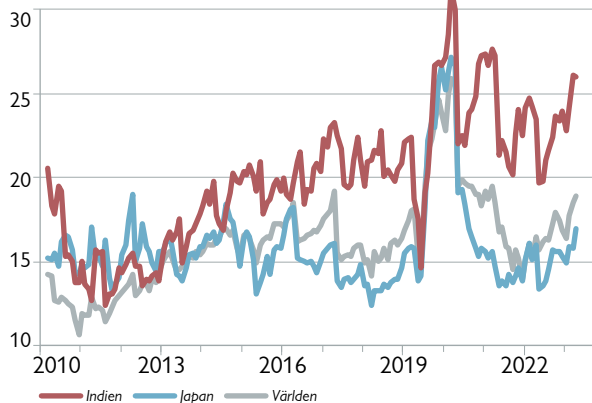


Laddnätverket Shell Recharge ger tillgång till 600 000 stationer i ett 30-tal länder.

Foto: Getty Images

INDIEN DYRT PÅ KORT SIKT

P/E-tal, 12 mån framåtblickande

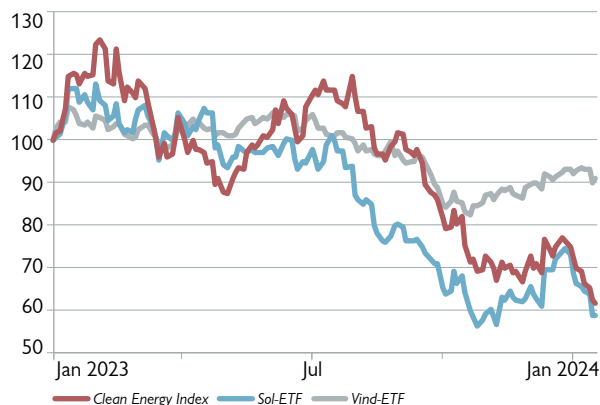


Stora investeringar i batterimetallproduktion (se fakta-ruta på föregående sida), i kombination med svag kinesisk tillväxt, orsakade överutbud av många metaller i föl. Kortsiktigt ser det fortsatt trögt ut, på grund av svag efterfrågan på framför allt koppar från Kina. Landet har efter flera års massiva investeringar nått sitt femåriga mål om 1 200 GW från förnybar energi år 2025. Därmed kan Kina dra ned på takten något i år, vilket det redan syns tecken på. Kinas statliga kraftverksbolag meddelade den 15 januari att dess investeringar troligen minskar under 2024.

På längre sikt växer utmaningarna på utbudssidan med få nya fyndigheter, långsamma tillståndprocesser och

GÅR SOLEN UPP IGEN?

Förnybar energi, indexerad utveckling



ökande resursnationalism. Råvarupriserna behöver stiga för att motivera gruvbolagen att möta den nya efterfrågan. Svårigheterna på utbudssidan i kombination med den växande efterfrågan gör att gruvbolagen framstår som undervärderade. Marginalerna är robusta, balansräkningarna i stort sett sunda och ESG-resultaten förbättras. Den senare faktorn ska inte underskattas då gruvbolagen hittills ofta har ratats i många gröna investeringsstrategier, vilket kan komma att ändras framöver. Långsiktigt står temat starkt, men givet den kortsiktiga motvinden trimmar vi positionen något. Exponeringen mot gröna metaller erhåller vi via en aktivt förvaltd fond.

Svårigheterna på utbudssidan i kombination med den växande efterfrågan gör att gruvbolagen framstår som undervärderade. Marginalerna är robusta, balansräkningarna i stort sett sunda och ESG-resultaten förbättras.

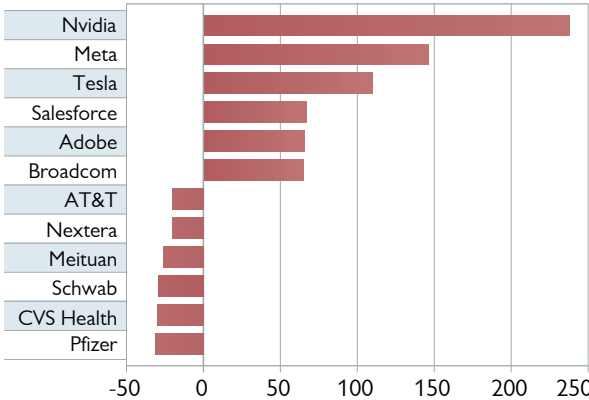
GLOBAL STOCK PICKING

Energiomställningstemat utgör ungefär två tredjedelar av portföljen *Global Stock Picking* (GSP) och i sektorn fanns flera av fjolårets stora vinnare och förlorare. Bolag med tydligast koppling till energiomställningen, exempelvis inom förnybar energi, pressades kortsiktigt bland annat av det högre ränteläget och osäkerhet kring subventioner. I ett längre perspektiv är utsikterna för segmentet oförändrat mycket positiva.

Draghjälp fick GSP i stället från positionerna i *tech*-jättarna *Magnificent Seven* (Mag 7), vilka agerade draglok på världens börser. Mag 7-uppgången drevs av stark försäljningstillväxt efter ett svagt 2022 och betydande marginalförbättringar till följd av sparprogram. Detta resulterade i stark vinststillväxt. AI-trenden fick många att köpa förtroendeingivande *big tech* i tillägg till uppenbara vinnare som AI-chiptillverkaren Nvidia – vilket drev upp multiplarna på Mag 7-bolagen under året.

TOTAL TECH-DOMINANS I TOPPEN

Globala storbolag 2023, kursutveckling, procent



GSP äger fem Mag 7-bolag: Microsoft (portföljens största position), Apple, Alphabet (Google), Nvidia och Tesla. Vi har minskat positionen i Apple väsentligt – värderingen är ansträngd givet den låga försäljningstillväxten.

EXPONERING Största positioner, portföljen Global Stock Picking, procent

Bolag	Inriktning	Portföljvikt	Övervikt
Microsoft	IT-relaterade produkter	7,4	2,7
TSMC	Halvledartillverkare	4,3	4,3
Alphabet	Internet, datacenter	4,0	1,2
Nexans	Elkomponenter	4,0	4,0
Infineon	Halvledartillverkare	3,5	3,4
United Health	Hälsovård	3,2	2,4
Abbvie	Läkemedel	3,1	2,7
Nvidia	Halvledartillverkare	3,1	0,6
AMD	Halvledartillverkare	2,8	2,4
Thermo Fisher	Medicinteknik	2,6	2,3

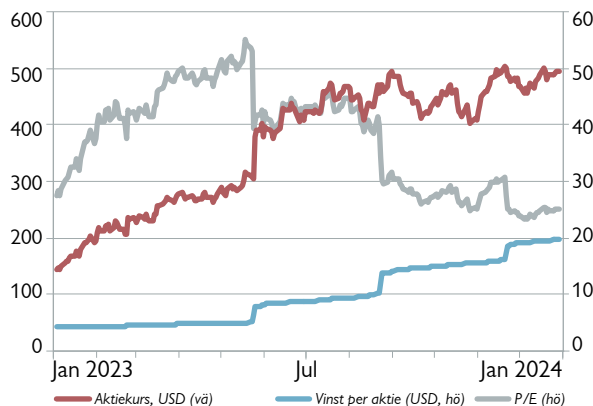
AKTUELL PORTFÖLJ

Positioner och förändringar

- Några nya innehav är Xylem (produkter för vatteninfrastruktur), Ivanhoe Mines (koppargruvor), Exclusive Networks (cybersäkerhet) och ATS (automation).
 - Ökad exponering mot energiomställ-
- ningsbolag under svackan i oktober.
 - Vi minskade i hälsovård under oktober och även i några tech-bolag under slutet av året, framför allt Apple.
 - Vikterna har justerats i mer än hälften av portföljbolagen.

NVIDIA: BILLIGARE TROTS KURSRLLY

Aktiekurs, vinstutveckling och värdering, 12 mån framåtbl.

**Bästa tech-exponeringen finns utomlands**

Termen ”teknologiaktier” används ofta slarvigt. Bara tre Mag 7-bolag klassificeras som it-bolag (Microsoft, Apple och Nvidia). Meta och Alphabet verkar i kommunikationssektorn och Amazon och Tesla säljer sällanköpsvaror till konsumenter. Alla dessa verksamheter drivs i hög grad av ny teknologi (se faktaruta på motstående sida).

Av världens 100 största bolag klassificeras 21 som it-bolag, och utgör runt en tredjedel av gruppens börsvärde. Men teknikinnehållet är stort i ytterligare 17 av dessa 100 bolag. Sammantaget är 38 av världens 100 största bolag teknikintensiva, och utgör 55 procent av gruppens

samlade börsvärde. Detta tydliggör att svenska investerare behöver investera utanför Sverige för att få exponering mot de bästa teknikdrivna bolagen.

Att de teknologiintensiva bolagen blivit så stora på börsen har flera förklaringar. Först och främst innebär stora adresserbara marknader att bolagen relativt snabbt kan nå stor försäljning. Den höga lönsamheten i många segment förklaras av höga inträdesbarriärer, skalfördelar och höga marknadsandelar. Slutligen värderas bolagen relativt högt eftersom investerare räknar med fortsatt stark vinsttillväxt.

GSP har framför allt innehav i datacenterbolag och komponentbolag. Där ser vi mycket goda tillväxtutsikter till rimlig värdering, även om det senaste årets kursuppgångar i många fall har reducerat potentialen.

Hälsovårdssektorn: två stjärnor i mörkret

Om Mag 7-bolagen präglade världens index i fjol, så spelade amerikanska Eli Lilly och danska Novo Nordisk motsvarande roll i hälsovårdssektorn. Kursuppgångar på cirka 50 procent för duon (se diagram till vänster på sidan 56) gjorde Eli Lilly till det största hälsovårdsbolaget i världen sett till börsvärde, och Novo Nordisk till Europas största börsbolag, alla kategorier. Bolagen är klart ledande inom fetmapreparat, som bedöms bli en enorm marknad och där positiva studiedata under året höjde förväntningarna ytterligare. Vi hade i portföljen

Inom tech har GSP framför allt innehav i datacenterbolag och komponentbolag. Där ser vi mycket goda tillväxtutsikter till rimlig värdering, även om det senaste årets kursuppgångar i många fall har reducerat potentialen.

TEKNIKINTENSIVA STORBOLAG: SEX KATEGORIER

Mjukvara

Här är marginalerna höga, särskilt bruttomarginalerna (då ger varje extra försäljningskrona stort vinstgenomslag). Andelen återkommande intäkter är hög då mjukvara ofta säljs som prenumerationer. Det är svårt att byta leverantör, så kunderna är lojala. På dessa styrkor handlas mjukvarubolag normalt på höga multiplar – deras P/E-tal i världsindex är i snitt cirka 33x.

Exempel: Microsoft, Oracle, Adobe, SAP, Intuit, Salesforce, Service Now.

Konsumentelektronik, hårdvara

Liknar annan tillverkningsindustri, med större svängningar och lägre marginaler än mjukvara. Värderingsmultiplarna är därför betydligt lägre än för mjukvarusektorn, ungefär på samma P/E-tal som världsindex i genomsnitt.

Exempel: Apple, Tesla, IBM, Sony, Samsung.

Media, kommunikation, tjänster, e-handel

Heterogen grupp som ligger mellan de ovannämnda ifråga om marginaler och stabilitet. Värderas i snitt något högre än konsumentelektronik.

Exempel: Alphabet, Amazon, Meta, Netflix, Tencent, Alibaba, Booking.com.

Slutkundsspecifika segment

Utvecklar nischlösningar, exempelvis för finanssektor eller industri. Bolagen skiljer sig starkt avseende affärsmodell (såsom mjukvaruandel) och finansiell profil. Är ofta populära hos investerare och värderas relativt högt, P/E-tal runt 25–30 är inte ovanliga.

Exempel: Visa, Mastercard, Thermo Fisher.

Datacenter

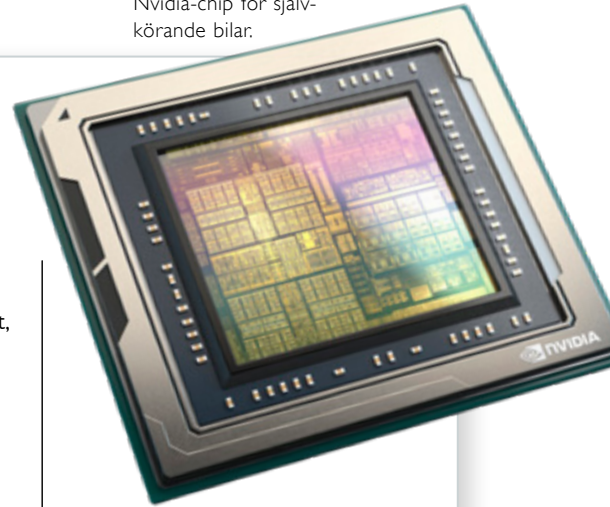
Snabbväxande bolagsgrupp med mycket hög kapitalintensitet som närmast kan betraktas som en oreglerad *utility*, med höga inträdesbarriärer och bra stabilitet. Tillväxten gynnas av ökande datamängder och AI, men utväxlingen på tillväxten är inte lika attraktiv som för mjukvarubolagen. Värderingen framstår som relativt hög, men de största datacenterverksamheterna inryms hos *tech*-jättar och är svåra att sätta ett separat värde på.

Exempel: Amazon, Microsoft, Alphabet, Oracle.

Komponenter

Denna viktiga del i *tech*-värdekedjan drivs av produkter och investeringar, det vill säga främst av konsumentelektronik/hårdvara och datacenter.

Nvidia-chip för självkörande bilar.



Som för alla verksamheter längre bak i värdekedjan är volatiliteten högre (förändrade lagernivåer nedströms påverkar snabbt efterfrågan). Affärsmodellerna varierar: Vissa bolag fokuserar på design, forskning och utveckling, andra på själva tillverkningen. I gruppen är det gott om lätt-identifierade AI-vinnare. Värderingen varierar: halvledarbolag värderas till i genomsnitt P/E 23x, men flera av dem är fortfarande på väg upp ur svackan efter pandemin.

Liksom i de övriga kategorierna dominerar USA, medan övriga världen representeras av tre tunga spelare: nederländska ASML, sydkoreanska Samsung och taiwanesiska TSMC.

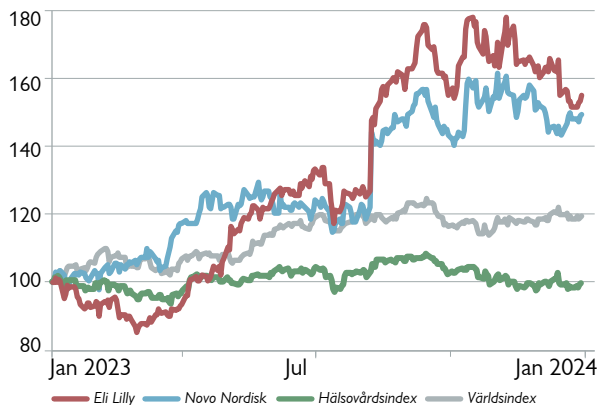
Exempel: Nvidia, TSMC, Broadcom, Applied Materials, Cisco, Intel, ASML, Texas Instruments.



Salesforce-
maskot.

SMAL UPPGÅNG

Eli Lilly och Novo Nordisk vs börs och global hälsovårdssektor



Eli Lilly under första halvåret 2023 och bytte till Novo Nordisk när värderingsskillnaden blev för stor.

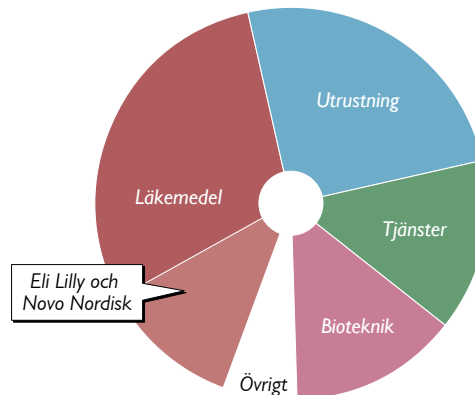
Tillsammans utgör Eli Lilly och Novo Nordisk nu cirka 11,5 procent av ett globalt hälsovårdsindex. Utan uppgången i dessa två bolag hade indexet sjunkit med knappt 5 procent under 2023 – väsentligt sämre än världsindex, som steg med omkring 20 procent.

Jämfört med övriga marknaden var 2023 det sämsta året för hälsovårdssektorn på 30 år. Värderingen är nu ungefär i linje med marknaden i stort (lägre i USA, aningen högre globalt sett), trots att sektorn har bättre tillväxtförutsättningar. Flera faktorer förklarar varför sektorn hade ett dystert 2023:

- *Svag vinstutveckling.* Totalt justerades vinstprognoserna för sektorn ned med 10–12 procent under året. En orsak är efterdyningar från pandemin: Efterfrågan

MER ÄN BARA LÄKEMEDEL

Indexvikter per delsegment i globala hälsovårdssektorn



på vissa produkter och tjänster har minskat, medan vissa kostnader är kvar på hög nivå. Efterfrågan var också svag i Kina under 2023, drivet av nya initiativ för att minska korruptionen i sektorn – de innebar lägre investeringar i hälsovårdsrelaterad utrustning, och införandet av en ny prissättningsmodell.

- *Multipelkontraktion för många bolag i sektorn.* Det finns en oro för att de fetmarelaterade preparaten från Novo Nordisk och Eli Lilly ska minska efterfrågan på andra preparat och vårdtjänster, vilket skulle påverka många bolag i sektorn negativt.

Till de långsiktiga drivkrafterna hör demografiska faktorer (såsom åldrande befolkning, ökad köpkraft och ibland mindre hälsosam livsstil) och ökad innovationstakt där nya behandlingsmöjligheter upptäcks med *big data* och AI.

Hälsovårdssektorn framstår som det mest intressanta alternativet för investerare som vill ha goda långsiktiga tillväxtförutsättningar, konjunkturokänslighet och attraktiv värdering. Vi behåller en övervikt i portföljen Utländska Aktier och en liten övervikt i Global Stock Picking.

Energiomställningen i mot- och medvind

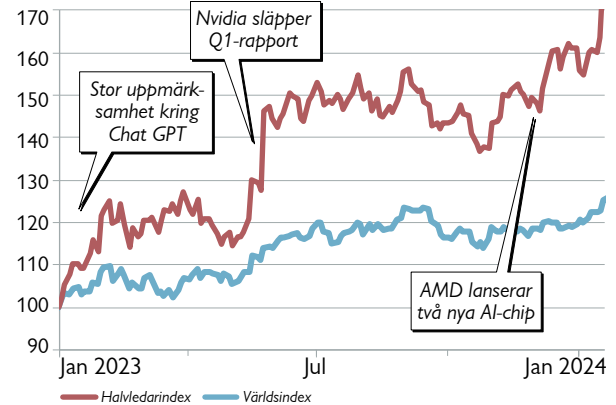
Energiomställningen är ett långsiktigt attraktivt investeringstema¹, som vi överviktar i båda våra utländska aktieportföljer. Under september och oktober i fjol fortsatte temat att utvecklas svagt, framför allt drivet av ränteuppgången, men också av vinstvarningar i sektorn samt politisk osäkerhet kring subventioner i vissa länder. Segmentet följde sedan med börsen upp under november och december. När vi går in i 2024 borde ett antal faktorer bidra till en bättre utveckling:

- Vi har sannolikt passerat räntetoppen, och lär under 2024 ha lägre räntor i snitt än under 2023.
- Inflationstoppen är passerad, och med den sannolikt en period av ovanligt höga kostnadsökningar inom förnybar energi.
- Runt årsskiftet fick vi mer klarhet om *Inflation Reduction Act* (IRA) i USA. Alla aviserade projekt borde nu kunna fortskrida.

Osäkerheten kring den gröna omställningen har minskat och ger bättre förutsättningar för investeringsbeslut. Det stundande presidentvalet i USA är en kortsiktig risk, men det är bra *risk/reward* i temat för långsiktiga investerare.

AI GÖR HALVLEDARE TILL VINNARE

Indexerad utveckling



Sammantaget minskar detta osäkerheten och ger bättre förutsättningar för de investeringsbeslut som behöver fattas kring den gröna omställningen. Det stundande presidentvalet i USA är en kortsiktig risk för sektorn, men vi bedömer alltjämt att det är bra *risk/reward* i temat för långsiktiga investerare. Vi behåller en stor exponering såväl i Utländska aktier (vår breda portfölj) som i Global Stock Picking (inriktad på enskilda aktieinnehav).

¹ Vi har tagit upp investeringar kopplade till energiomställningen i flera strategirapporter, senast i höstens utgåva av *Allokering och portföljstrategi*.

Svenska aktier

POSITIONERING. Vi ser värden i småbolag och banker, samt i eftersläntrande storföretag. I verkstadssektorn är vi selektiva. Vi överviktar hälsovård och ökar till neutral i fastigheter.

2023 blev till slut ett riktigt bra år på Stockholmsbörsen, som gav 19 procent i avkastning inklusive utdelningar. Nästan hela avkastningen genererades dock under en fenomenal avslutning, där kurserna steg med cirka 17 procent under årets sista två månader. Så sent som i slutet av oktober stod börsindex på samma nivå som i början av året. Börsen var räntestyrd under större delen av 2023, och räntefallet i november och december utgjorde uppgångens bränsle. 2024 har börjat med en andhämtningspaus, vilket inte förvånar efter den snabba uppgången. Räntekänsliga aktier, som hade motvind när räntan steg, har varit stora vinnare på slutet. I den

kategorin har Sinch, Nyfosa, JM och Balder genererat bäst avkastning. Även slagpåsen SBB har lyft sig rejält – om än från låga nivåer. Bland de största bolagen sticker Hexagon och faktiskt även Ericsson ut med kraftiga uppgångar. Samtidigt har SCA, Boliden, Astra Zeneca med flera hamnat i bakvattnet.

FASTIGHETER: VI BEHÅLLER BALDER

”Har vi sett botten för fastigheter?”, undrade vi i höstens utgåva av *Allokering och portföljstrategi*. I dag talar mycket för att så är fallet. Katalysatorn var det snabba räntefallet, som kom tidigare och blev kraftigare än vi vågat hoppas på. Vi är glada över vårt sektorinnehav Balder, som med

EXPONERING

Förändringar sedan september 2023

■ Aktuell vikt ■ Tidigare vikt

	Stark undervikt	Undervikt	Neutral vikt	Övervikt	Stark övervikt
Verkstad					
Bank					
Finans					
Fastighet					
Sällanköpsvaror					
Dagligvaror					
Hälsovård					
Teknologi					
Telekom					
Råvaror					

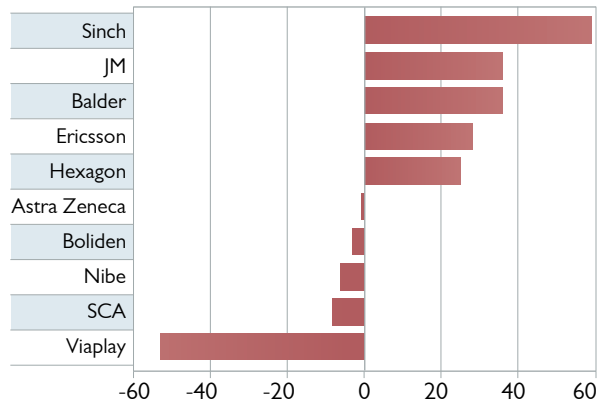
AKTUELL PORTFÖLJ

Positioner och förändringar

- Ökad småbolagsexponering via bred ETF. Lagercrantz, Lindab, Dometic och Cargotec är aktier vi äger.
- Vi tror att eftersläntrare som Essity, Skanska och Ericsson kan vända upp. Vi har ökat i Ericsson under vintern.
- Hälsovård är välrepresenterat i portföljen. Vi har innehav i Astra Zeneca, Getinge och Arjo.
- Exponeringen mot verkstad är förhållandevis neutral. Volvo och Assa Abloy är våra största innehav.
- Bank är nästa största sektor efter verkstad. Vi äger SEB, Swedbank och Handelsbanken.

VINNARE OCH FÖRLORARE

Kursutveckling sedan 1 november, procent



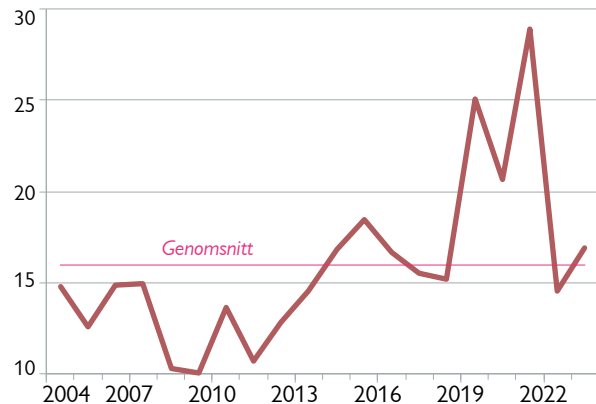
47 procents uppgång i fjol utvecklades bäst av de större fastighetsbolagen.

Efter den kraftiga återhämtningen har risken för bakslag i sektorn ökat, särskilt om räntorna skulle börja stiga igen. Förvisso värderas fastighetsbolagen fortfarande med viss substansrabatt i genomsnitt, men de är inte alls lika billiga som för ett halvår sedan. Risken för ytterligare nedskrivningar av fastighetsvärden i år kvarstår, och värderingen av sektorns kassaflöde är faktiskt något över snittet det senaste decenniet (se diagram ovan till höger). Positivt är att finansieringsmarknaden har börjat öppna igen för fastighetsbolagen, och att affärsflödet nu tycks komma igång. Rimligen är det värsta över.

Sammantaget har vi i nuläget en neutral syn på fastighetssektorn. Balder är fortsatt vårt val i sektorn. Bolagets likviditet täcker alla låneförfall i år (se graf till vänster på nästa sida) och Balder värderas alltjämt på rimliga nivåer.

FASTIGHETER MER RIMLIGT VÄRDERADE

Kassaflödesmultipel, fastighetssektorn



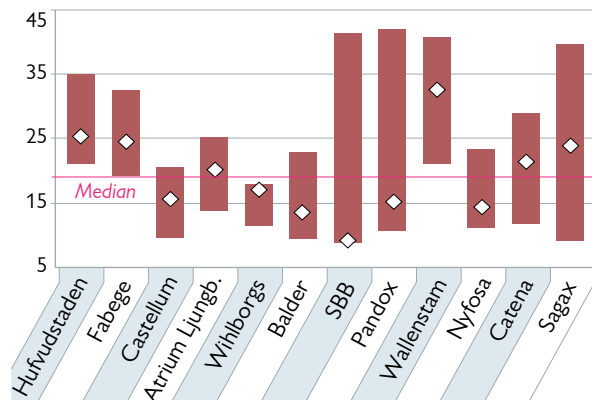
REVANSCH FÖR SMÅBOLAG

I våra senaste strategirapporter har vi skrivit åtskilligt om småbolag, och om hur de under de senaste två åren har halkat efter storbolagen. Den ökade riskviljan i slutet av förra året visade sig vara en riktig dundermedicin för de mindre bolagen. Carnegie Småbolagsindex steg med hela 25 procent från botten i slutet av oktober fram till årsskiftet, inte minst med draghjälp från fastighetssektorn. Den snabba uppgången kan avskräcka i det korta perspektivet, men på längre sikt ser vi mer potential. Även efter återhämtningen har småbolagsindex tappat drygt 20 procent i värde från toppen i slutet av 2021. OMXS30-index, med Stockholmsbörsens 30 största bolag, har däremot tagit igen nästan hela nedgången.

När vi började övervikta aktier under slutet av fjolåret valde vi att öka andelen småbolag i portföljen. Mindre bolag tenderar att gå bättre när börsen stiger, men också

FASTIGHETER: VI VÄLJER BALDER

Nuvarande kassaflödesmultipl jf med högsta/lägsta nivå



att utvecklas sämre när trenden är fallande. Många småbolag har större exponering mot Sveriges ekonomi än de stora bolagen, som ofta är globala aktörer. Givet hur räntekänslig vår inhemska konjunktur är blir sjunkande räntor extra viktiga i detta läge.

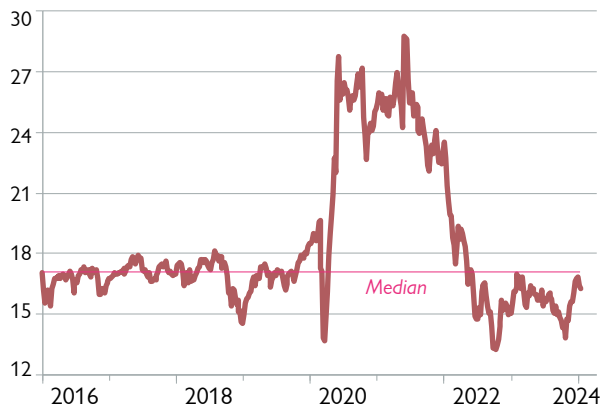
Efter fjolårets starka avslutning går det inte att hävda att det är rea på småbolag. Sammantaget ligger värderingen kring P/E 16x, i linje med det historiska snittet, men klart lägre än den räntedopade toppen under 2020 och 2021 (se diagram ovan till höger). Över tid brukar mindre bolag öka vinsterna snabbare än större bolag. Vi ser därför viss potential så länge inte räntan börja stiga alltför mycket.

Lagercrantz, Lindab, Fortnox, Cargotec och Dometic är några av våra småbolagsinnehav som verkligen har fått upp ångan på sistone, och som vi fortsätter att äga.

Cargotec är noterat i Finland, och således formellt ingen svensk aktie, men har väsentlig koppling till Sverige

SMÅBOLAG ÄR ATTRAKTIVA

P/E-tal, nordiska småbolag, 12 mån framåtblickande



då två av dotterbolagen i koncernen – Hiab och Kalmar – har svenskt ursprung. Vi lockas av Cargotecs låga värdering. Företaget har haft lönsamhetsproblem, men är nu i färd att dela upp koncernen, vilket borde synliggöra dolda värden.

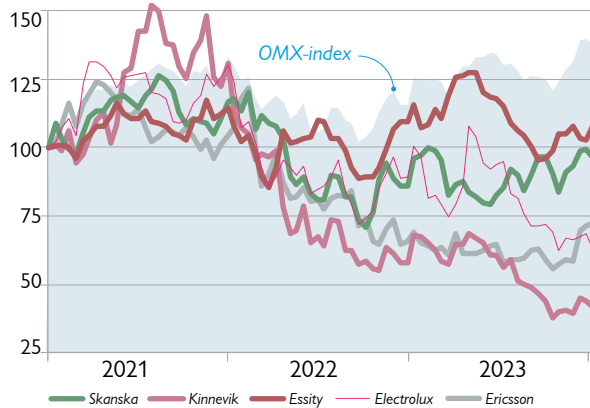
Andra småbolagsinnehav inkluderar Arjo, AAK, Getinge och XACT Svenska Småbolag ETF. Sistnämnda instrument ger exponering mot ett hundratal bolag med börsvärden mellan cirka 250 miljoner kronor (SynAct Pharma) och 80 miljarder kronor (Boliden).

EFTERSLÄNTRARE MER I FOKUS

Även om många aktier har repat sig fint den senaste tiden, har en samling bolag haft en riktigt usel långsiktig kursutveckling. Till rysarna hör Viaplay, SBB, Embraer, MIPS, Stillfront och Sinch, som under de senaste två åren har tappat mellan 70 och 99 (!) procent av sitt

STORBOLAG PÅ EFTERKÅLKEN

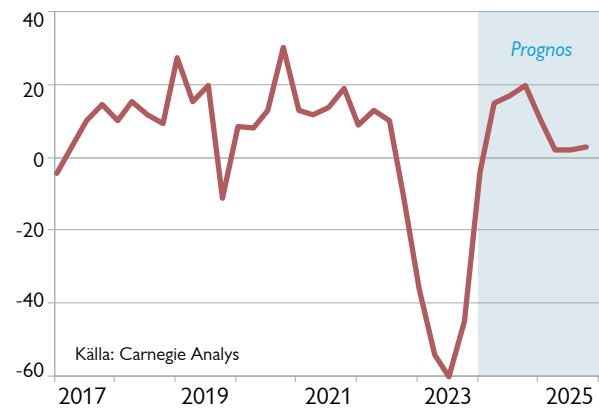
Indexerad utveckling



börsvärde. En anledning är att investerarkollektivet kraftigt överskattade deras vinstförmåga under den rätadopade börsuppgången 2020–2021 och tryckte upp kurserna till alldeles för höga nivåer. Vissa av förlorarna kan säkert bli vinnare igen, men risken är ofta väldigt hög. Vår investeringsfilosofi är att premiera kvalitetsbolag, varför vi i regel undviker bolag som de ovan-nämnda, med enstaka undantag när vi ser fina möjligheter till avkastning. Under inledningen av fjolåret hade vi ett litet innehav i Embracer (som sedan avyttrades), men i övrigt undvek vi lyckligtvis dessa slagpåsar. I dag äger vi ingen av dessa förlorare.

ERICSSON: UPPSVING I USA

Försäljningstillväxt i affärsområdet nätverk, procent



Även vissa större och mer etablerade börsbolag har haft motvind och underpresterat en längre tid. Några exempel är Telia, Ericsson, Securitas, Essity, Kinnevik, Volvo Cars, Skanska och Electrolux. Gemensamt för dem är en alltför dålig vinsttillväxt över tid. Förvisso verkar bolagen i branscher med låg tillväxt, men de har också begått olika egna misstag som helt eller delvis förklarar det klena utfallet.

Kinnevik: under uppsikt

Kinnevik har de senaste åren omvandlat sig till ett investmentbolag med fokus på omogna tillväxtbolag. Sedan räntorna började stiga på allvar mot slutet av 2021 har

Lagercrantz, Lindab, Fortnox, Cargotec och Dometic är några av våra innehav som verkligen har fått upp ångan på sistone. Andra småbolagsinnehav inkluderar Arjo, AAK, Getinge och XACT Svenska Småbolag ETF.

marknaden varit skoningslös mot sådana investeringar. Den dag då pendeln börjar svänga, och marknaden premierar spännande tillväxtbolag igen, kan aktien ta fart. Vi är osäkra på tajmningen för att åter köpa aktien, men behåller Kinnevik under nära uppsikt (se faktaruta nedan).

Erisson: vi viktat upp aktien

Telekomleverantören Ericsson har under vintern kommit att intressera oss alltmer. Ledningen och styrelsen har inga roliga år bakom sig. Ericsson gjorde med usel tajmning ett fiaskoartat förvärv av amerikanska Vonage för 60 miljarder kronor. Dessutom har Ericsson tyngts av korruptionsskandaler som resulterat i klammeri med amerikanska myndigheter och omfattande böter. Lagg

därtill att den viktiga amerikanska marknaden för telekomutrustning har varit under press (se graf till höger på föregående sida), vilket slagit hårt mot resultatet. Aktiemarknaden har, med all rätt, svarat med att trycka ned Ericsson rejält. I höstas var aktien tillbaka på samma nivå som under 2017.

Nu anar vi dock en ljusglimt i tunneln. Förvärvet av Vonage har skrivits ned till hälften, samtidigt som de legala bekymren med myndigheterna borde närma sig slutet. Viktigast är att USA-marknaden förmodligen vänder upp igen. Ericsson tog ett viktigt kontrakt med operatören AT&T före årsskiftet: Avtalet är femårigt och värt hela 14 miljarder dollar, vilket gör det till det största i Ericssons historia – sannolikt ger det intäkterna en

BÄTTRE MIX I KINNEVIK?

Stenbecksfärens investmentbolag Kinnevik har förmodligen aldrig varit så ifrågasatt som nu. När bokslutet redovisades i början av februari var substansrabatten nästan 40 procent – den högsta nivån på minst 20 år. Det kan jämföras med hösten 2021, när riskaptiten var som störst och Kinnevik handlades med en substanspremie på cirka 40 procent.

Vid sidan av en post värd 12 miljarder kronor i teleoperatören Tele 2 och en nettokassa på 8 miljarder sitter Kinnevik i huvudsak på en portfölj av investeringar i onoterade, och i de flesta fall olönsamma, tillväxtbolag

inom vertikaler som vård, marknadsplatser, konsumentfinans och mjukvara. Värderas Tele 2 och kassan utan rabatt blir den implicita rabatten på den onoterade portföljen långt mer än 40 procent.

Portföljmixen markerar en stor förändring på relativt kort tid. Så sent som 2016 stod noterade innehav för nästan 90 procent av substansvärdet. Parallellt med att familjen Stenbeck minskat sitt ägande och Cristina Stenbeck lämnat

styrelsen har investmentbolagets strategi förändrats i grunden.

Kinnevik har genom sin historia lyckats återuppfinna sig självt flera gånger och anpassa sig till nya sociala och ekonomiska trender. Kan bolaget lyckas med samma reptrick igen? Den stora rabatten signalerar misstro.

Men nettokassan i kombination med signaler om att räntorna toppat och tecken på ökad riskaptit och ett förbättrat finansieringsklimat kan ge investmentbolaget en chans att rida ut stormen.



Foto: Fabian Björnsjerna/Mathem

skjuts de kommande åren. Försäljningen av nätutrustning i USA, som brukar växa med omkring tio procent om året, krympte under 2023 med upp emot 60 procent. En ny utrullningsfas av mobilnät inleds, vilket borde sätta fart på tillväxttakten igen. En normalisering skulle vara mycket gynnsam för Ericsson.

Efter det kraftiga kursfallet är Ericssons värdering nu låg, aktien handlas till ett P/E-tal på cirka 10x årets vinstprognos. Det talar för att ganska mycket negativt redan är diskonterat. Samtidigt har många investerare helt valt bort aktien, vilket skulle kunna leda till ett potentiellt köptryck om förutsättningarna förbättras. Vi landade i att det värsta troligen är över, och viktade därför upp aktien under vintern. Kursen har förvisso stigit kraftigt sedan början av december när AT&T-kontraktet presenterades, men om saker och ting börjar falla på plats bör det finnas uppsida kvar. Med det sagt är vi långt ifrån säkra på att Ericsson är en aktie att äga på lång sikt. Bolaget har mycket att bevisa för att förtjäna en plats i finrummet igen.

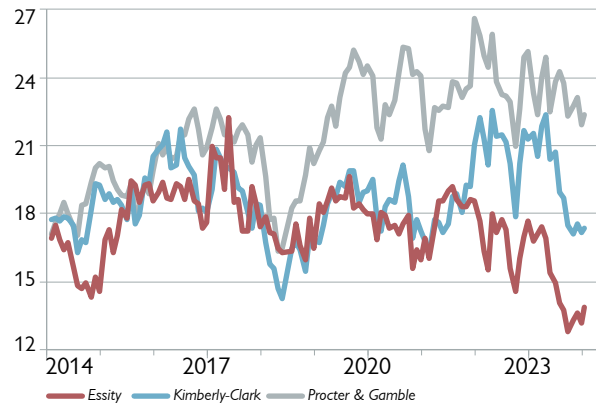
Essity: stabilisering ger förtroende

Essity led under 2021–2022 av höga massapriser och allmänt höga kostnader för insatsvaror. Detta rättade till sig i fjol och aktien inledde 2024 på bästa sätt, för att sedan tappa mark igen. Kvartalsrapporterna har inte övertygat och många investerare är trötta på återkommande besvikelser. Den låga värderingen får dock aktien att se lockande ut.

Essity har ett betydligt lägre P/E-tal än konkurrenterna Kimberly-Clark och Procter & Gamble (se diagram ovan till höger). Detta beror rimligen på Essitys mer

FÖRDEL ESSITY

P/E-tal, 12 månaders framåtblickande



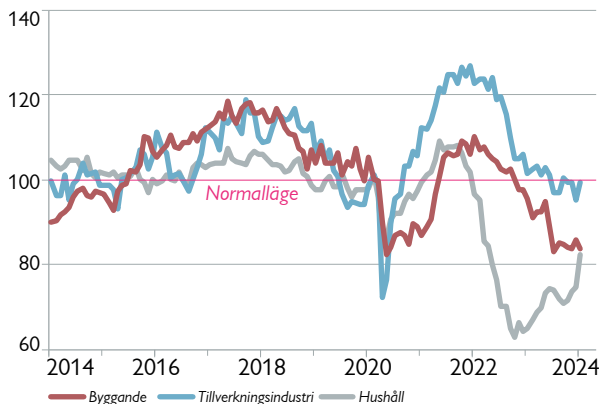
volatila resultatutveckling och något sämre avkastning på eget kapital. Essity har nyligen aviserat försäljningen av dotterbolaget Vinda, som stått för en stor del av vinstvolatiliteten. Koncernen borde nu bli mer stabil och erhåller ett betydande tillskott av likvida medel som kan användas för att sänka skuldsättningen eller till förvärv. Rabatten mot konkurrenterna borde då kunna minska. Vi behåller därför vår tro på Essity och har på marginalen ökat positionen efter försäljningen av Vinda.

Skanska: potentiell vinnare

Ränteuppgången har slagit hårt mot det mesta inom bygg och fastighet. Bolag med stor exponering mot svenska bostäder har haft det tuffast. Bland byggbolagen har således JM, Peab och Bonava utvecklats sämst, men även Skanska har drabbats. Byggrörelsen, som företrädesvis jobbar med stora infrastrukturprojekt, får fullt godkänt

GLADARE HUSHÅLL, BOTTEN I BYGG?

Konjunkturbarometer, Sverige



för sina prestationer de senaste åren. Däremot har verksamheten inom fastighetsutveckling stött på problem. Bostäder i Sverige är en del av detta, men även kontorsmarknaden i USA är mycket svag. Fastän pandemin är över fortsätter många amerikaner att jobba hemifrån. Den resulterande överkapaciteten inom kontorsfastigheter har satt marknaden i gungning. Skanska har tvingats dra ned inom detta område och även skriva ned värden på färdigställda projekt som bolaget äger. I januari tvingades Skanska till en vinstvarning på detta tema.

I närtid syns ingen ljusning på fastighetssidan, men att räntorna har börjat sjunka inger ändå visst hopp.

Skanskas väldigt starka balansräkning är en fördel: Bolaget har finansiella muskler att vänta ut bättre tider och kan möjligen dra nytta av att konkurrenter tvingas till mer akuta åtgärder. Vi ser således Skanska som en potentiell vinnare när röken väl börjar lägga sig i branschen (se graf till vänster). På lite längre sikt finns dolda värden som kan synliggöras, och under tiden ger Skanska en hygglig utdelning till sina ägare. När mycket annat på börsen blivit ganska dyrt borde allt fler värdeinvestorer hitta till Skanska. En annan fråga är om Skanska är en aktie att äga långsiktigt. Stora byggbolag har en sällsynt förmåga att gå på nitar i olika projekt.

De övriga eftersläntrare som nämndes ovan håller vi oss än så länge borta från. Förmodligen ska man inte ha för många sådana i sin portfölj, eftersom de ofta stannar längre i frysboxen än vad man tror. Telia och Securitas ser vi begränsad uppsida i. Vi håller Electrolux under uppsikt: Bolaget har en förskräcklig historik av tråkiga vinstöverraskningar – i mitten av januari kom en ny vinstvarning. Aktien är nu så nedpressad att ett ganska måttligt positivt nyhetsflöde skulle kunna utlösa en kursuppgång. Möjligen kan Electrolux bli utköpt från börsen om inte värderingen kommer upp.

Skanska är en av de eftersläntrare vi har i portföljen. Balansräkningen ger bolaget finansiella muskler att vänta ut bättre tider och möjligen dra nytta av att konkurrenter tvingas till mer akuta åtgärder.

Räntebärande investeringar

POSITIONERING. USA:s realränteobligationer och bostadsobligationer bidrar med inflationsskydd och riskspridning. Vi underviktar alltjämt nordiska företagsobligationer.

2023 avslutades starkt på ränte- och kreditmarknaderna. November och december var två av de bästa månaderna på många år. För helåret blev avkastningen 4,8 procent för globala statsobligationer, 7,1 procent för *investment grade* och 11,6 procent för *high yield*.

Den amerikanska tioåringen uppvisade stora rörelser under året då centralbanken Federal Reserve (Fed) höjde styrräntan med 100 punkter till 5,25–5,50 procent. Tioåringen avslutade året på knappt 3,9 procent – nästan exakt där den inledde året.

I Europa föll långräntorna med i snitt 60 punkter under 2023, medan Europeiska centralbanken (ECB) och Riksbanken höjde styrräntorna med 200 respektive 150 baspunkter till 4 procent. Tyska och svenska tioåriga statsobligationsräntor handlas nu kring 2,2 procent.

POSITIONERING

Aggregerat har vi något kortare duration i portföljerna, är neutrala statsobligationer, överviktar *investment grade* och underviktar *high yield* och nordiska företagsobligationer. Inom statsobligationer har vi stor undervikt mot japanska statsobligationer. Vi ser fortsatt en risk för att centralbanken Bank of Japan minskar sin styrning av räntekurvan (*yield curve control*) och låter de långa obligationsräntorna

EXPONERING

Förändringar sedan september 2023

■ Aktuell vikt ■ Tidigare vikt

Statsobligationer

	Stark undervikt	Undervikt	Neutral vikt	Övervikt	Stark övervikt
Sverige					
Europa					
USA					

Investment grade

	Stark undervikt	Undervikt	Neutral vikt	Övervikt	Stark övervikt
USA					
Europa					
Norden					

High yield

	Stark undervikt	Undervikt	Neutral vikt	Övervikt	Stark övervikt
Europa					
USA					

AKTUELL PORTFÖLJ

Positioner och förändringar

- Vi är något korta duration i portföljerna.
- Vi är neutrala statsobligationer och behåller övervikt mot realränteobligationer.
- Vi har minskat övervikten mot europeiska *investment grade*-obligationer (IG).
- Inom IG har vi köpt amerikanska bostadsobligationer.
- Vi underviktar nordiska företagsobligationer.
- Inom *high yield* gillar vi fortsatt europeiska CLO:er.

stiga när inflationen under perioder har varit över målet på 2 procent. Efter fjolårets starka utveckling har vi även minskat exponeringen mot europeiska och svenska obligationer och i stället ökat i USA. Vi behåller vår position mot amerikanska realränteobligationer (så kallade TIPS, *treasury inflation-protected securities*) för att skydda portföljen om inflationen vänder upp igen.

Vår övervikt mot europeisk *investment grade* har minskat något. I stället har vi köpt amerikanska bostadsobligationer (läs mer på sidan 68), vilka vi bedömer kan gynnas av lägre räntevolatilitet. Positionen är också ett sätt att diversifiera portföljen bort från företagsrisk.

Inom *high yield* har vi minskat exponeringen mot CDS-index (*credit default swaps*, ett sätt att handla med kreditrisk) och ökat i företagsobligationer. Högre kreditkvalitet och högre kreditspreadar gör att vi fortsatt överviktar Europa jämfört med USA. Positionerna i värdepapperiserade europeiska företagslån (*collateralized loan obligations*, CLO) och europeiska bankkapitalobligationer (*CoCos*) är kvar i portföljen.

RÄNTAN: MAJ, SNARARE ÄN MARS

Efter Feds omsvängning i december, där Fed-chefen Jerome Powell sade att kommittéledamöter börjat diskutera räntesänkningar, har räntemarknaderna skruvat upp förväntningarna och prisar nu in fem sänkningar

under 2024, med start i maj. Feds egen prognos var tre sänkningar under 2024. Marknadens prissättning framstår som rimlig, med risk för att Fed försöker vänta med första räntesänkningen. På resan till att få ned kärninflationen från över 5 procent till målet på 2 procent återstår enligt vår bedömning den svåraste delsträckan, från drygt 3 till 2 procent. Arbetsmarknaden är alltså stark, med fortsatt hög lönetillväxt, och nedgången i tjänsteinflationen ser ut att tagit en paus. Kortsiktigt ser vi därför en risk för att räntorna kan stiga, men på längre sikt bör de komma ned när USA:s ekonomi mattas av och inflationen fortsätter falla.

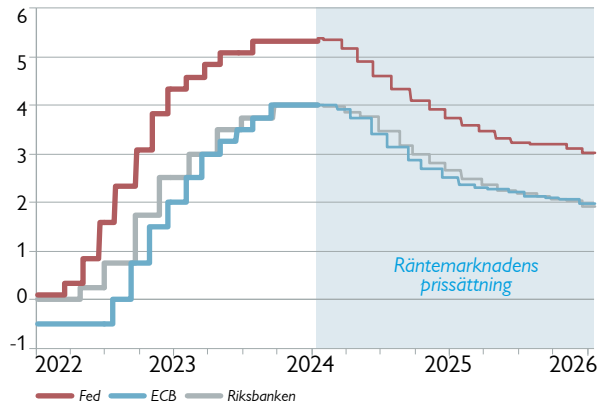
I Europa och Sverige prisar räntemarknaden in ungefär lika många räntesänkningar under året, med start i april till juni. ECB-ordföranden Christine Lagarde har lagt stor vikt vid lönetillväxten, som fortfarande är stark, och även om Europas tillväxtsignaler är svagare än USA:s syns inga tecken på en stor kris. Hushållen gynnas av stigande reallöner, vilket kommer att stötta konsumtionen tillsammans med stark sysselsättning och generellt högt sparande.

Höga statsskulder och stora budgetunderskott är en risk som kan leda till högre långräntor under 2024. Både i Europa och USA krymper centralbankerna sina balansräkningar, varför privata aktörer i större utsträckning måste finansiera emissionsvolymerna av statsobligationer.

Vår övervikt mot europeisk *investment grade* har minskat något. I stället har vi köpt amerikanska bostadsobligationer, vilka vi bedömer kan gynnas av lägre räntevolatilitet. Positionen diversifierar portföljen bort från företagsrisk.

STORA RÄNTESÄNKNINGAR UNDER 2024

Centralbanker, marknadens räntebana, procent



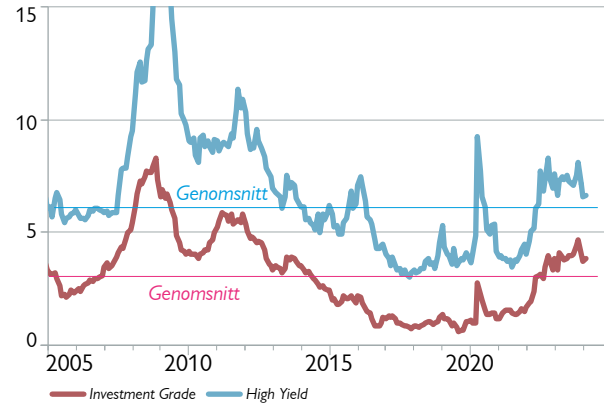
Att både ränte- och aktiemarknaderna utvecklats starkt de senaste månaderna innebär dessutom att de finansiella förhållandena lättat betydligt. Tillväxt och inflation kan därför överraska uppåt, vilket försvårar för centralbankerna att sänka styrräntorna.

FÖRETAGSOBLIGATIONER: NEUTRAL

Fallande räntor och kreditspreadar har satt press på den löpande ränteavkastningen de senaste månaderna. För global *investment grade* är ränteavkastningen 3,8 procent och för *high yield* 6,6 procent, efter valutasäkring till svenska kronor. Med tajtare kreditspreadar får investerarna sämre betalt för att ta kreditrisk, och för global *high yield* är kreditspreadarna nu klart under historiska medianer. Inom *investment grade* är de amerikanska kreditspreadarna under medianen, medan de europeiska fortfarande är över sin median.

FÖRETAGSOBLIGATIONER ATTRAKTIVA

Löpande ränteavkastning efter valutasäkring till SEK, procent



Den löpande ränteavkastningen är över medianen sedan 2000 både för global *high yield* och *investment grade*. Företagsobligationer har fortsatt goda möjligheter att leverera bra avkastning, men investerarna tjänar inte längre lika mycket på att gå ned i kreditkvalitet jämfört med att investera i tryggare obligationer.

Att den riskfria räntan utgör en större del av den löpande ränteavkastningen kan potentiellt skydda den totala avkastningen om inflationen fortsätter att falla. Under flertalet av de senaste 30 åren har den riskfria räntan och kreditspreadarna rört sig åt olika håll. Endast under fyra år steg den riskfria räntan och kreditspreadarna samtidigt, senast 2022. Stigande kreditspreadar kan kompenseras av fallande statsobligationsräntor – som dock är mer sannolika om inflationen fortsätter nedåt. För *high yield* gäller dessutom att den löpande ränteavkastningen ofta kompenserar för eventuella

prisfall till följd av stigande kreditspreadar och/eller underliggande riskfri ränta.

Företagsobligationer är således fortsatt attraktiva, men givet att kreditspreadarna minskat väljer vi att ta ned risken. Vi överviktar därför *investment grade* och underviktar *high yield* och nordiska företagsobligationer. Förra året gick europeiska företagsobligationer starkt och gav bättre avkastning än globala och nordiska krediter. Vi har tagit hem en del av denna vinst och är nu något mer neutralt positionerade. Som ett sätt att diversifiera portföljen och investera i obligationer med högre kreditkvalitet har vi minskat *investment grade*-andelen till förmån för amerikanska bostadsobligationer, så kallade *agency mortgage-backed securities* (MBS). Dessa obligationer har ingen kreditrisk, men handlas trots det med en högre spread mot amerikanska statsobligationer jämfört med *investment grade*.

MORTGAGE-BACKED SECURITIES

Durationsrisk och kreditrisk är de två viktigaste riskerna vid obligationsaffärer. En tredje risk är konvexitet. Förenklat mäter duration *när* man får tillbaka pengarna, kreditrisk *om* man får tillbaka pengarna och konvexitet *hur* man får tillbaka pengarna (se ruta på sidan 70).

En marknad med negativ konvexitet är de amerikanska bostadsobligationerna *mortgage-backed securities* (MBS). Den amerikanska bolånemarknaden skiljer sig från betydligt från den svenska. Hushållen får när som helst lösa sina bolån utan att ersätta långivaren för räntebortfallet. Oftast är bolånen 30-åriga med rak amortering, men även kortare löptider på 15 år förekommer, liksom femåriga bolån med rörlig räntebas.

Att amerikanska hushåll när som helst kan betala tillbaka sina bolån i förtid ger upphov till en så kallad *prepayment risk*, som i sin tur ger *agency*-MBS negativ konvexitet.

GINNIE, FANNIE OCH FREDDIE

1934 skapade USA:s regering Federal Housing Administration (FHA) för att skaka liv i den amerikanska bostadsmarknaden och skydda långivare från kreditförluster på bolån. Under årens lopp skapades tre bolåneinstitut (*agencies*) för att tillhandahålla likviditet, stabilitet och access till bolånemarknaden: Government National Mortgage Association (Ginnie



FDR:s FHA
kläckte MBS.

Mae), Federal National Mortgage Association (Fannie Mae) och Federal Home Loan Mortgage Corporation (Freddie Mac). Ginnie Mae är en statlig institution medan Fannie Mae och Freddie Mac står under förvaltning efter finanskrisen 2008. I praktiken är för tillfället alla bostadsobligationer från dessa institut garanterade av amerikanska staten och

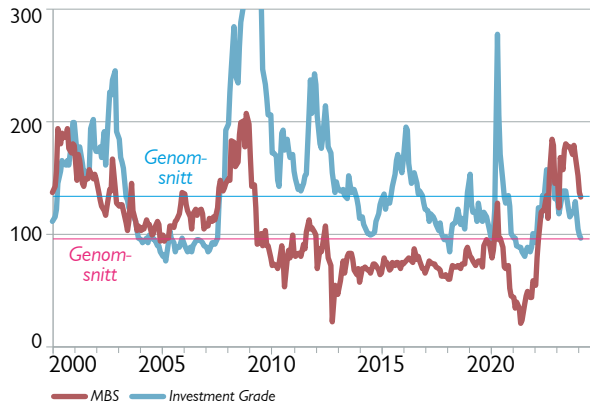
har samma kreditrisk som amerikanska statsobligationer.

Marknaden för *agency mortgage-backed securities* (MBS) uppstod på 1970-talet. Då paketerade Ginnie Mae tusentals bostadslån med liknande kuponger i en stor pool, som finansierades genom att en stor obligation emitterades som kunde handlas mellan banker och andra investerare. I dag består en MBS av uppåt 10 000 bolån till hushåll med höga kreditbetyg.

Foto: Library of Congress

BOSTADSOBLIGATIONER ATTRAKTIVA

Spread mot statsobligationer, USA, baspunkter

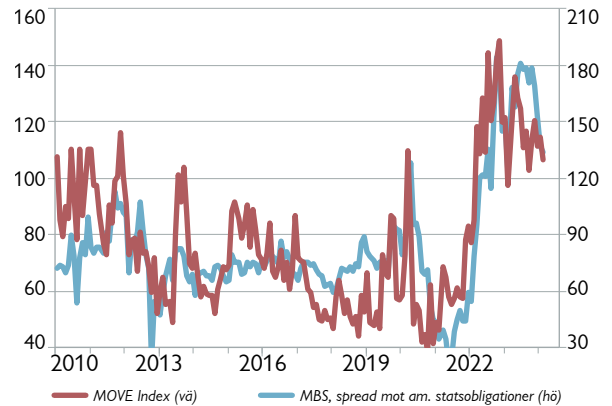


Om ett hushåll har tagit ett bolån och räntorna sedan sjunker, har låntagaren ett ekonomiskt incitament att lösa lånet, ta upp ett nytt bolån och låsa in en lägre ränta. Om räntorna i stället stiger och stannar kvar på en hög nivå har hushållen ett incitament att behålla sitt nuvarande lån och betala av det under 30 år.

Till skillnad från vanliga obligationer, där priset stiger om räntorna går ned, är uppsidan begränsad för investerare i MBS:er. De får då tillbaka pengarna fortare än förväntat, till MBS:ens emissionskurs. Och om räntorna stiger förlängs durationen eftersom färre hushåll då vill omfinansiera sina bolån.

VOLATIL RÄNTA GER KÖPLÄGE I MBS

Räntevolatilitet och MBS-spread



Främst påverkas återbetalningshastigheten av det rådande ränteläget, men även andra faktorer spelar in, såsom att folk flyttar för att hitta nya jobb.

För att ta på sig ovannämnda *prepayment*-risk, där investerarna inte vet när hela nominella beloppet återbetalas, blir investerare i MBS kompenserade med en högre ränta.

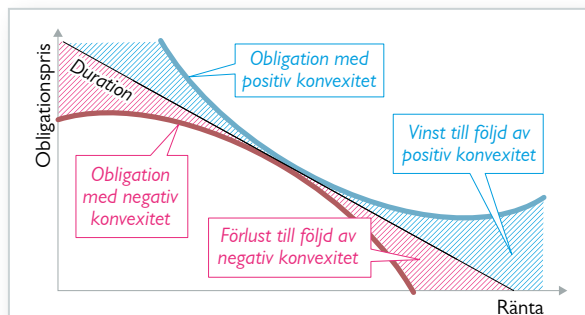
Ett sätt att se på MBS:er är som en investering i en tioårig amerikansk statsobligation kombinerat med en såld option där hushållen har rätt att återbetala lånet till kurs 100. Eftersom MBS:er i princip är garanterade av amerikanska staten är kreditrisken låg, och spreaden (den extra ränta man får betalt utöver statsobligationsräntan)

Vi överviktat *investment grade* och underviktat *high yield* och nordiska företagsobligationer. Förra året gick europeiska företagsobligationer starkt och gav bättre avkastning än globala och nordiska krediter.

bestäms av värdet på optionen. Den viktigaste variabeln för att beräkna värdet på optionen är volatiliteten på räntemarknaden, men även andra faktorer som ränteläge och lutningen på räntekurvan spelar roll.

De kraftiga ränterörelserna de senaste två åren har ökat både den realiserade och den förväntade räntevolatiliteten kraftigt. Det gör att värdet på den inbyggda optionen i MBS:er är högt, vilket ger investeraren bättre betalt för att ta på sig *prepayment*-risk. Detta gäller främst MBS:er som emitterats nyligen och som betalar hög kupong. Äldre MBS:er som emitterades när ränteläget var lågt har låg *prepayment*-risk, eftersom hushållen inte har ekonomiska incitament att återbetala lånet nu när bolåneräntorna är nästan 4 procentenheter högre än tidigt 2021. Äldre MBS:er har i dag därför positiv konvexitet och handlas till låga spreadar.

Marknaden för amerikanska MBS:er är väldigt stor och likvid. Marknadsvärdet är drygt 7 000 miljarder dollar, nästan tre gånger större än hela globala *high yield*-marknaden. På grund av marknadens speciella karaktär, med exempelvis *prepayment*-risken, lämpar den sig väl för aktiva förvaltare som har goda möjligheter att analysera olika obligationer och skapa mervärde. Vi har därför valt att ta in en aktivt förvaltd MBS-fond.



KONVEX LÖNSAMHET

De tre viktigaste riskerna vid ränteplaceringar är *kreditrisk*, *duration* och *konvexitet*. *Duration* uttrycker portföljens räntekänslighet och definieras matematiskt som förstaderivatan av obligationspriset med avseende på räntan. *Konvexitet* är ett icke-linjärt fenomen och definieras som andraderivatan. Begreppet kan illustreras med följande starkt förenklade positioner:

- En position där man kan tjäna 1 krona eller förlora 1 krona har *noll konvexitet*,
- En position där uppsidan är 2 kronor och nedsidan 1 krona har *positiv konvexitet*
- En position där uppsidan är 1 krona och nedsidan 2 kronor har *negativ konvexitet*.

Då kan man ju undra varför investerare inte alltid väljer positiv konvexitet – men marknaden kan ge bra betalt till den som tar positioner med negativ konvexitet.

De allra flesta obligationer har positiv konvexitet: Priset på obligationen stiger mer/faller mindre om räntan faller/stiger med 1 procent, än det linjära måttet *duration* säger. Vissa obligationer har dock negativ konvexitet. En väldigt stor sådan marknad är amerikanska MBS:er, där *prepayment*-risken ger negativ konvexitet.

Alternativa investeringar

POSITIONERING. Det högre ränteläget gynnar portföljen, som väntas avkasta omkring 5,5 procent. Volatilitetsstrategier är största exponeringen. Vi ökar i cat bonds.

Tvärtemot vad de flesta bedömare trodde i början av fjolåret blev det ingen recession i USA under 2023. Några underliggande förvaltare i portföljen Alternativa Investeringar valde att positionera sig defensivt, bland annat inom strategierna *distressed debt* och *global macro* – och dessa innehav tillhörde de sämsta under 2023.

Bland 2023 års vinnare fanns två strategier fokuserade på volatilitet, inriktade på att utnyttja felprissättningar på köp- och säljoptioner mellan olika löptider/kontrakt. Volatilitetsstrategierna utgör cirka 17 procent av portföljen.

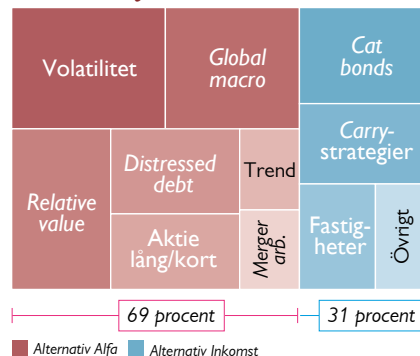
Under vintern har vi avyttrat två portföljexponeringar: dels en flexibel räntefond, dels förnybar infrastruktur. Den förstnämnda hade utvecklats starkt och såldes med vinst. Den sistnämnda noterades under innehavstiden

på Londonbörsen, vilket tillförde onödig volatilitet och samvariation med aktier – vi valde att avyttra. I stället har vi ökat allokeringen till existerande strategier, framför allt katastrofobligationer, som fortsatt har en attraktiv avkastning på drygt 12 procent (minus *expected loss* på 2 procent).

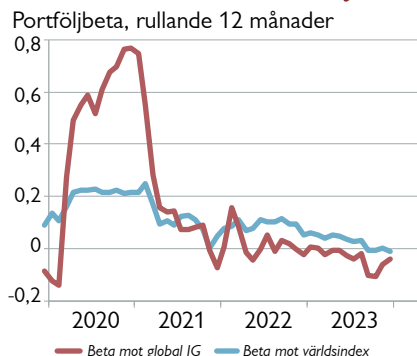
SKYDDAR OM INFLATIONEN TAR FART

Utsikterna för 2024 är osäkra. Precis som i fjol kretsar diskussionerna kring mjuklandning, recessionsrisk och att inflationen alltjämt är över centralbankernas mål. Skillnaden är att marknaden nu till stor del är positionerad för mjuklandningsscenarioet, i linje med de förbättrade inflationssiffror som har kommit in under hösten. Inflationsutvecklingens viktiga roll för marknaderna demonstreras av

PORTFÖLJANALYS



OKORRELERAD PORTFÖLJ



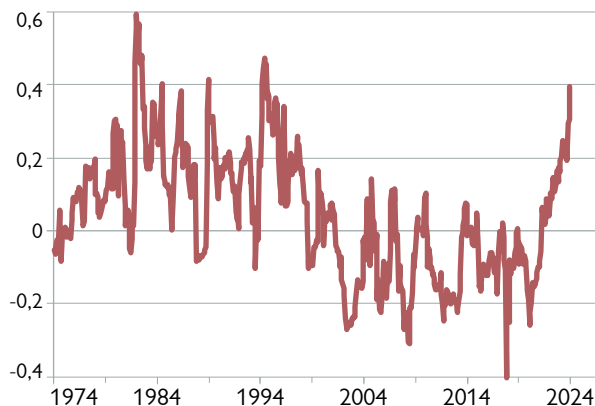
AKTUELL PORTFÖLJ

Positioner och förändringar

- Vi har avyttrat två innehav och placerat likviden i *cat bonds*.
- Osäkert makroklimat och hög korrelation mellan aktier och räntepapper talar för alternativa investeringar.
- Bättre alfamöjligheter och högre korträntor ger portföljen medvind.

NYGAMMAL KORRELATION

Korrelation S&P 500 och statsobligationer, rullande 12 mån

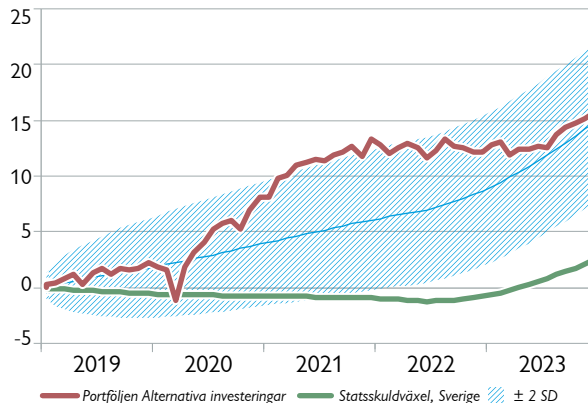


korrelationen mellan aktier och räntor, som har varit hög jämfört med de senaste 20 åren (se graf ovan till vänster). Vi tror att korrelationsmönstret kan bestå tills marknaden är helt säker på att inflationen är under kontroll. Fortsatt sjunkande inflation kommer således att ge bränsle till både aktie- och räntemarknaderna, medan sämre siffror snarare skulle gynna portföljen Alternativa Investeringar.

Det är därför ovanligt knepigt att balansera en portfölj, vilket gör alternativa investeringar attraktiva som diversifiering. Därtill har vi sett en väldigt stark uppgång för aktier, företagsobligationer och statsobligationer under det fjärde kvartalet. Det finns en allmän förväntan på lägre inflation, men om motsatsen inträffar ger portföljen Alternativa Investeringar sannolikt ett gott skydd. Risken för att inflationen tar fart igen har ökat då oljepris och fraktrater stiger samtidigt som Fed signalerar en mindre åtstramande penningpolitik trots stark tillväxt.

BÄTTRE UTSIKTER

Portföljutveckling relativt statsskuldväxlar, procent

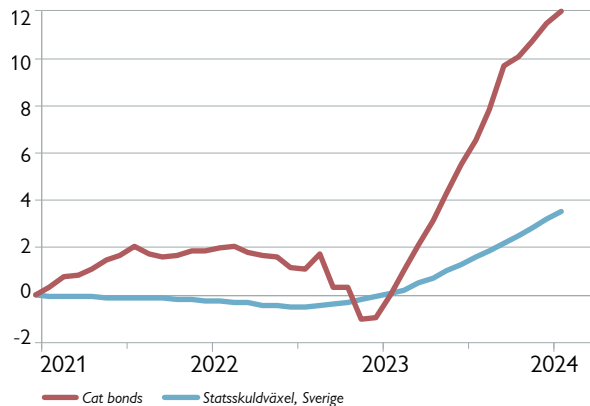
**GER BÄTTRE RISKJUSTERAD AVKASTNING**

Under de senaste tre åren har vi sett förbättrade alfamöjligheter för hedgefondförvaltare, dels drivet av den högre osäkerheten och volatiliteten vilket ger upphov till felprissättningar och möjligheter, men även drivet av en ökad fragmentering inom tillgångsslag. Ett bra exempel är USA-börserna där de sju *tech*-jättarna i *Magnificent Seven* stod för en helt enastående uppvärdering i fjol, medan småbolag hade det betydligt tuffare under stora delar av året.

Fragmentering eller dispersion är många investerare vana vid på aktiemarknaden, och de förstår därför vikten av diversifiering. Inom alternativa investeringar gäller samma princip: Givet att alternativa investeringar är till för att diversifiera en investeringsportfölj vill du inte ha för betydande förvaltarrisk eller strategirisk. Vi jobbar aktivt med dessa risker i portföljen, dels genom att sprida riskerna mellan flera strategi- och förvaltartyper,

MEDVIND FÖR CAT BONDS

Avkastning, procent

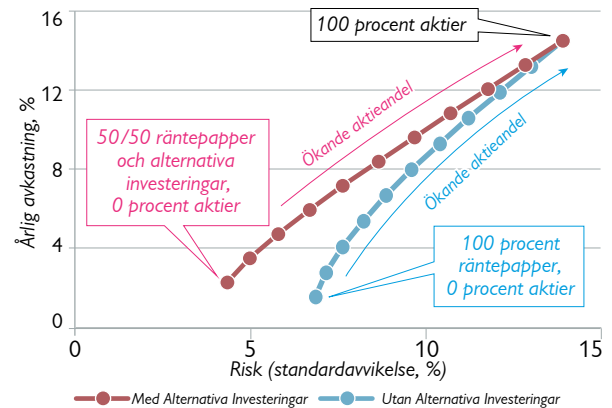


dels genom noggranna urvalsprocesser när vi tar in nya strategier i portföljen. Sammantaget ger denna multistrategiprocess en jämnare avkastning över tid och vi anser att detta är det bästa sättet att uppnå syftet med alternativa investeringar: en bättre riskjusterad avkastning för en bred investeringsportfölj.

Nyttan av alternativa investeringar under de senaste fem åren illustreras av diagrammet ovan till höger. Även om det udda året 2022 exkluderas har investerarna fått bättre riskjusterad avkastning genom att addera alternativa investeringar i sin defensiva allokering.

EN MER EFFEKTIV PORTFÖLJ

Historik från 2019



MODELLEN INDIKERAR 5,5 PROCENT

Den förväntade avkastningen på alternativa investeringar kan vara lika svår att uppskatta som den på aktier. Standardmodellen för avkastning från hedgefonder tar hänsyn till tre faktorer: kassa, beta i förhållande till aktiemarknaden samt alfa. Avkastning från kassa är viktigt då hedgefonder ofta använder derivat såsom terminer och optioner, vilka typiskt sett inte binder kapital på samma sätt som aktier eller obligationer. Därför placeras en stor del av hedgefondernas kapital i korta statsobligationer.

Historiskt har portföljen Alternativa Investeringar presterat en avkastning som överstiger räntan på statsskuldväxlar med 2,1 procentenheter. Med hänsyn taget till marknadsmiljön och att vi nu har sänkt portföljens samvariation med risktillgångar indikerar vår modell en förväntad avkastning (före kundspecifika avgifter) på cirka 5,5 procent givet nuvarande korträntor.

Tre år av strategi och allokering

TILLBAKABLICK. På pandemin följde oväntat hög inflation. Räntplaceringar gjorde comeback som alternativ medan värderingarna på börsen pressades. Här är de senaste årens strategirapporter.



HÖSTEN 2023

Världsekonomin såg ut att undvika recession under 2023, främst tack vare en oväntat stark amerikansk ekonomi. Scenarierna för konjunkturen framåt sträckte sig från fortsatt god tillväxt till recession. Efter en kraftig ränteuppgång talade mycket för *higher for longer*. I ett osäkert läge förordade vi en väldiversifierad portfölj. Vi behöll normal vikt i alla tillgångsslag. Inom aktier tillhörde Japan och *frontier markets* våra favoriter. På räntesidan överviktade vi *investment grade* och föredrog Europa framför USA. Investeringstemat lyfte fram småbolagens viktiga roll i en diversifierad aktieportfölj.



SOMMAREN 2023

Tillväxten överraskade positivt, men ihärdig inflation och skuldtaksbråk oroad marknaderna. Vi förordade en neutral allokering samtidigt som vi 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 utbudsvärden präglade situationen. Konjunkturen mattades från hög nivå. Börsvärderingen var hög och vi reducerade risk. Investeringar i inflationsmiljö och alzheimerläkemedel var nya investeringsteman.



SOMMAREN 2021

Bra snurr i världsekonomin men ökad inflationsoro. Historiskt hög värdering, men attraktiva alternativ till aktier saknades. Vi behöll vår aktieövervikt jämnt fördelad mellan utländska aktier och svenska aktier. Aktiva Asienfonder och kinesiska räntefonder lyftes fram som temainvesteringar.



VÅREN 2021

Likviditeten flödade och vaccintrullningen var igång. Vinsterna pekade upp, men mycket var inprisat och pandemin långt ifrån över. Vi behöll vår övervikt mot aktier och temainvesterade i E-metaller och AI.

Kapitalförvaltning på Carnegie

Carnegies förvaltningsmodell består av fyra olika byggstenar, som utifrån dina individuella förutsättningar och preferenser sätts samman till en unik portfölj.

SÅ ARBETAR VI

En korrekt sammansatt investeringsportfölj är den enskilt viktigaste faktorn för att uppnå god förmögenhetstillväxt över tid, visar forskning. Vad som är rätt portfölj är dock högst individuellt och beror på varje persons unika målsättningar, riskpreferenser, tidshorisonter med mera.

Det är bakgrunden till att vi på Carnegie alltid börjar med att grundligt lära känna dig som investerare. Först därefter kan vi hjälpa dig att sätta samman din individuella investeringsportfölj av ett antal olika byggstenar, som var och en har sin egen tidshorizont och funktion. Syftet är att du ska känna dig trygg med din portfölj och klara marknadens tillfälliga svängningar.

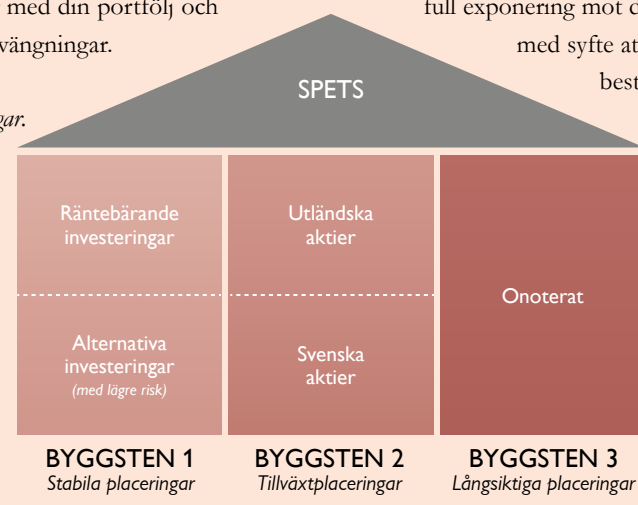
Byggsten 1: *Stabila placeringar.*

Här finns kapital som oftast ska användas inom 0–5 år för planerade utgifter, och som även utgör din ekonomiska buffert. Pengarna investeras med begränsad risk i väldiversifierade och kostnadseffektiva portföljer av ränteprodukter och likvida, absolutavkastande

hedgefonder med mera. Ränteterminer kan användas för att erhålla taktisk allokering till låg kostnad. 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.

Byggsten 2: *Tillväxtplaceringar.*

Här finns kapital som oftast ska användas om 5–10 år eller ännu senare. Här görs långsiktiga investeringar med full exponering mot de globala aktiemarknaderna med syfte att skapa god tillväxt. Byggstenen består av svenska och globala aktier och aktiefonder, är kostnadseffektiv, väldiversifierad och har relativt hög risk. Aktieterminer kan användas för att uppnå en taktisk allokering. Avkastning kan erhållas genom såväl aktieförvaltning som aktiv valutförvaltning. Byggstenen kan utgöras av våra grundportföljer Utländska aktier och Svenska aktier.



Carnegie Private Bankings förvaltningsmodell.

Byggsten 3: Långsiktiga placeringar.

Detta kapital ska oftast kunna avvaras i tio år eller längre. Här finns mindre likvida alternativa investeringar med syfte att ge extra god avkastning, exempelvis inom *private equity*, vissa hedgefonder, fastigheter eller andra reala tillgångar. Möjlighet till investering öppnas bara någon gång per år och det kan ta flera år att realisera tillgångarna.

Byggsten 4: Spets.

Byggstenarna 1–3 utgör basportföljen. Ovanpå ligger taket: Carnegies spets. Detta är unika investeringstillfällen, till exempel i form av börsintroduktioner, som Carnegie Private Bank kan erbjuda tack vare närheten till Carnegies investment banking och förstklassiga analysavdelning. Spetsen innehåller investeringar med varierande placeringshorisont och risknivå. Investeringarna görs när tillfällen dyker upp.

AKTIV ALLOKERING

På Carnegie använder oss av *top-down*-baserad tematisk allokeringförvaltning. ”*Top-down*” innebär att vi utifrån en global, makroekonomisk syn på de finansiella marknaderna bildar oss en uppfattning om de olika tillgångsslagens framtida utveckling. ”Tematisk” innebär att vi inom respektive tillgångsslag identifierar trender och teman som kommer vara särskilt drivande för utvecklingen. ”Allokeringsförvaltning” innebär att vi därefter antingen rådgör dig som kund hur du ska fördela ditt kapital mellan olika tillgångsslag eller så sköter vi det åt dig via diskretionära förvaltningsuppdrag. De tillgångsslag vi arbetar med är svenska och nordiska aktier, utländska aktier, räntebärande värdepapper och alternativa investeringar.

VÅRA FÖRVALTNINGSTJÄNSTER

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 kan följa investeringsstrategin och din portföljs utveckling via internet, månadsrapporter, strategidokument eller enskilda möten med din rådgivare.

Rådgivande förvaltning

För dig som vill ta en aktiv roll i dina förvaltningsbeslut 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 samlade analys som flera gånger rankats som bäst i Sverige.

Aktiemäklari

Är du intresserad av aktiv aktiehandel kan du anlita en av våra mäklare som diskussionspartner. Utöver din mäklarkontakt får du tillgång till Carnegies samlade analys genom internettjänsten Carnegie Online. Den fundamentala analysen kompletteras med kvalitativ teknisk analys av såväl marknader som enskilda aktier.

Disclaimer

VIKTIG INFORMATION

Carnegie Investment Bank AB (Carnegie) är en nordisk investmentbank med verksamhet inom områdena Securities, Investment Banking, Fonder & 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 skall hanteras. Syftet med rutinerna är att uppnå en rättvis hantering av kunderna. Trots detta finns det anledning att informera om att Carnegie, vid sitt erbjudande av olika typer av tjänster till sina kunder, bland annat kan komma att:

- 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 (inkluderande åtaganden som *market maker*) i de 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.

Om en intressekonflikt skulle uppstå, hanteras den enligt de fastställda rutinerna och det interna regelverket.

Carnegies avdelning för Investment Banking arbetar aktivt för att erhålla uppdrag eller affärsmöjligheter av emittenter på marknaden. Därför bör kunden vara medveten om att Carnegie kan komma att erhålla ekonomisk kompensation av en emittent omnämnd i detta dokument. Carnegies analytiker eller till analytikern närstående personer, med undantag för en övergångsperiod, är inte tillåtna att inneha värdepapper i en emittent för vilken en affärsrekommendation utarbetats.

Förvaltaren kan äga innehav som portföljen investerar i.

KÄLLOR

Data i detta dokument har bland annat hämtats från Bloomberg, Moody's, Macrobond och Carnegie Analys. Trots att Carnegie nedlagt tillbörlig omsorg för att innehållet i detta dokument skall vara korrekt och inte missvisande garanterar inte Carnegie att uppgifterna är tillförlitliga eller fullständiga. Kunden skall vidare vara införstådd med att de framtidsutsikter avseende värdepappersmarknaden som framförs i detta dokument inte alltid kommer att infrias. Carnegie friskriver sig från och svarar inte i något fall, oavsett vårdslöshet, gentemot kunden eller tredje man, för förlust, av vad slag det vara må, vare sig direkt eller indirekt, som uppkommer på grund av eller kan anses häröra från innehållet i detta dokument.

DERIVAT OCH STRUKTURERADE PRODUKTER

Rådgivning: Om de aktuella optionerna och strukturerade produkterna är lämpliga respektive passande investeringar måste alltid bedömas utifrån varje enskild investerarens egna förhållanden. Detta dokument utgör inte investeringsrådgivning, finansiell rådgivning eller annan rådgivning till investerare. Investeraren måste därför själv bedöma lämpligheten i att investera i optioner och strukturerade produkter ur hans eller hennes eget perspektiv alternativt rådgöra med sina professionella rådgivare. Optioner och strukturerade produkter lämpar sig endast för investerare som har finansiell styrka att bära de risker som är förenade med investeringen, som har tillräcklig erfarenhet och kunskap för att själva bedöma riskerna hänförliga till investeringen och vars investeringsmål stämmer överens med de aktuella instrumentens exponering, löptid och andra egenskaper.

Branschkod strukturerade produkter: Carnegie är medlem av Svenska Fondhandlareföreningen, som antagit en branschkod för vissa strukturerade placeringsprodukter. Den anger riktlinjer för innehåll i marknadsföringsmaterial.

ANSVAR

Detta dokument tillhandahålls endast som allmän information och skall under inga förhållanden användas eller betraktas som någon uppmaning, rekommendation eller något råd, vare sig att köpa eller sälja aktier eller andra finansiella instrument. Detta dokument tar inte hänsyn till kundens särskilda ekonomiska situation, syfte med investeringar eller annars kundspecifika behov. Kund bör söka finansiell rådgivning i det enskilda fallet avseende

lämpligheten av tilltänkta värdepappersinvesteringar och handel med aktier eller andra finansiella instrument som omtalas eller åsyftas i detta dokument. Kunden bör därför endast beakta detta dokument som en av flera källor för sitt investeringsbeslut. Andra källor att beakta bör bl a vara marknadsnyheter samt fundamental analys.

Carnegie påminner kunden om att handel med värdepapper är förknippad med risker. Kunden måste vara införstådd med att:

- Placering och andra positioner i finansiella instrument sker på kundens egen risk;
- Kunden noga måste sätta sig in i de regler som gäller för handel med finansiella instrument, särskilt de finansiella instrument som kunden avser att handla i;
- Vid handel med finansiella instrument måste kund kontrollera avräkningsnota samt omgående reklamera eventuella fel till Carnegie;
- Kunden fortlöpande måste bevaka värdet förändringar på innehav av och positioner i finansiella instrument;
- Kunden själv skall initiera de åtgärder som erfordras för att minska risken för förluster 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.



STOCKHOLM

Regeringsgatan 56
Tel: 08-588 686 86

GÖTEBORG

Sankt Eriksgatan 6
Tel: 031-743 08 80

MALMÖ

Stortorget 9
Tel: 040-665 52 00

HELSINGBORG

Henckels Torg 3
Tel: 040-665 52 00

LINKÖPING

Tanneforsgatan 3
Tel: 013-36 91 90

INTERNET

www.carnegie.se

Private Banking



HÄR MÖTS KUNSKAP OCH KAPITAL