



## En våghalsig balansakt.

Höga börsvärderingar balanseras av breda stimulanser. Vita huset sprider oro:  
Fed politiseras och valet i höst gör Trump mer riskbenägen. Vi underviktar  
*tech-driven USA-dominans* och diversifierar med råvaror och *private credit*.

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

Rapportens innehåll bygger på uppgifter och analyser tillgängliga i slutet av januari 2026.

Omslagsfoto: Microsoft Copilot (AI-genererad bild)

## Redaktion

### **Brian Cordischi**

Chief Investment Officer (CIO), DNB Carnegie; ansvarig utgivare  
*brian.cordischi@carnegie.se*

### **Peter Nelson**

Ansvarig för diskretionär  
portföljförvaltning  
*peter.nelson@carnegie.se*

### **Johan Grip**

Portföljförvaltare  
*johan.grip@carnegie.se*

### **Michael Matton**

Investeringsspecialist  
*michael.matton@carnegie.se*

### **Joakim Karlsson**

Portföljförvaltare  
*joakim.karlsson@carnegie.se*

### **Niklas Lindeke**

Portföljförvaltare  
*niklas.lindeke@carnegie.se*

### **Johan Högberg**

Redaktör  
*johan.hogberg@carnegie.se*

### **Helena Haraldsson**

Makroanalytiker  
*helena.haraldsson@carnegie.se*

### **Jens Öhlund**

Portföljförvaltare  
*jens.ohlund@carnegie.se*

### **Joakim Braun**

Art director  
*redaktionen@carnegie.se*

### **Martin Theimer**

Investeringsstrateg  
*martin.theimer@carnegie.se*

### **Rasmus Strandberg**

Analytiker  
*rasmus.strandberg@carnegie.se*

---

# Allokering och portföljstrategi

*Vår marknadssyn vintern 2026*

# Innehåll

|                          |    |
|--------------------------|----|
| Inledning .....          | 5  |
| Sammanfattning .....     | 6  |
| Affärsförslag .....      | 8  |
| Investeringsklimat ..... | 10 |

*Stabil tillväxt trots turbulens • Stöd från stimulanser och lägre räntor • Konsumenter och AI lyfter USA • Exporten viktigare för Kina • Svagt Tyskland vänder 2026 • Stor återhämtningspotential i svensk ekonomi • Geopolitik, ränterusing och USA-recession är riskfaktorer*

|                                                 |    |
|-------------------------------------------------|----|
| <b>Teknisk analys: Optimism på börsen</b> ..... | 18 |
| <b>Portföljstrategi</b> .....                   | 20 |

*Börspsykologin är positiv • Höga värderingar • Vinsttillväxten ger stöd • Normal aktievikt rimlig • Överviktat Sverige, Japan och tillväxtmarknader • Underviktat amerikanska aktier • Alternativa lockar mer än räntebärande*

|                                                            |    |
|------------------------------------------------------------|----|
| <b>Sverige: Därför vill investerarna hit</b> .....         | 26 |
| <b>USA: Fed-förändringar är en dollarrisk</b> .....        | 28 |
| <b>Tema: Private credit – risker och möjligheter</b> ..... | 30 |

|                                                     |    |
|-----------------------------------------------------|----|
| <b>Rekommendationer kring tillgångsslagen</b> ..... | 42 |
| <i>Globala aktier</i> .....                         | 42 |

- Vissa frågetecken för AI • Underviktat USA och tech
- Överviktat tillväxtmarknader och cykliska sektorer
- Vinsthemtagning i Spanien • Japan har mer att ge

|                             |    |
|-----------------------------|----|
| <i>Svenska aktier</i> ..... | 50 |
|-----------------------------|----|

- Goda utsikter för banker och fastighetsbolag • Övervikt i AAK, Beijer Ref och Balder • Undviker kursraketen Saab • Industrihandelsbolaget Bufab nytt innehav

|                                         |    |
|-----------------------------------------|----|
| <i>Räntebärande investeringar</i> ..... | 57 |
|-----------------------------------------|----|

- Företagsobligationer är dyra • Överviktat tillväxtmarknadsobligationer • Föredrar europeisk high yield
- Säkrat vinst i amerikanska bostadsobligationer

|                                        |    |
|----------------------------------------|----|
| <i>Alternativa investeringar</i> ..... | 63 |
|----------------------------------------|----|

- Bra miljö för hedgefonder • M&A-trend gynnar merger arbitrage • Ökad dispersion bra för aktie lång/kort
- Medvind för distressed debt-förvaltare

## TEMAINVESTERINGAR

### Dörren öppnas till *private credit*

Efter finanskrisen blev bankerna mer restriktiva med utlåning till företag. Finansieringskällor på den privata marknaden har vunnit terräng, såsom *private credit*. Hög avkastning, bättre skydd och goda diversifieringsegenskaper gör segmentet intressant för den långsiktige, exempelvis i form av en *private credit*-fond.

Det blir allt lättare för icke-professionella investerare att göra *private credit*-placeringar.

30

ZEPHRI/ISTOCKPHOTO

# Donalds dilemman

**2026 inleds med kursrekord. Vinster och nya stimulanser även i Europa ger stöd. I år stuvas Fed om och Trumps makt kan begränsas. Vi diversifierar inom tillväxtmarknader och företagskrediter.**

Välkommen till 2026 – ett år då både svenskar och amerikaner går till valurnorna. I USA börjar väljarkåren tröttna på president Donald Trump, och Demokraterna ser ut att kunna återta makten över Representanthuset. Trump svarar med förhöjd aggressionsnivå på allt fler områden. Plånboksfrågor gynnade Demokraterna i olika lokal- och fyllnadsval i november. Trumps ekonomiska politik går ut på att öka varvtalet i ekonomin, med allt annat än prisdämpande effekt – på slutet med originella grepp som priskontroll och bostadsregleringar.

## Turbulens kring Fed

Federal Reserve-chefen Jerome Powell viker sig inte för Trumps och justitiedepartementets återkommande angrepp på centralbankens oberoende. Dessa kan emellertid fördröja ytterligare räntesänkningar, även om Powells föreslagna efterträdare Kevin Warsh inte hör till de mest okonventionella kandidaterna. Tidigare Fed-chefer varnar för att USA kan bli en bananrepublik. Dessa utmärks av inflationstryck som ger hög börsavkastning i lokal valuta, men inte uttryckt i guld eller i andra valutor. En sådan "amerikansk exceptionalism" avtecknade sig faktiskt i fjol: USA-börserna steg rejält, ungefär i paritet med de europeiska och svenska aktiemarknaderna i lokala valutor, men backade uttryckt i SEK, och ännu mer räknat i guld.

I år kan nya budgetstimulanser i USA, Japan och Tyskland sätta fart på den nominella tillväxten och ge starka vinstökningar – men vad blir den reala avkastningen?

## God portföljberedskap

På kortare sikt präglar osäkerhet investeringslandskapet. Konjunkturdata har fördröjts och är svårtolkade efter den amerikanska statsförvaltningens nedstängning i slutet av 2025. Snart tar USA:s högsta domstol ställning till Trumps tullbefogenheter och rätt att utfärda diverse presidentdekret.

Beprovd portföljberedskap är att diversifiera mellan och inom tillgångsslag, marknader (såväl noterade som onoterade instrument) och branscher. I denna rapport tar vi upp diversifiering inom tillväxtmarknader, *private credit* som tillgångsslag och råvaruaktier som gynnas av den globala kapplöpningen om resurser.

## AI-rusningen blir mer selektiv

För marknadsbedömare förblir de tillväxstödjande AI-investeringarna en av de viktigaste pusselbitarna. Även om AI på sikt ökar produktiviteten, blir frågetecknen kring avkastningen allt fler. På börserna har AI-investerarna därför blivit mer selektiva.

## Stöd för aktier kvarstår

Vår normala aktieexponering kvarstår: Vinsttillväxt och ekonomisk politik ger alltså stöd, men korrigeringar kan utlösas av uppskruvade värderingar, börsernas beroende av ett fåtal storbolag samt stigande långräntor i USA och Japan. I Sverige blir företagen alltmer optimistiska, kronan stärks och en expansiv valbudget förestår: Vi överviktat fortsatt svenska aktier.



B. Cordischi

**Brian Cordischi**  
CIO, DNB Carnegie

# Vår marknadssyn

**Makromiljön ljusnar – världsekonomin tuffar på, mer stimulanser kommer. Det redan unikt positiva aktiesentimentet och den höga värderingen i USA är utmaningar. Vi behåller normal aktievikt.**

## Makroekonomiskt klimat

Den globala tillväxten står sig trots tullar. AI-investeringar samt stimulatив penning- och finanspolitik i flera länder ger stöd, liksom utbyggnad av försvar, infrastruktur och energi. Svagare arbetsmarknad i USA är en risk, men Fed är redo att stimulera mer. Även om det geopolitiska läget är spänt, lär en bestående eskalering krävas för att sänka börsen.

Makromiljön förbättras, vilket ger börsen stöd.

## Vinstutveckling

Tullkriget gjorde mindre skada än befarat, vinsttillväxten blev bättre och sektorbredden större. Starkare konjunktur ska vägas mot höga förväntningar. Cykliska sektorer bör se bättre betydligt bättre vinsttillväxt under 2026. Frågetecken finns dock kring framtida *tech*-lönsamhet samt avseende risken för eftersläpande (eller nya) tullegeffekter.

Stabil vinstmiljö med höga förväntningar är en neutral faktor för börsen.

## Värdering

P/E-talen i flera länder är högre än historiskt. USA sticker ut som dyrast, såväl om *tech*-giganterna exkluderas som om hänsyn tas till ränteläget. Börser kan vara dyra en längre tid, men är sårbara för negativa nyheter.

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

## Räntor och likviditet

ECB och Riksbanken har sänkt klart, medan Fed sannolikt har utrymme att sänka i år. Ännu så länge är lågräntorna i USA lugna, men det finns risk för stigande obligationsräntor – främst i Japan och USA.

Fed-sänkningar är välkomna, men ränteläget i stort är en neutral börsfaktor.

## Teknisk analys

Trots det spända geopolitiska läget är de flesta börser i uppåttrend och på eller nära rekordnivåer. Även om de senaste årens uppgång i USA varit ovanligt stor och börsen är överköpt syns ännu inga toppsignaler. Sverige och Europa är i tydligare uppåttrend än USA.

Tekniska faktorer indikerar fortsatt börsstyrka, men sårbarheten har ökat.

## KLIMAT FÖR AKTIEPLACERINGAR

|                         | Undervikt | Neutral | Övertikt |
|-------------------------|-----------|---------|----------|
| Rekommenderad aktievikt |           | ×       |          |
|                         | Motvind   | Neutral | Medvind  |
| Makroekonomiskt klimat  |           | →       | ×        |
| Vinstutveckling         |           | ×       |          |
| Värdering               | ×         |         |          |
| Räntor och likviditet   |           | ×       |          |
| Teknisk analys          |           |         | ×        |

↔ Förändring jämfört med föregående bedömning.

# Rekommenderad portfölj

Varje kund har sin egen individuella portfölj hos DNB Carnegie. Vi har rebalanserat ned aktieandelen till normal, behåller övervikt mot svenska aktier och ökar övervikten mot alternativa investeringar.

## PORTFÖLJVIKTER

### Grundtillgångsslag

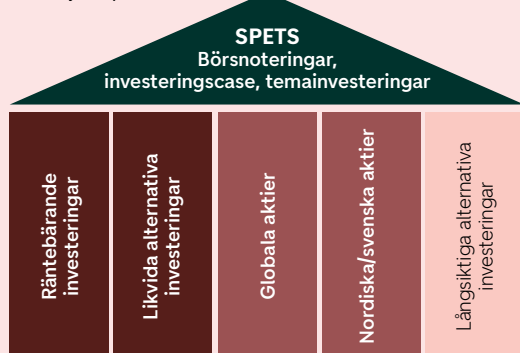
|                            | Undervikt | Neutral vikt | Övervikt |
|----------------------------|-----------|--------------|----------|
| Globala aktier             | ■         | ■            | ■        |
| Svenska aktier             | ■         | ■            | ■        |
| Räntebärande investeringar | ■         | ■            | ■        |
| Alternativa investeringar  | ■         | ■            | ■        |

■ Aktuell vikt

**Allokering:** Kärnan i vår förvaltning är fyra grundtillgångsslag. Två är mer tillväxtinriktade (Globala aktier och Svenska aktier) medan två är stabilare (Räntebärande investeringar och Alternativa investeringar). Vi har två ränteportföljer, varav den tryggare främst består av statsobligationer och *investment grade*, medan portföljen Högränteplaceringar har ett stort inslag av *high yield*. Läs mer om våra förvaltningsprinciper på sidan 66.

## DNB CARNEGIES FÖRVALTNINGSMODELL

Portföljkomponenter



Strategisk portfölj: ■ Stabilitet ■ Tillväxt

## Globala aktier

- Vi går in i 2026 med viss undervikt. Exponeringen mot den dyra och *tech*-tunga USA-börsen är reducerad – vi föredrar i stället Europa, Japan och tillväxtmarknader.
- Vår portfölj Global Stock Picking överviktar *tech*-sektorn och elproduktion, men underviktar *Mag 7*. Vi väljer Microsoft och Alphabet/Google medan vi inte alls äger Apple, Meta och Tesla.

## Svenska aktier

- Stockholmsbörsen övervikts då svensk ekonomi går mot en efterlängtd återhämtning med stöd av stimulanser. Starkare tillväxt bör gynna banker, fastighetsbolag och småbolag.
- På slutet har vi ökat i kvalitetsbolag som släpade efter börsen i fjol, exempelvis Alfa Laval och Atlas Copco. Bufab är ett nytt innehav.

## Räntebärande investeringar

- Vår undervikt kvarstår. Statsobligationer är rimligt värderade, men företagsobligationer är dyra.
- Obligationer på tillväxtmarknader och i Storbritannien ser attraktiva ut.

## Alternativa investeringar

- De goda förutsättningarna består. Ökad dispersion och fler företagstransaktioner skapar ett gynnsamt klimat för aktie lång/kort respektive *merger arbitrage*.
- Efter ett starkt fjolår för hedgefonder går vi in 2026 med övervikt och en bred diversifiering.

För ytterligare investeringsidéer och affärsförslag, se nästa uppslag.

# Affärsförslag

Globala aktier.....sidan 42

## Frontier markets och mindre EM-marknader

- Geografisk diversifiering utanför Asien.
- Historiskt attraktiva P/E-tal.
- Gynnas av global tillväxt och svag dollar.

## Drivkrafter

I början av 2024 lyfte vi fram tillväxtmarknader (*emerging markets*, EM) som investeringstema. Värderingen var historiskt låg relativt utvecklade marknader (DM). Vi rekommenderade neutral EM-vikt (då 10 procent) i den globala aktieportföljen. I maj 2025 ökade vi till övervikt och rekommenderade minst 15 procent EM. Vinstutvecklingen hade börjat vända och dollarn försvagades, vilket historiskt gynnat EM.

Vinsttillväxten i EM i fjol landade på 15 procent jämfört med 10 procent för världsindex, och EM har slagit DM-index med över 9 procentenheter sedan vi gick till övervikt.

Trenden fortsätter sannolikt i år: Den har stöd av global tillväxt, dollarförsvagning och stimulanser i EM-länder. Värderingen har kommit upp, men är fortsatt låg jämfört med DM. Givet högre risk och mer ineffektiv prissättning föredrar vi aktiv förvaltning inom EM (läs mer om investeringstemat i *Allokering och portföljstrategi*, våren 2024).

Även diversifiering talar för aktiv förvaltning. Många är oroade för den höga koncentrationen i USA, där *tech*-jättar dominerar börsen. Men koncentrationsrisk finns även i EM: Kina, Sydkorea, Taiwan och Indien utgör över 75 procent av EM-indexet, de tio största bolagen över 30 procent. Vi ser fortsatt god potential i flera större EM-länder, men indexplaceringen missar många andra intressanta tillväxtmöjligheter.

Vi rekommenderar därför att addera en aktiv fond som investerar i mindre EM-länder och så kallade *frontier markets* (FM). Detta ger exponering mot exempelvis Vietnam,

Indonesien och Filippinerna, som gynnas när tillverkning flyttar från Kina. Länder i Östeuropa, Centralasien och Mellanöstern skulle gynnas av fred i Ukraina, men i synnerhet av pågående reformer och utveckling av kapitalmarknader. Fonden ger även exponering mot Afrika och Latinamerika.

Flera *frontier markets* är i ett tidigt skede av sin tillväxtresa. Det innebär stor exponering mot banker och konsumentsektorn, som gynnas av inhemsk tillväxt. Bolagen har en låg korrelation med världsindex och storföretagen i EM-indexet. Bolagen i vår rekommenderade fond har det senaste året haft en vinsttillväxt på 20 procent, men värderas på tolv månaders framåtblickande till P/E 10x.

## Risker

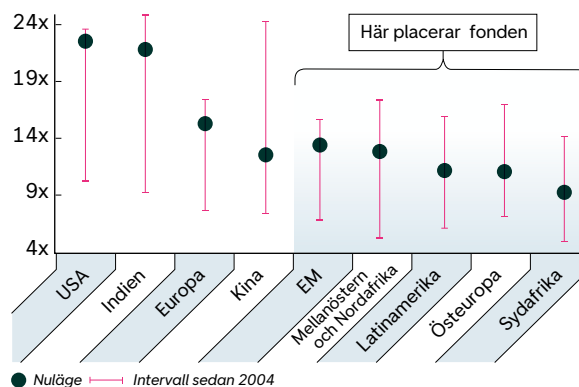
Svag global tillväxt. Starkare dollar. Landsspecifik politisk risk.

## Förslag

Aktivt förvaltat fond med exponering mot mindre EM- och vissa FM-länder.

## EM-DIVERSIFIERING MED VÄRDERINGSBONUS

Värderingsintervall, P/E 12 mån framåtblickande



För mer information om specifika placeringsmöjligheter, kontakta din rådgivare.

**Råvaruproducenter**

- Geopolitik och strukturella trender driver efterfrågan.
- Begränsat utbud av flera viktiga råvaror.
- Teknisk analys stödjer bred exponering mot sektorn.

**Drivkrafter**

Strukturella trender som deglobalisering, energiomställning och hög statlig skuldsättning talar för en miljö med högre inflation. Där trivs råvaror bra, men miljön gynnar även råvaruproducenter när stigande råvarupriser genererar högre fria kassaflöden. Att råvarubolagen varit mer disciplinerade och hållit ned sina investeringar har bidragit till lägre skuldsättning och en högre direktavkastning för aktieägarna.

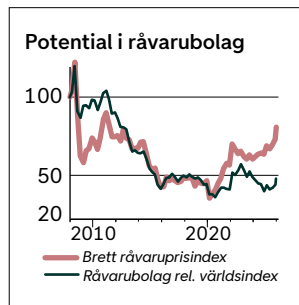
Sektorns investeringar är eftersatta och råvaruutbudet är därför begränsat i dag, vilket är en av flera drivkrafter för en mer bestående råvaruprisuppgång. Parallellt ökar efterfrågan på energi och strategiskt viktiga metaller drivet av elektrifieringen, datacenterboomen, infrastrukturens utbyggnad och ökade geopolitiska spänningar. Vi har tidigare lyft fram gruvbolag inom koppar, guld och uran samt smart diversifiering med råvaror. Nu ser vi goda möjligheter till en bredare uppgång för råvarurelaterade bolag.

**Risker**

Oväntat svag global tillväxt. Starkare dollar.

**Förslag**

Utvald aktivt förvaltnad fond som investerar brett i råvarubolag inom energi, metaller och jordbruk. Bidrar med diversifiering och inflationsskydd.

**Småbolag i Sverige**

- Småbolag värderas till rabatt mot storbolag.
- Stimulanser lyfter Sveriges tillväxt i år.
- Tvåsiffrig vinsttillväxt väntas.

**Drivkrafter**

Efter en svag utveckling i fjol går svenska småbolag in i 2026 med gynnsamma förutsättningar. Miljön för småbolag får stöd i DNB Carnegies småbolagsbarometer. Den visar fortsatt positiv trend främst drivet av stark efterfrågan och något dämpat kostnadstryck. Värderingarna är rimliga ur ett historiskt perspektiv och den förväntade vinsttillväxten är hög. Fastighetsbolag utgör närmare 20 procent av Carnegie Småbolagsindex (CSX), och sektorns värdering är klart lägre än normalt.

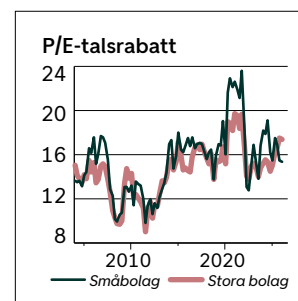
Dessutom handlas småbolagen i dag generellt med rabatt på runt 11 procent relativt storbolagen, jämfört med en premie på runt 7 procent historiskt. Svensk ekonomi har varit svag i flera år, men stimulerande finans- och penningpolitik väntas få effekt och bidra till konsumtionslyft och högre tillväxt. Aktiv förvaltning bedöms fortsatt vara en nyckelkomponent för att skapa mervärde.

**Risker**

Vinstbesvikelser och minskad riskapitet.

**Förslag**

Nya innehav i portföljen Svenska aktier är Bufab och Nordnet. Utvalda aktivt förvaltnade småbolagsfonder.



# Stimulanser sätter snurr

**Världsekonomin växer stadigt trots all geopolitisk turbulens. Lägre räntor och stimulanser ger stöd på flera håll – däribland i Sverige och Tyskland. På risksidan håller vi ett öga på USA:s arbetsmarknad, liksom på långräntorna.**

Världsekonomin tuffar på med en tillväxttakt runt 3 procent, en hygglig men inte imponerande nivå. I fjol var det framför allt tillväxten i USA som överraskade positivt. Amerikanska aktier fick dock se sig slagna av aktier på tillväxtmarknader i Japan och i Europa. USA-börsen hämmades av hög värdering, tullar och ökad arbetslöshet. Parallellt försvagades dollarn kraftigt, varför USA-börsen inte steg alls förra året räknat i kronor. I denna ökade geopolitiska osäkerhet ses guld som en säker hamn och alternativ valuta – priset på metallen har rusat.

Vi bedömer att börserna har stöd i makromiljön och tar därför många aspekter av den geopolitiska turbulensen

med ro. Utmaningarna är främst att USA-börsen är dyr och domineras av ett fåtal *tech*-giganter, samt att många aktieinvestorer redan har en stor börsexponering: Globalt är kassaandelen nära 3 procent – en historiskt sett mycket låg nivå.

Nyheter under den senaste tiden är:

- USA:s ekonomi har fortsatt att överraska positivt.
- *Tech* har tappat börsmomentum, men andra sektorer har fått mer fart.
- Stabila inflationssignaler i såväl USA som Europa och Sverige.
- Lugna obligationsräntor i USA, högre i Europa och Japan.
- Centralbankerna är i pausläge.
- Breda positiva överraskningar i svensk ekonomi, och ljusning i Tyskland.

Det syns få indikationer på recession, som vore det besvärligaste scenariot för aktieplacering. Fortsatt stigande arbetslöshet i USA är en risk, men globalt bedömer vi ändå

## I korthet

Trots alla tullutspel och den geopolitiska oro som präglat det senaste året växer världsekonomin i hygglig takt. USA:s tillväxt har draghjälp av hushållens konsumtion och investeringsboomen inom AI. Parallellt har svaghetstecknen på arbetsmarknaden inte förvärrats. Under första halvåret i år får tillväxten stöd av betydande skattelättnader.

Kinas konsumenter förblir återhållsamma i spåren av den brustna fastighetsbubblan. Exporten blir viktigare och kan slå mot europeisk bilindustri.

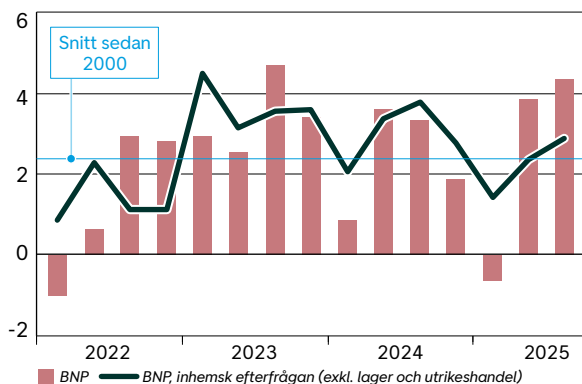
Europas tillväxt accelererade i fjol, men Tysklands stagnerade. I år ger tyska stimulanser ett tydligt stöd. Europas starka arbetsmarknad och hushållens sparande ger potential. Sverige kan bli en tillväxtstjärna i år.

Börsbolagens vinster fortsätter att växa globalt, men 15 procents vinsttillväxt i år som i prognoserna är väl optimistiskt. Börsen gynnas av vinstlyft och fler räntesänkningar från Fed.

Till riskfaktorerna hör: eskalering av geopolitiska konflikter, svagare arbetsmarknad med recession i USA, högt värderade USA-börser och hastigt stigande obligationsräntor.

## STYRKA I USA, SÄRSKILT BLAND HUSHÅLLEN

Annualiserad BNP-tillväxt, USA, procent



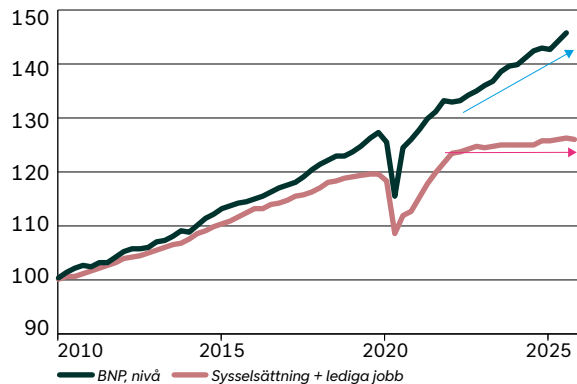
uppsidan som mer sannolik än nedsidan – inte minst mot bakgrund av mer stimulerande finanspolitik på flera håll (i USA, Tyskland och Japan), utöver den lätta penningpolitik som förs. Dyra aktier är sårbara, men historiskt har höga värderingar kunnat bestå en längre tid.

### USA: Mindre motvindar, mer medvind

Amerikanska BNP-data för 2025 har imponerat. Många tror att nästan hela BNP-ökningen var AI-relaterad, men AI-aktörernas investeringar har stort importinnehåll, vilket dämpar tillväxten. Faktum är att hushållens konsumtion har bidragit markant till tillväxten (se graf ovan till vänster). Bättre produktivitet är tillväxt drivande – lägre sysselsättning har inte dämpat tillväxten (se graf ovan till höger). Vanligtvis stiger produktiviteten under och efter recessioner när företagen minskar personalstyrkan. Kanske förklaras produktivitetslyftet av post-pandemieffekter i vissa branscher, eller så har bolagen haft för mycket personal. Hur som helst

## JOBBLÖS TILLVÄXT

BNP och arbetsmarknad, indexerad utveckling



är det goda nyheter. Inga signaler från näringslivet tyder hittills på att AI har lyft produktiviteten mer markant.

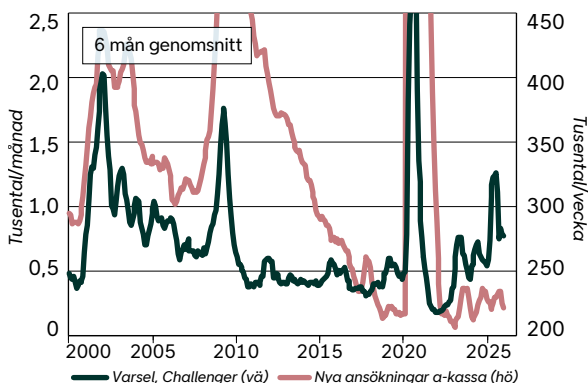
USA:s ekonomi håller ångan uppe, trots tullar, svag industriproduktion, fler varsel samt minskad immigration. Tjänstesektorn visar styrka och konsumtionen har hittills stått sig bra – trots orosmoln som höga levnadsomkostnader, förbrukat extrasparande från pandemin samt oro för tullbetingad inflation och jobb. Under 2026 mojar sannolikt en del av dessa motvindar samtidigt som vissa medvindar adderas. Största hotet är om sysselsättningen i USA skulle falla, men ansökningarna om a-kassa ökar inte (se graf till vänster på nästa sida) och varslen avtog under andra halvåret. Tjänstesektorn liksom småbolagen har blivit piggare på att anställa.

När takten i tech-investeringarna minskar kan andra investeringar gynnas eftersom vinsterna är goda, förutsatt att tulosäkerheten inte återvänder (snart ska USA:s högsta domstol besluta om Trumps tullbefogenheter). Konsumtionen har stöd i alltjämt stigande reallöner och den

**Amerikanska BNP-data för 2025 har imponerat. Många tror att nästan hela BNP-ökningen var AI-relaterad, men AI-investeringarna har stort importinnehåll. Faktum är att hushållens konsumtion har bidragit markant till tillväxten.**

## LUGNANDE JOBBSSIGNALER

Arbetsmarknaden i USA



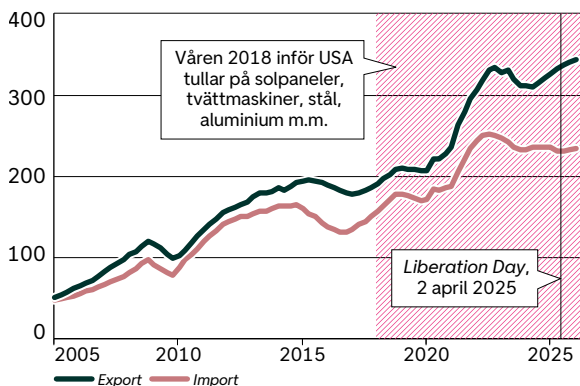
kommande stora skatteåterbäringen. Dessutom kan minskad jobb- och tulloro få hushållens framtidsstro att vända uppåt.

Sannolikt står USA inför ett markant BNP-lyft under första halvåret i år. Stöd kommer från ökad aktivitet efter fjärde kvartalets federala nedstängning samt Trumps budgetstimulanser via OBBBA (*One Big Beautiful Bill Act*), med bland annat skattesänkningar till hushållen och incitament för investeringar. Undantaget pandemin väntar den största kvartalsstimulansen sedan finanskrisen, och BNP-effekten för helåret kan bli så hög som 0,7 procent. Dessutom verkar Trump inför höstens mellanårsval gå *all in* för att lyfta tillväxten och humöret hos sin väljarbas. Han vill ha billig bensin, talar om tullcheckar och försöker dämpa bostadspriser och räntor på bolån och kreditkort. Sjukförsäkringskostnaderna har dock stigit sedan vissa subventioner upphörde vid årsskiftet.

Vi bedömer att konsensusprognosen om 2,5 procents tillväxt i USA i år infrias då konsumtionen förblir hygglig och investeringar utanför *tech*-sektorn kan få mer fart. Även om

## TULLKRIGET BITER FÖGA PÅ KINA

Kinas handel, genomsnitt 12 mån, miljarder USD



många pusselbitar måste falla på plats för att prognosen ska överträffas, är det mer sannolikt än en tvär inbromsning/recession eftersom Fed redan lättat på penningpolitiken.

### Kina: Hur stor blir handelsfriktionen?

Kinas BNP-tillväxt blev 5 procent i fjol trots en svag fastighetssektor och återhållsamma konsumenter. Utrikeshandeln bidrog positivt när nya marknader mer än väl kompenserade för lägre export till USA (se graf ovan till höger). Regeringens mål är alltså att med stimulanser rebalansera ekonomin mot större andel konsumtion, men detta kommer att ta tid då hushållen tyngs av den svaga fastighetssektorn.

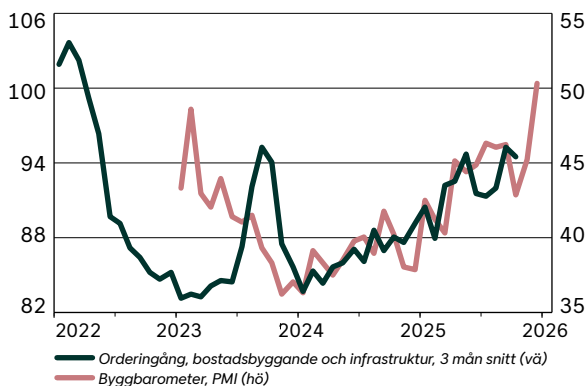
Konjunkturbarometrarna är halvljumma och inhemska indikatorer som elanvändning, järnvägstransporter och bankutlåning mattas av något. Förra årets exporttillväxt kan bli svår att upprepa.

Globalt är handelsfriktioner mellan Kina och omvärlden sannolikt en större utmaning än landets eventuella

**Undantaget pandemin väntar den största kvartalsstimulansen sedan finanskrisen. BNP-effekten för helåret kan bli så hög som 0,7 procent. Dessutom verkar Trump inför höstens mellanårsval gå *all in* för att lyfta tillväxten och humöret på sin väljarbas.**

## TYSK BYGGINDUSTRI LYFTER

Orderingång i byggsektorn, Tyskland, indexerad utveckling



tillväxtförsvagning. I EU är sektorer som bil- och kemikalie-industrierna och grön teknologi under stor press från kinesisk konkurrens. Framåt kan pressen öka om Kina lyckas gå mot mer avancerade produkter.

## Europa: Ljusning i Tyskland

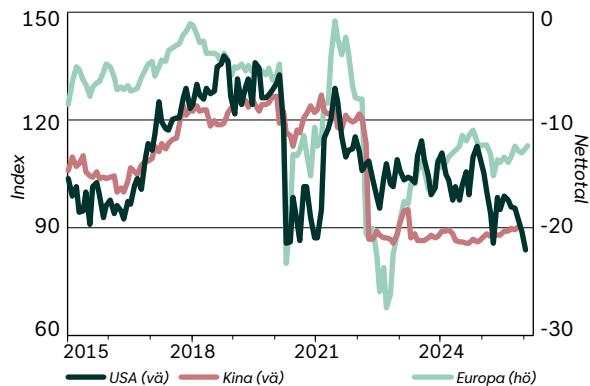
Den tyska ekonomin stagnerande i fjol, men tillväxten i Europa accelererade. Vi ser ljusare på 2026 efter att Europeiska centralbanken (ECB) sänkt styrräntan och Europa tvingats vakna upp och inse behovet av enorma investeringar i försvar, infrastruktur och energiförsörjning. USA:s agerande i Ryssland/Ukraina, Venezuela och Grönland har sannolikt ökat dessa insikter.

De tyska stimulanserna bedöms av många lyfta landets tillväxttakt med runt 0,5 procentenheter. Redan syns tecken på att byggandet tar fart – både vad gäller bostäder och infrastruktur (se graf ovan till vänster). God likviditet i ekonomin talar för att den viktiga företagsbarometern Ifo vänder upp under 2026.

Trots en pressad bilindustri är arbetsmarknaden i Europa stark. Tillväxten kan dessutom få en skjuts om hushållen, vars sparande ökat kraftigt efter pandemin, väljer att öppna plånböckerna. Hushållens sparkvot är 15 procent av disponibel inkomst jämfört med normala 12 procent. Dessutom

## EUROPÉER ÄR GLADARE

Hushållens optimism i olika länder



är Europas hushåll mer optimistiska vid 2026 års ingång än hushållen i USA och Kina (se graf ovan till höger).

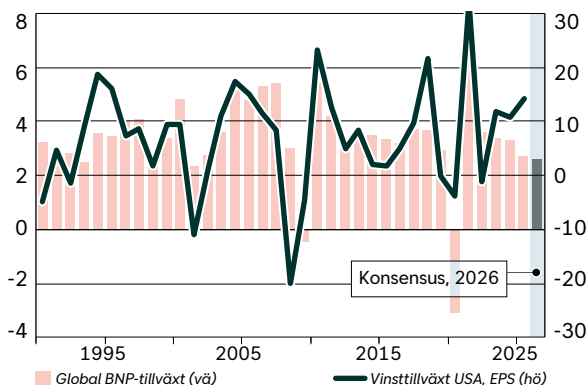
Enligt konsensus växer Europas BNP med drygt 1 procent i år, ungefär som 2025. Tysklands ekonomi väntas bidra med ett tydligt uppsving. Med så låga ingångsnivåer innebär prognosen också starkare kvartalsökningar än i fjol. EU brottas med en rad utmaningar, såsom svag konkurrenskraft (pressad av stärkt euro), låg reformtakt och eftersatta strategiska investeringar. I år ser vi dock en cyklisk överraskningspotential i Europa om byggandet repar sig och konsumtionen tar mer fart. Fred i Ukraina vore också en positiv faktor.

## Vinster: Tech, tullar och cykliskt

Som vanligt framstår analytikernas vinstprognoser som väl optimistiska, men det brukar inte hindra en börsuppgång. Globalt väntas vinsttillväxten accelerera till 15 procent mot 10,5 procent i fjol, och i USA till 15 procent i år jämfört med 10 procent förra året. Att de amerikanska börsbolagens omsättning kan öka 6–7 procent verkar mer rimligt än att marginalerna ska stärkas ytterligare, i synnerhet som alla tulleffekter ännu inte visat sig. Historiskt har det varit ovanligt att vinsttillväxten accelererar när BNP-tillväxten och inflationen inte gör det, och global tillväxt på 2,5–3 procent har sällan sammanfallit med 15 procents

## VINSTTILLVÄXT - MEN HUR HÖG?

BNP- och vinsttillväxt, procent



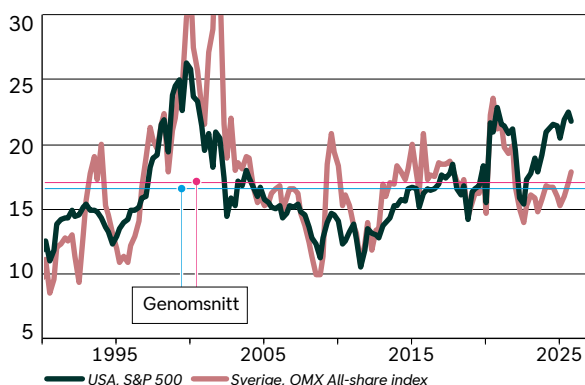
vinsttillväxt i USA (se graf ovan till vänster) – men AI kan ha förändrat mönstret. Vår konjunktursyn talar för att cykliska sektorer som råvaror, industri och konsumentvaror lyfter vinsterna mest i år.

Optimismen kring *tech*-bolagens tillväxt och lönsamhet är stor. Sedan i somras har också de sju storbolagen Mag 7 överleverat – deras vinstprognoser har lyfts medan prognoserna för övriga S&P 500-indexet som helhet har sänkts. Bolagens prognoser har i många fall varit viktigare än rapporterat resultat. *Tech*-besvikelser har bara pressat aktiekursen i det rapporterade bolaget, snarare än i *tech*-sektorn generellt. Avkastningen på AI-aktörernas enorma investeringar är osäker och ökat korsäggande i sektorn gör vinsterna svåranalyserade. AI och automatisering lär öka produktiviteten och lönsamheten på många håll – men var och hur snabbt är för tidigt att säga.

Positivt är att näringslivet både i och utanför USA har hanterat tullkriget oväntat bra. *Front running* (import och

## USA BETYDLIGT DYRARE ÄN SVERIGE

P/E-tal, 12 månader framåtblickande



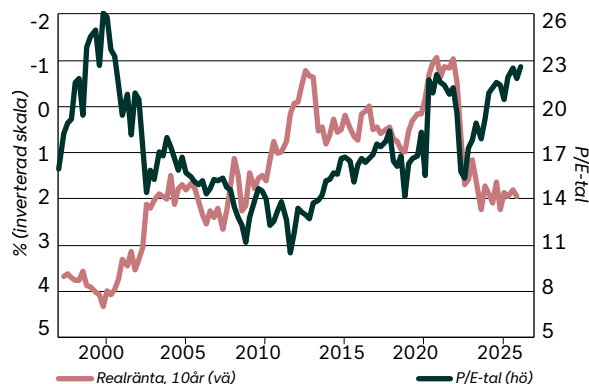
lageruppbyggnad) inför tullhöjningar kan ha påverkat. Försäljningsökningarna globalt har varit som förväntat, men marginalerna har imponerat och under fjärde kvartalet justerades vinstprognoserna för 2026 upp i de flesta regioner, bortsett från tillväxtmarknaderna. På slutet har vinstupprevideringarna visserligen tappat momentum i USA och globalt, och nedrevideringarna i Europa har fortsatt. Bedömningar indikerar (baserat på tullintäkter och de tullnivåer som Trump införde under 2025) att nästan 70 procent av USA-tullarna redan avspeglas i ekonomin. Fed bedömer att tullarna ger en engångseffekt på inflationen om 0,5 procentenheter i fjol och ytterligare runt 0,3 procentenheter i år.

Trump och Republikanerna gick till val på avreglering, men nu har presidenten, precis som Kina gjorde under en period, börjat tala om plötsliga regelförändringar för börsbolag. Han vill förbjuda försvarsbolag att ge utdelning och återköpa aktier, han vill förbjuda *private equity*-bolag

**Trump och Republikanerna gick till val på avreglering, men nu har presidenten börjat tala om plötsliga regelförändringar för börsbolag. Potentiellt kan vissa förslag lyfta tillväxten, men sprida osäkerhet och dämpa vinsterna i drabbade sektorer.**

## OVANLIGT VÄRDERINGSGAP I USA

Värdering S&P 500 och ränteläge



att köpa bostadsfastigheter samt vill sätta ett tak för kreditkortsräntor. Flera av förslagen kräver sannolikt kongressbeslut. Potentiellt kan vissa förslag lyfta tillväxten, men sprida osäkerhet och dämpa vinsterna i drabbade sektorer.

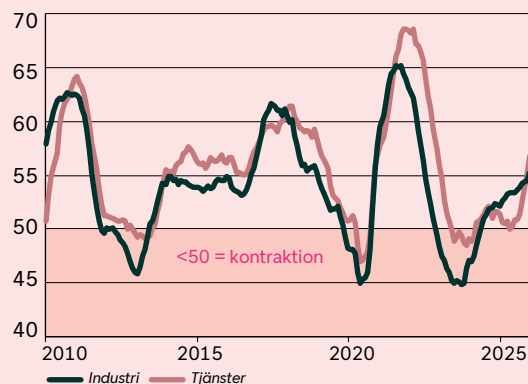
## Värdering: Hög i USA, även utanför tech

De flesta regioner handlas över sin historiska snittvärdering, men USA-börsens höga framtidsblickande P/E-tal på över 22,5x sticker ut (se graf till höger på motstående sida). Värderingen framstår som hög också utanför tech och jämfört med obligationsräntorna (se graf ovan till vänster). Andra regioner är värderingsmässigt mer attraktiva. Börserna i Japan, Europa och på tillväxtmarknaderna ger också bättre riskspridning då de inte domineras av en sektor på samma sätt som USA-börserna.

Fjolårets börsuppgång i USA drevs mer av vinststillväxt än av uppskruvad värdering. I de fyra stora så kallade *hyper-scaler*-bolagen (Amazon, Alphabet/Google, Meta och Microsoft) steg kurserna i linje med vinsterna och i tech-sektorn som helhet steg vinsterna mer än aktiekurserna (P/E-talet föll) – vilket knappast indikerar en bubbla. Det är också ett sundhetstecken att den värsta AI-febern mattats sedan tech-toppen i slutet av oktober: Både börsen och *Mag 7* är nästan oförändrade, men den breda it-sektorn är ned några procent.

## STARKA BAROMETRAR I SVERIGE

PMI-index, 6 månaders genomsnitt



Mycket talar för att svensk ekonomi blir en lysande stjärna 2026. Barometrarna stiger för tillverkningsindustrin, byggandet, detaljhandeln och tjänstesektorerna (se graf ovan). BNP-indikatoren taktade runt 2 procent i slutet av 2025, och enligt SCB:s konjunkturklocka är sex av 13 indikatorer redan i expansionsfas, däribland konsumtionen och sällanköpshandeln.

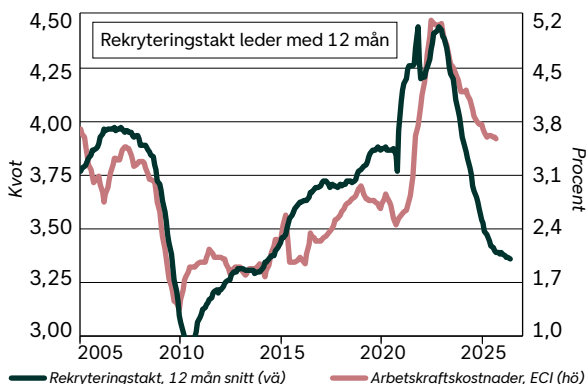
Trots att hushållens disponibla inkomst reellt är lägre än före pandemin, och oro finns kring elpriserna, kan konsumtionen överraska i år. Stöd kommer från expansiv penning- och finanspolitik. Riksbanken har sänkt räntan, som styr räntekostnaderna på flertalet bolån, till under 2 procent. Inför höstens val agerar regeringen expansivt, med åtgärder motsvarande 1,2 procent av BNP – bland annat via lägre matmoms.

Om arbetslösheten dessutom har toppat skulle hushållen kunna minska sitt enorma sparande. Detta mönster syns ofta i konjunkturåterhämtningar och kan ge extra skjuts åt konsumtionen de närmaste åren.

Dessutom kan en piggare bostadsmarknad leda till fler större inköp och renoveringar. Det vore mycket välkommet i detaljhandeln efter mer än två krisår värre än under det tidiga 1990-talets lågkonjunktur. Även om detaljhandelns försäljningsvolym har rört sig uppåt det senaste året, saknas alltså en viktig pusselbit: ökade kapitalvaruinköp.

## MINSKAT INFLATIONSTRYCK PÅ JOBBMARKNADEN

Arbetsmarknad och löner, USA



Dagens miljö där penningpolitiken lättas samtidigt som tillväxten står sig gynnar aktiemarknaden, men skillnaden mellan P/E-talet och USA:s långa realräntor är unikt stor (låt vara att den inte ökade under 2025). Optimismen bland investerare och förvaltare är stor, men varken spekulationsinslaget eller belåningen är hög.

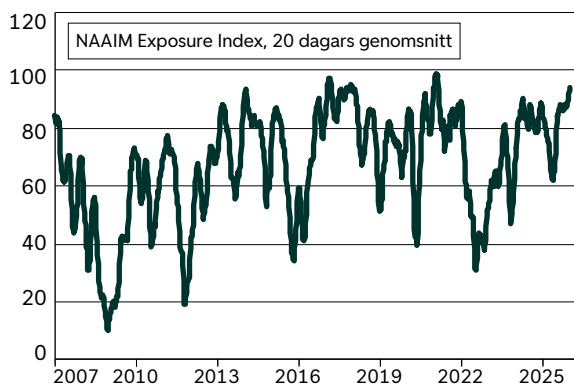
### Räntor: Hur länge styr Fed börsen?

Fed har sänkt styrräntan med 175 baspunkter på 15 månader trots god tillväxt. ECB har sänkt 200 baspunkter på 1,5 år – de snabbaste sänkningarna undantaget finanskrisen. Penningpolitiken påverkar vanligtvis den ekonomiska aktiviteten ett till två år senare, och höjningar är avlägsna.

Feds situation är nu ganska utmanande. Sysselsättnings-tillväxten har minskat avsevärt, men samtidigt finns inflationsrisker från tullar, stigande råvarupriser, bra fart i tjänstesektorn, samt tecken på pris- och lönehöjningar i småbolagen. De senaste inflationssiffrorna har dock varit lugnande såväl i USA som i Europa och Sverige. Störningarna i de globala leveranskedjorna är nu på normal nivå och Kina bidrar än så länge med desinflation till världsekonomin. I USA finns dessutom tecken på att lönekostnadstrycket avtar (se graf ovan till vänster). Vi är därför inte så oroliga för inflation under 2026.

## REDAN STOR AKTIEEXPONERING

Aktiva aktieförvaltares börsexponering i USA, procent



Eftersom USA-inflationen bara är strax över målet på 2 procent om tulleffekterna räknas bort har Feds fokus skiftat till den svagare arbetsmarknaden. Börsen gillar läget eftersom lagom svaga konjunktursignaler, särskilt från arbetsmarknaden, ökar sannolikheten för att Fed sänker ytterligare. Viktigt för börsen är också att Fed gång på gång visat vilja att undsätta krisande marknader, senast med likviditetsåtgärder vid decembermötet.

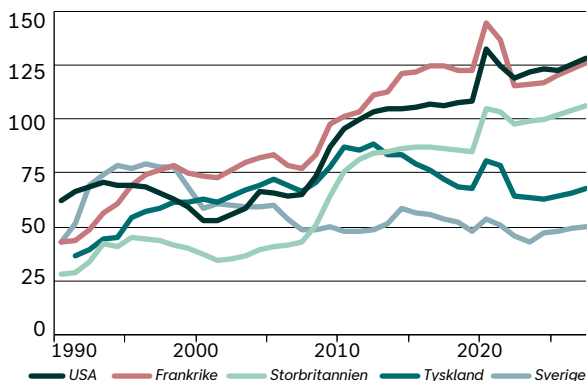
Fed-ledamöterna indikerar en sänkning i år från nuvarande 3,50–3,75 procent, medan marknaden prisar in två sänkningar. Feds och marknadens förväntade långsiktiga styrräntenivå ligger stadigt runt 3 procent. Vi bedömer att Fed gärna fortsätter sänka även om tillväxten inte bromsar, så länge den underliggande inflationen inte stiger mer. Ytterligare sänkningar bör ge börsstöd, och än viktigare är att höjningar är avlägsna. Sannolikt får vi under 2026 se ett skifte där tillväxt snarare än räntan styr börsen – alltför svag tillväxt skapar oro, medan överraskande bra tillväxt glädjer.

### Risker: Diversifiering ger bästa skyddet

Vi bedömer att konjunkturförbättringar generellt ger börsstöd, men riskhantering är viktigt vid höga P/E-tal och stor optimism (se graf ovan till höger). Under 2026 bevakar vi särskilt:

## STORA SKULDER, MEN LITEN ORO

Staters skuldsättning, procent av BNP



- **Ökad geopolitisk oro.** Trots många konflikter har börsen hittills varit lugn. Metallpriserna har stigit kraftigt, men det som skulle oroa börsen mest är rusande oljepris, handelsstörningar eller väpnad stormaktskonflikt. Börsen har också vant sig vid att betrakta nya tullar, bojkotter och sanktioner som förhandlingsutspel från Trump.

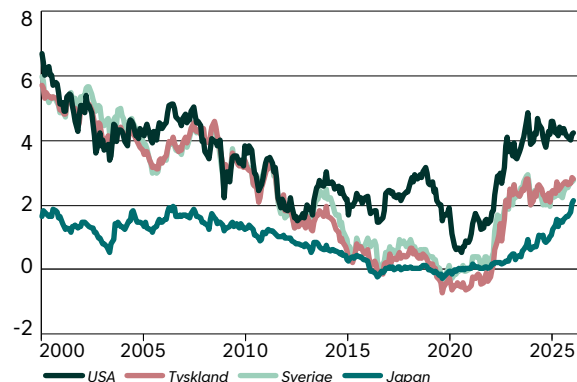
USA:s bortförande av Venezuelas ledare Nicolás Maduro har liten ekonomisk betydelse. Striden om USA:s kontroll över Grönland är en konflikt mellan Nato-länder, vilket gör den potentiellt allvarigare, men temperaturen har sänkts och en uppgörelse verkar möjlig. En amerikansk inblandning i Iran skulle kunna påverka marknaden via oljepriset och ökad instabilitet i Mellanöstern. Ett kinesiskt övertagande av Taiwan har alltid varit en riskfaktor, men Trump och Kina-presidenten Xi Jinping verkar nöjda med att "kontrollera" var sin global intressesfär.

Vi bedömer att det krävs en tydlig eskalering av de geopolitiska konflikterna för att påverka börsen negativt under en längre period.

- **Recessionsrisk.** Om fler negativa tulleffekter materialiseras och arbetsmarknaden försvagas än mer kan USA gå in i recession. Under det senaste halvåret har nästan inga nya jobb skapats i USA. Om företagens varsel återigen

## RÄNTORNA STIGER MEST I JAPAN

10-åriga obligationsräntor i olika länder, procent



når 100 000 per månad, som under fjolåret, och sysselsättningen faller markant, skulle USA:s tillväxtutsikter mörkna. Vid ett större fall i den dominerande tech-sektorn skulle även mer välbeställda hushåll dra ned på konsumtionen. Hittills under rapportsäsongen har tech-sektorn som helhet svarat mot marknadens förväntningar. Samtidigt inger vissa jobbsignaler optimism, och både finans- och penningpolitiken ger tillväxtstöd.

- **Ränteoro.** En snabb, kraftig uppgång för obligationsräntorna kan utlösas av eskalerande oro för statsskulder (se graf ovan till vänster) och växande lånebehov i flera av världens stora länder. Ränteuppgången skulle även kunna komma i spåren av inflationsoro som ett resultat av stora stimulanser och kvardröjande tulleffekter.

En annan risk är att investerarna söker sig bort från japanska obligationslån (så kallade *yen-carry trades*), likt sommaren 2024. Ett sådant utflöde kan få global spridning via portföljomviktning. Högre långräntor av andra orsaker än starkare konjunktur blir lätt en börsmotvind, i synnerhet i ett läge där börsvärderingen är hög. Tidigare har en snabb uppgång mot 5 procent i USA:s tioårsränta oroat börsen – de senaste fem månaderna har räntan rört sig mellan 4–4,25 procent (se graf ovan till höger).

# Psykologin bräddar nyhetsdramat

**Börsreaktionerna på dåliga nyheter är små och kortvariga. Det är ett tydligt tecken på fortsatt uppåttrend – främst i Sverige, men också i USA.**

## OMXS30

Alla orosmoln till trots steg Stockholmsbörsens storbolagsindex OMXS30 med 16 procent i fjol. För det bredare OMXSPI-indexet stannade uppgången vid 9,5 procent, medan *mid cap*-indexet bara steg med 6 procent. *Small cap*-indexet (CSX) steg inte alls.

När börsen trotsar en hel horisont av geopolitiska orosmoln signalerar det styrka. I *Allokering och portföljstrategi* våren 2025 skrev jag följande:

*"Min målbild är att indexet ska röra sig upp mot området kring 2 880–2 950 under de kommande 14 veckorna. Det skulle motsvara en uppgång med 8–11 procent fram till slutet på börsens starka sexmånadersperiod."*

Månadsdiagrammet till vänster på motstående sida visar att OMXS30 ännu noteras i upptrendsfas och har passerat målområdet jag lyfte fram. Ännu syns inga toppsignaler, men i den negativa vågskålen ligger att börsen är överköpt (se de röda pilarna).

Nästa tunga motstånd möter i den långsiktiga stigande trendkanalen vid cirka 3 300–3 400.

## S&P 500

I USA slutade börsåret 2025 med en uppgång på dryga 16 procent, vilket är otroligt starkt mot bakgrund av det

osäkra världsläget. Hela börsåret kantas av dåliga nyheter. Den som tillämpat en nyhetsbaserad placeringsstrategi hade sannolikt missat börsuppgången.

Många placerare utgår ifrån att det är nyheter som skapar trenderna på börsen. Ett sådant synsätt har emellertid stora svårigheter med att förklara reaktionerna på nyheter av varierande slag.

Jag menar i stället att det inte är nyheten i sig som är det viktiga, utan marknadens reaktion på nyheten. I perioder då investerarkollektivet ser optimistiskt på framtiden (mätt som en stigande börs) reagerar det på ett sätt, men när pessimism råder (mätt som en fallande börs) blir reaktionen en annan. Likartade händelser tolkas alltså olika beroende på vilken psykologisk fas vi befinner oss i.

Ta till exempel *Liberation Day* i april, när president Trump aviserade höga tullar. Då föll USA-börserna kraftigt i tre dagar, bottnade, och steg sedan med över 40 procent under det följande halvåret. I ett annat psykologiskt klimat hade nyheten förmodligen utlöst ett negativt trendskifte.

Att marknaden inte fungerar på detta enkla linjära sätt beror på att varje ny siffra eller nyhet tolkas i ljuset av den psykologi som råder vid det aktuella tillfället. Börjar till exempel en tidigare optimistisk psykologi dämpas så spelar det ofta ingen roll hur positiv siffran/nyheten är – det går ned i alla fall. Börsen kan också fortsätta stiga trots svag makrostatistik, som mängder av historiska exempel visar.

Så länge negativa nyheter inte får börsen på fall råder ett positivt sentiment,

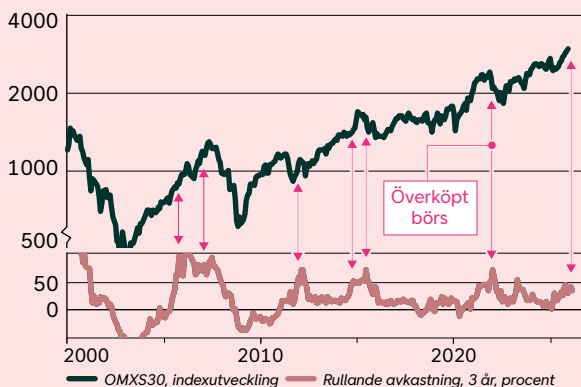


**STORA TULLHÖJARDAGEN.** President Donald Trump presenterar sitt tullutspel i Vita husets trädgård den 2 april 2025. Det följande halvåret steg börserna med över 40 procent.

ANDREW HARNIK/GETTY IMAGES

**OMXS30**

Indexutveckling och 3-årig rullande avkastning



och jag förblir positiv till börsen. När vi däremot börjar se tydliga tecken på att positiva nyheter inte längre tas emot positivt, och negativa nyheter belönas med nedgångar – då är det dags att bli försiktig. Men där är vi inte än.

S&P 500-indexet har tre starka år bakom sig, med en total uppgång om 78 procent, som fördelar sig på följande sätt:

- 2023: +24,2 procent.
- 2024: +23,3 procent.
- 2025: +16,4 procent.

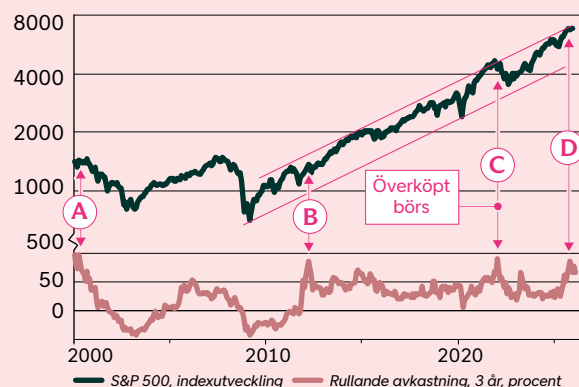
Månadsdiagrammet ovan till höger visar S&P 500 sedan 1998 tillsammans med indexets rullande treårsavkastning. När börsen stigit med 85 procent eller mer på 36 månader har det vid flera historiska tillfällen lett till nedgångar:

- **Läge A, december 1999:** Index toppade under mitten av år 2000 och föll med cirka 49 procent fram till botten i oktober 2002.
- **Läge B, februari 2012:** Index noterade en nedgång med 10 procent och fortsatte därefter upp.
- **Läge C, december 2021:** Index toppade och föll under 2022 med cirka 25 procent.
- **Läge D, september 2025:** Det återstår att se om nästa nedåtrekyl kommer i år.

Historiskt finns liknande lägen, till exempel 1956 och börsfallet på 20 procent hösten 1957. Vi hade också samma läge precis före den stora börskraschen 1987, då index rasade med 35 procent på knappt två månader.

**S&P 500**

Indexutveckling och 3-årig rullande avkastning



Notera också att S&P 500-indexet är i övre delen av den stigande trendkanal som inleddes när finanskrisens botten nåddes, vilket är ytterligare ett orosmoln.

Sammanfattningsvis konstaterar jag att S&P 500 noteras i en starkt positiv trend, som dock börjar bli gammal. Jag tror att vi under våren går mot en större rekyl eller börsnedgång. Men så länge trenden består och säsongsmonstret och den aggregerade psykologin är fortsatt optimistisk, behåller jag min försiktig positiv syn.



**Johnny Torssell**  
Teknisk analytiker

**Många placerare utgår ifrån att det är nyheter som skapar börsens trender. Ett sådant synsätt har stora svårigheter att förklara reaktionerna på nyheter av varierande slag. Det inte är nyheten i sig som är det viktiga, utan marknadens reaktion på nyheten.**

# Bättre värde utanför USA

**Konjunkturen ljusnar, men vi behåller normal aktievikt: Sentimentet är redan mycket positivt och USA-värderingen hög. Vi föredrar svenska aktier och ökar exponeringen mot alternativa investeringar, som har bättre avkastningsutsikter än räntepapper.**

Under hösten och vintern har vi haft en neutral aktiesyn i vår förvaltning. I den positiva vågskålen låg hygglig tillväxt, goda bolagsvinster, räntesänkningar i USA och ett starkt säsongs-mönster. På den negativa sidan noterade vi höga värderingar (framför allt i USA), risk för inbromsning i amerikansk ekonomi och tech-dominansen på USA-börsen. Vi valde samtidigt att undervikta globala aktier till förmån för en övervikt mot svenska aktier. Undervikten mot globala aktier berodde helt och hållet på en försiktig syn på den amerikanska börsen. Samtidigt såg vi mer positivt på Europa, Japan och tillväxtmarknader. Eftersom USA utgör en så stor del av ett globalt index landade vi emellertid i en undervikt.

Sedan föregående strategiuppdatering i september har börsutvecklingen globalt varit stark – de flesta marknader har stigit 10–20 procent. Japan och tillväxtmarknader har gått allra bäst, medan USA och Sverige stigit mer måttligt. I svenska kronor blir utfallet dock ett annat, eftersom vår valuta stärkts rejält, speciellt mot dollarn. Tillväxtmarknader tar fortfarande förstaplatsen, men Stockholmsbörsen blir tvåa och USA stiger endast marginellt (se graf på motstående sida). Börsuppgången har varit något större än vi räknat med, men tesen att USA skulle tappa mark mot övriga regioner har stämt hyfsat bra för svenska investerare.

## Stöd från vinster och konjunktur

I stora drag har vår syn inte förändrats nämnvärt. För värderingsorienterade investerare är det svårt att göra fynd när flera börser, inte minst den amerikanska, ser dyra ut. På lång sikt utgör höga värderingar en tydlig motvind för avkastningen, men på kortare sikt spelar värderingen mindre roll – konjunktur-, vinst- och ränteutveckling väger tyngre. En hög värdering ökar risken för att obehagliga nyheter utlöser drastiska

## I korthet

Vår neutrala aktiesyn består. Höga börsvärderingar i framför allt USA och riskfylld AI-optimism i tech-sektorn ska ställas mot en stabil global konjunktur, stigande vinster och troliga räntesänkningar från Fed.

Vi ser bättre avkastningsförutsättningar utanför USA, som även tyngs av en svag dollar. USA och Mag 7-bolagen underviktas, medan

tillväxtmarknader och Japan överviktas. Vi föredrar vissa cykliska sektorer. Även Sverige överviktas eftersom såväl inhemska som tyska stimulanser väntas ge bra stöd åt tillväxten i år. Vi tror på banker, fastigheter, småbolag samt kvalitetsbolag i verkstadssektorn.

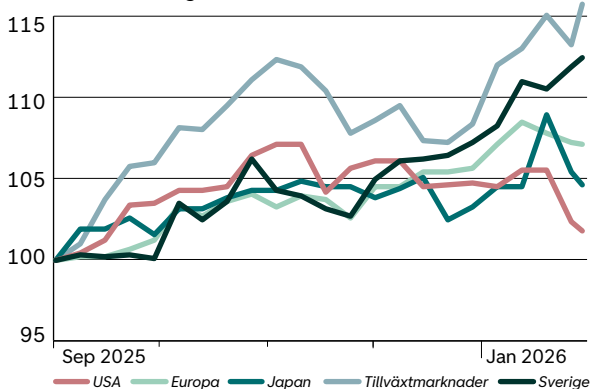
Relativt stabila räntor och pressade kreditspreadar innebär begränsade

avkastningsutsikter inom räntepapper, som fortsatt underviktas. Obligationer på tillväxtmarknader och i Storbritannien ser dock intressanta ut.

Utsikterna är desto bättre inom alternativa investeringar, som hade ett starkt fjolår och alltjämt överviktas. Miljön är gynnsam för flera hedgefondstrategier, däribland aktie lång/kort och *merger arbitrage*.

## POSITIV BÖRSUTVECKLING

Indexerad utveckling, SEK



kurskorrigeringar. Utan att göra en prognos kan nämnas att nuvarande värderingsnivå i USA enligt historiska data pekar på en årlig avkastning kring magra 2,5 procent under de kommande tio åren (se diagram till vänster på nästa sida).

Utanför USA ser förutsättningarna betydligt bättre ut värderingsmässigt. Sverige, Europa, Japan och tillväxtmarknaderna ligger förvisso något över sina historiska genomsnitt, men inte alarmerande mycket.

När det gäller den kortsiktigt betydelsefulla konjunktur- och vinstutvecklingen har vi en förhållandevis positiv syn på det kommande året (se avsnittet *Investeringsklimat* på sidan 10). Även om osäkerheten är större än normalt, torde 2026 bjuda på god ekonomisk tillväxt, inte minst i Sverige. Vår tidigare oro för amerikansk konjunktur har om något dämpats, då statistiken endast pekar på en marginell avmattning, trots osäkerheten kring tulleffekterna. Detta i kombination med hyggligt räntestöd talar för att fortsätta vara investerad i aktiemarknaden.

## Fel läge att öka portföljrisken

Mot denna bakgrund skulle man kunna argumentera för en mer positiv inställning till aktier och övervikta tillgångslaget. Vår försiktighet beror på en relativt lång period av mycket bra avkastning. USA-indexet S&P 500 har stigit

## PORTFÖLJVIKTER

Grundtillgångsslag

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

med hela 80 procent de tre senaste åren, medan svenska OMXS30 är cirka 50 procent upp. Det finns ingen lag som säger att uppgångar stannar upp efter en viss tid eller ett visst antal procent, men rekylriskerna ökar. Efter liknande uppgångar har större korrektioner historiskt lurat runt hörnet (se avsnittet *Teknisk analys* på sidan 18).

Återigen framstår risknivån som förhöjd, och tajming-mässigt vore det således fel läge att öka portföljrisken.

Vidare tyder olika positioneringsindikatorer på att många investerare har högre risk än normalt i sina portföljer. Sentimentet är alltså positivt, och baksidan med det är att det rimligen finns färre marginalköpare av aktier. Således finns även ur positioneringssynpunkt en uppenbar risk för att investerarkollektivet behöver justera ned risknivån om något oväntat försämrar humöret på finansmarknaderna.

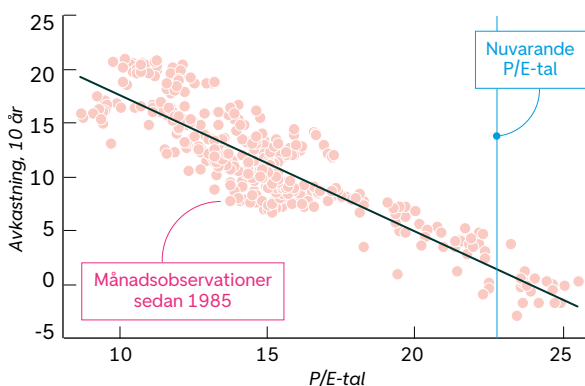
## Blir det en dotcom-repris?

Med detta sagt drar vissa bedömare paralleller mellan dagens börsmonster och klimatet under andra halvan av 1990-talet. Då rådde stor optimism kring ny teknologi (internet) och en någorlunda stimulerande räntepolitik i USA. Börsvärderingen steg till nya höjder, men ändå lönade sig ett stort risktagande. Många hade varnat länge för osunda tendenser, men *dotcom*-bubblan började brista först under våren 2000. Investerare som hoppade av tåget bara 6–12 månader före toppen missade en rejäl del av uppgången.

Kan det vara något liknande vi ser nu? Och har vi i så fall den kraftigaste stegringen framför oss, ungefär som i början av 1999 (se diagram till höger på nästa sida)?

## HÖG VÄRDERING DÄMPAR AVKASTNINGEN PÅ SIKT

P/E-tal och årlig avkastning de följande 10 åren, USA



Än tycker vi oss inte se någon bubbla. Värderingarna är än så länge inte lika uppskruvade som då, och de heta bolagen och sektorerna är betydligt mer lönsamma. Vi förespråkar därför ett normalt risktagande i rådande miljö. Inträder en fas med turbulens och kursfall står vi redo att öka aktievikten igen.

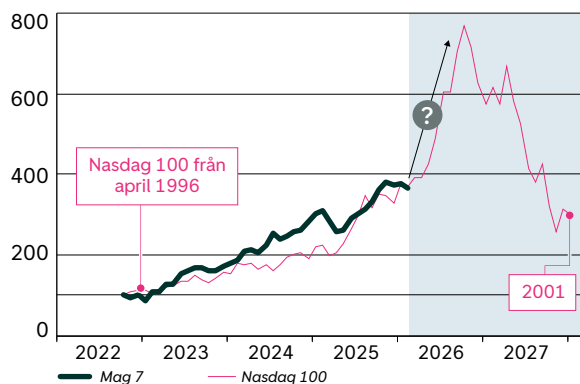
## Fortsatt fördel Sverige

Vi fortsätter att övervikta Sverige på bekostnad av globala aktier. Det har flera skäl: Vi ser bättre momentum i svensk ekonomi och mycket talar för att Sverige verkligen utmärker sig positivt i år.

I Sverige och i Tyskland är finanspolitiska stimulanser på gång inom områden som försvar, infrastruktur, teknologi och energi. Satsningarna skapar sannolikt många ringar på vattnet för hela näringslivet, med ökad efterfrågan för flertalet industribolag. Tyskland är Sveriges största handelspartner och bättre tillväxt där innebär således bättre fart i Sverige.

## REPRIS PÅ BOOMEN 1999?

Indexutveckling, Mag 7 och Nasdaq 100, indexerad



Den svenska börsen är som bekant väldigt industritung, stora verkstadsbolag som Atlas Copco, Sandvik, Assa Abloy, Volvo, ABB, och Alfa Laval sätter tonen. Efter några års dämpad efterfrågan förefaller en ny investeringscykel vara i antågande, vilket borgar för kraftiga vinstlyft.

På avigsidan finns en oro för att svenska och europeiska industribolag ska påverkas negativt av ökad konkurrens från Japan och Kina. En svag yen gör det japanska näringslivet mer konkurrenskraftigt, medan Kina brottas med en försvagad inhemsk ekonomi och ständigt söker nya exportmarknader. Kinesisk konkurrens är i sig inget nytt och i vissa branscher är påverkan redan stor. Företag som Volvo Cars, Electrolux och Husqvarna är utsatta för tuff priskonkurrens.

Merparten av de indextunga verkstadsbolagen är vi dock mindre oroliga för: Bolag som Atlas Copco, Sandvik, Epiroc, ABB och Alfa Laval har mestadels högförädlade produkter där vi inte ser någon omedelbar risk för tuff kinesisk konkurrens. Men frågan tål att bevakas.

**I Sverige och i Tyskland är finanspolitiska stimulanser på gång inom områden som försvar, infrastruktur, teknologi och energi. Satsningarna skapar sannolikt många ringar på vattnet för hela näringslivet, med ökad efterfrågan för flertalet industribolag.**

## STABIL GLOBAL TILLVÄXT OCH SVENSKT LYFT

Konsensusprognoser (procent) och revideringstrend

|                   | Vinsttillväxt |      | BNP-tillväxt |       |
|-------------------|---------------|------|--------------|-------|
|                   | 2025          | 2026 | 2025         | 2026  |
| USA               | 10,0          | 15,0 | 2,0          | 2,4 ↑ |
| Europa            | -0,6          | 11,6 | 1,4          | 1,2   |
| Japan             | 7,1           | 11,5 | 1,2          | 0,8   |
| Tillväxtmarknader | 15,5          | 23,8 | 4,2          | 4,3   |
| Sverige           | -1,0          | 12,0 | 1,4          | 2,6 ↑ |
| Globalt           | 10,5          | 15,1 | 3,3          | 3,0   |

### Riskfylld tech-optimism i USA

Även om USA-börserna tappat lite mark på sistone utgör amerikanska aktier cirka 62 procent av det globala börsvärdet. Vår försiktighet mot USA kvarstår, trots att tech-optimismen än så länge spirar. Det stora beroendet av ett fåtal jättebolag innebär risker. Och givet alla politiska utspel från den amerikanska administrationen kan man inte utesluta ett scenario där kapital i större skala börjar lämna landet.

Än syns en växande USA-skepsis främst som en allt svagare dollar. Valutan kommer förvisso från en väldigt stark position, så tappet ska inte överdrivas. Likväl var 2025 ett år då dollarn föll ordentligt, exempelvis hela 17 procent mot kronan. Den politik som president Donald Trump driver talar heller inte för att dollarn ska repa sig nämnvärt, snarare tvärtom.

Vi ser möjligheter till bra aktieavkastning i Europa, Japan och på tillväxtmarknader, men det gör oss inte mer positiva till globala aktier som helhet.

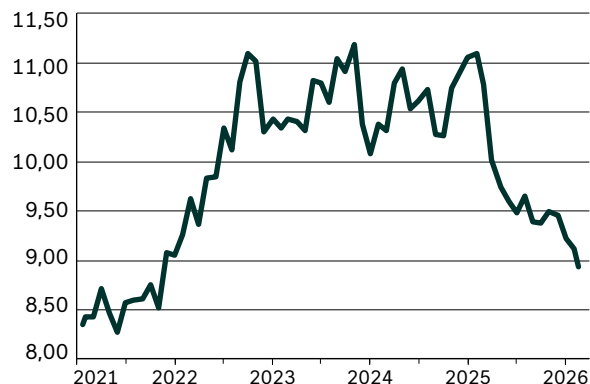
### Guldet skiner som aldrig förr

Det starka aktieåret 2025 bleknar i jämförelse med utvecklingen för guld (upp 68 procent i dollar och 40 procent i kronor – silverpriset ökade till och med ännu mer).

Guldpriset brukar klättra i osäkra tider när risktillgångar ger sämre avkastning. Fjolåret var udda i det avseendet: Dollarförsvagningen förklarar en del av guldrusningen, men även andra krafter var i rörelse. Världens centralbanker har ökat guldinnehavet betydligt, eftersom ökad osäkerhet inom statsobligationer får dem att söka sig till tillgångar som kan

## USA: SKEPSIS DRABBAR DOLLARN

Valutakurs, SEK per USD



behålla värdet bättre. Mer politisk inblandning i räntebeslut och risken för att stater vill inflatera bort växande statsskulder spelar också in, liksom geopolitisk osäkerhet.

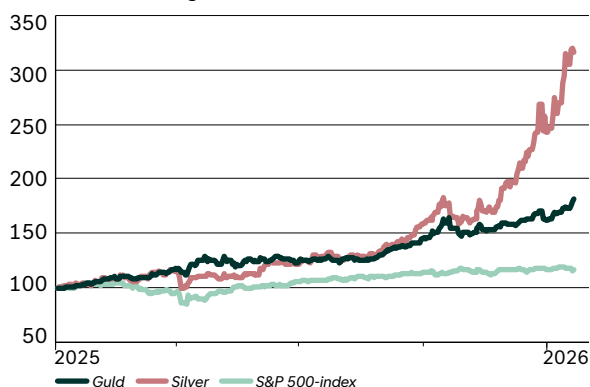
En del tolkar det stora suget efter guld som ett tecken på att vi har nya kriser framför oss. Framtiden får utvisa om så blir fallet, men tills vidare fyller ädelmetallen sin diversifierande funktion. Efter den fenomenala uppgången skulle en priskorrektion inte överraska.

### Alternativa tillgångar från klarhet till klarhet

Under hösten valde vi att vikta upp alternativa tillgångar till övervikt på bekostnad av räntebärande tillgångar, som vi underviktade. Hittills har beslutet varit rätt. Vi är mycket nöjda med det senaste årets fina avkastning från den alternativa portföljen: *Merger arbitrage*, katastrofobligationer, volatilitetsarbitrage, *global macro* och *distressed debt* är alla exempel på strategier som varit lyckosamma. Strategierna kan vara komplexa att förstå, och vissa investerare tycker de är för dyra, men vi anser att alternativa tillgångar förtjänar en tydlig plats i en välspriidd investeringsportfölj. Den ökade osäkerheten i världen, och det faktum att aktier och räntor (särskilt krediter) ibland rör sig i samma riktning, skapar ett behov av instrument som lever sitt eget liv och bidrar med stabilitet. Vi behåller vår övervikt.

## ÄDELMETALLER UTKLASSAR USA-BÖRSEN

Indexerad utveckling, USD



## Måttlig ränteavkastning framåt

Det senaste året har räntebärande investeringar i stort utvecklats som förväntat. Såväl räntor som kreditspreadar är återigen på förhållandevis låga nivåer. Utvecklingen har gynnat avkastningen på räntepapper, men potentialen framåt ser mindre apptlig ut.

Trygga obligationer har fortfarande en roll att spela om vi skulle få en oväntad recession, då lär räntorna falla rejält med en värdeökning som följd. Nuvarande tillväxt- och inflationsprognoser gör det dock svårt att se några större räntefall. Dessutom finns det en risk att finanspolitiska satsningar runt om i världen pressar upp räntorna, givet att många budgetunderskott och statskulder ligger på oroväckande höga nivåer.

Att kreditspreadarna (påslaget företag får betala för att låna pengar) i många fall är rekordlåga gör företagsobligationer relativt dyra.

Sammantaget får investerare i nuläget inte särskilt bra betalt för att ta risk i tillgångsslaget. Därför förblir vi underviktade mot räntebärande tillgångar i förvaltningen.

## Allokering

### Globala aktier: Undervikt

Vi behåller en mindre undervikt. Under stora delar av fjolåret var vi underviktade mot USA, pådrivet av höga värderingar, vår syn på dollarn samt bättre möjligheter i andra regioner. Vi tror att det är ett vinnande koncept även framöver. I stället föredrar vi tillväxtmarknader, men även länder som Japan. Tillväxtmarknader producerar nära hälften av världens BNP, men utgör endast 12 procent av världsindeks.

Under stora delar av fjolåret var vi överviktade mot teknik- och kommunikationssektorerna. Nu väljer vi i stället att undervikta dem. I USA ser vi möjligheter till en breddning, och föredrar mer rimligt värderade sektorer som råvaruproducenter och energi, vilka kan gynnas av ökade investeringar i försvar, infrastruktur och AI.

Vår direktinvesteringar portfölj har en viss övervikt mot teknologi, särskilt mot bolag som drivs av digitaliseringen (datacenter och halvledare). Däremot underviktar vi *tech*-septetten *Mag 7* (vi äger Microsoft, Alphabet/Google, Amazon och Nvidia, men inte Apple, Meta eller Tesla). Elproduktion, särskilt fossilfri, överviktas. Samma sak med industri och råvaror, drivet av bolag med koppling till energi.

### Svenska aktier: Övervikt

Då flera faktorer talar för Sveriges ekonomi behåller vi en viss övervikt. Vi tror fortsatt på banksektorn genom innehav i Swedbank, SEB och Nordea. Banker kommer att gynnas av en bättre svensk ekonomi. Det gäller även fastigheter, där vi äger Balder och Sagax.

Småbolag bör kunna ta igen förlorad mark. Till våra större småbolagspositioner hör Nordnet, AAK, Sdiptech, Bonesupport och Lagercrantz.

Portföljen är alltså inriktad på kvalitetsbolag med rimlig värdering. Vi har ökat i Alfa Laval och Atlas Copco, som släpat efter. Sistnämnda är tillsammans med Investor och Volvo de tre största innehaven. Andra betydande positioner är Hexagon och Sandvik.

### Räntebärande investeringar: Undervikt

Undervikten kvarstår. Vi behåller vår position mot tillväxtmarknadsobligationer i lokal valuta som vi introducerade i september, men säkrar vinster i amerikanska bostadsobligationer. Globala statsobligationer är rimligt värderade och borde kunna avkasta i linje med löpande ränteavkastning som är cirka 2,5 procent efter valutasäkring till kronor.

Vi bedömer att statsobligationer handlas sidledes framåt, och har därför totalt sett neutral duration. Vi överviktar brittiska statsobligationer och har även reducerat vår undervikt mot japanska sådana efter att de japanska räntorna stigit.

Inom företagsobligationer är det inte läge att ta ut svängarna för mycket, givet den höga värderingen. Vi är neutralt positionerade mellan *investment grade* och *high yield*.

### Alternativa Investeringar: Övervikt

Vi behåller vår övervikt. Global osäkerhet har resulterat i kraftiga rörelser både inom och mellan olika tillgångar och tillgångsklasser. Miljöer med signifikanta prisrörelser tenderar att gynna hedgefonder, vars förvaltare får möjlighet att generera avkastning. Detta avspeglas också i att ett starkt fjolår för portföljen Alternativa Investeringar.

Vi fortsätter att vara exponerade mot förvaltare inom aktie lång/kort, *merger arbitrage* och kredit lång/kort. Aktie lång/kort har gynnats av en marknadsmiljö präglad av förhöjd dispersion (utfallsspridning) och minskad korrelation mellan enskilda aktier. Marknaden för företagstransaktioner har under året börjat ta fart efter flera år av låg aktivitet, vilket ger stöd till *merger arbitrage*. Volatilitetsförvaltare finns också bland innehaven.

Trots ett gynnsamt klimat för hedgefonder kvarstår risker i form av hög belåning, att vissa positioner blivit väl populära samt risken för snabb avveckling av risk under stressade marknadsförhållanden. I denna miljö anser vi att en bred diversifiering mellan olika hedgefondstrategier är avgörande för att kunna fånga möjligheter och begränsa nedsidan.

### GRUNDPORTFÖLJER

Portföljexponering i urval

#### Globala aktier

##### Utländska Aktier

|                   | Undervikt | Neutral vikt | Övervikt |
|-------------------|-----------|--------------|----------|
| USA               |           |              |          |
| Japan             |           |              |          |
| Tillväxtmarknader |           |              |          |
| Storbritannien    |           |              |          |
| Spanien           |           |              |          |

##### USA

|          | Undervikt | Neutral vikt | Övervikt |
|----------|-----------|--------------|----------|
| Tech     |           |              |          |
| Material |           |              |          |
| Energi   |           |              |          |
| Finans   |           |              |          |

#### Svenska aktier

|               | Undervikt | Neutral vikt | Övervikt |
|---------------|-----------|--------------|----------|
| Nordea        |           |              |          |
| Handelsbanken |           |              |          |
| Epiroc        |           |              |          |
| AAK           |           |              |          |
| H&M           |           |              |          |
| Getinge       |           |              |          |
| Balder        |           |              |          |
| Tele2         |           |              |          |

#### Räntebärande investeringar

##### Kreditrisk

|                   | Undervikt | Neutral vikt | Övervikt |
|-------------------|-----------|--------------|----------|
| Statsobligationer |           |              |          |
| Investment grade  |           |              |          |
| High yield        |           |              |          |

##### Regioner

|                   | Undervikt | Neutral vikt | Övervikt |
|-------------------|-----------|--------------|----------|
| Tillväxtmarknader |           |              |          |
| Europa            |           |              |          |
| Norden            |           |              |          |

#### Alternativa investeringar

|                    | Undervikt | Neutral vikt | Övervikt |
|--------------------|-----------|--------------|----------|
| Alternativ Alfa    |           |              |          |
| Alternativ Inkomst |           |              |          |

■ Aktuell vikt ■ Tidigare vikt

# Styrka i orostid

**Sverige erbjuder stabilitet, institutionell styrka och effektiva kapitalmarknader, med en ekonomi som sannolikt växer snabbt under 2026. Den politiska risken är begränsad oavsett valutafallet.**

När investerare söker trygghet i en turbulent tid riktas deras blickar mot nordiska marknader och Sverige. Norden sticker ut med institutionell stabilitet och Sverige med stabila och välskötta börsbolag, vars starka balansräkningar ger dem finansiell motståndskraft. Därtill kan de svenska hus hållan ta den svenska ekonomin till Europas tillväxttopp i år (läs mer på sidan 15).

## Sverige har många starka kort

Omvärlden beskriver ofta Norden som en *high trust society* – vi litar på varandra och korruption är sällsynt. Här finns en tilltro till institutioner som hör till ovanligheterna i ett globalt sammanhang. Statsfinanserna är starka i relation till andra europeiska länder, och staten ska öka investeringarna i försvar, säkerhet och infrastruktur.

Även den svenska kapitalmarknaden sticker ut internationellt: dess bredd, djup och dynamik imponerar på investerare och europeiska politiker som besöker Sverige. ISK-modellen ger ett stort, spritt sparande och vår pensionsmodell med tyngdpunkt på aktiemarknaden ger starka institutionella investerare.

Svenska folket gillar aktier, och att se bolag växa och börsnoteras. Hemlarms-

jätten Verisures DNB Carnegie-rådgivna notering var den största i Europa i fjol. Globalt hamnar Sverige på en global femte plats för börsnoteringar mätt i transaktionsstorlek, enligt *Financial Times*. New York toppar, sedan Hongkong, Peking, New Delhi och därefter Stockholm – alltså före både London, Paris och Frankfurt.

## Ett Zürich vid Mälardalen?

*"Stockholm is Europe's new capital of capital"* skrev det brittiska magasinet *The Economist* i december och pekade på att inte bara vår starka aktiemarknad utan även obligationsmarknaden tar fart när offentliga investeringar kommer igång. Det är förstås ett tilltalande narrativ i internationell affärspress: Stockholm som ett nytt Zürich, Sverige som det nya Schweiz – fast utan gökur och med fler AI-enhörningar.

## Begränsad politisk risk

Inrikespolitiken har trängts tillbaka i början av 2026 när så mycket handlat om den osäkra omvärlden, Grönland och en transatlantisk länk i omstöpning. Även om det är valår i Sverige är den politiska risken relativt låg. Valresultatet lär knappast påverka makrovariabler eller valuta – i varje fall inte på kort sikt. Oavsett om framtiden bjuder på kontinuitet med team Tidö, en Magdalena Andersson-ledd rödgrön koalition eller någon form av "Mittens rike", kommer kompromisser att krävas. Det reducerar risken för extrema utfall i ekonomisk politik, och mycket av Tidö-regeringens reformer lär inte reverseras.

Omvärlds- och säkerhetsläget får sannolikt en större betydelse än vanligt inför riksdagsvalet. Vem gynnas? Det beror på. Moderaterna är starkast i försvarsfrågan,

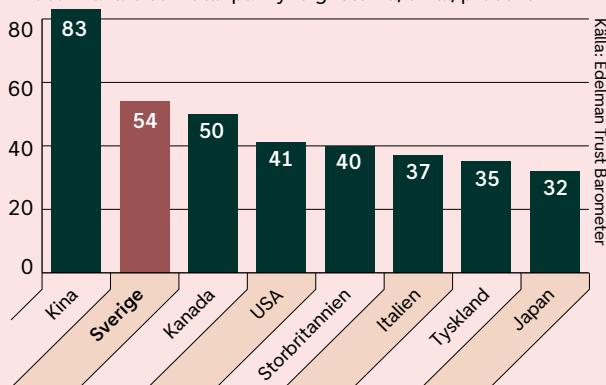


MIKOLAJ/STOCKPHOTO

KONTINUITET. Valår skärper politiska kontraster, men under nästa regeringsbildning krävs åtskilliga kompromisser. Även efter ett maktskifte lär många Tidö-reformer ticka på.

**SVENSKAR LITAR PÅ STATEN**

Andel invånare som litar på myndigheterna, urval, procent



Sverigedemokraterna kan fiska röster vid fokus på brottslighet, och Socialdemokraterna vill lyfta fram Magdalena Anderssons ledarskap. Starten på året har samtidigt givit Ulf Kristersson en hög synlighet, som väljarna kan belöna över tid.

**Bankvinster i skottgluggen?**

Det hindrar inte att partipolitisk retorik och utspel under valåret kan driva volatilitet i vissa branscher. Bankernas vinster kan hamnar i skottgluggen, liksom det ökade privata inslaget i välfärdssektorerna. Oppositionspartierna kan presentera utspel med önskan om att "ta tillbaka kontrollen", där udden riktas mot nya segment och sektorer – privata djursjukhus, digitala vårdgivare, energisektorn. För investerare kan volatiliteten ge köplägen, eftersom genomförbarheten för enskilda partiers utspel ofta är låg.

Till valårets tydligare ekonomiska konsekvenserna hör det ökade ekonomiska stödet till svenska hushåll. Svensk tillväxt har tagit fart redan innan skattesänkningar och stimulanser – såsom sänkt matmoms och lättnader

**STOCKHOLM ÄR EUROPAS IPO-HUVUDSTAD**

Europeiska börsnoteringar, 2025, miljoner USD



## Partipolitisk retorik under valåret kan driva volatilitet i vissa branscher. För investerare kan det resultera i köplägen: genomförbarheten för enskilda partiers utspel är ofta låg.

i amorteringskraven – har gjort avtryck. Det ger skäl att skruva upp förväntningarna på svensk ekonomi, särskilt under andra halvåret.

**Plånboksfrågor kan avgöra**

Mycket talar för att ekonomin blir en viktigare valfråga än i de senaste valrörelserna. Makrochocker, krig och kostnadskriser med hög inflation har krympt reallönerna. Utgå från ett fokus på hushållens ekonomi där prisutvecklingen har hög synlighet för väljarna. Finansministern lär sätta press på olika delar av näringslivet – särskilt dagligvaruhandeln – att hålla priserna låga.

Skattedebatten kan också förändras, med ökat motstånd mot skattehöjningar. Finansministern Elisabeth Svantesson blir på flera sätt en nyckelaktör under valåret. Hon måste lyckas med att både få erkännande för den kuvade inflationen, pressa

oppositionen och bidra med valvinnande reformförslag framåt för att Tidö-formeringen ska kunna bli återvald.

**Stärkt krona ett kvalitetsbevis**

Den allt starkare svenska kronan är förstas ett av de tydligare uttrycken för att omvärlden börjar uppskatta Sveriges politiska stabilitet, starka statsfinanser, dynamiska ekonomi och attraktiva kapitalmarknad. Kronstyrkan är ett kvitto på att vår ekonomi står stark i en turbulent omvärld. Investerare som 2026 söker stabilitet blickar mot Sverige.



**Henrik von Sydow**  
Omvärldstrateg,  
DNB Carnegie

# Fed stuvas om

**Under Trump kan världens mäktigaste centralbank bli ett politiskt verktyg. En ny Fed-chef i Trumps ledband behöver dock brett stöd för att sänka räntan. Angreppen är en dollarrisk.**

Lägre ränta gör finansiering billigare. Det tilltalar högt belånade fastighetsmagnater som USA:s president Donald Trump och hans sändebud Steve Witkoff. En ekonomi på högvarv skulle gynna administrationen inför mellanårsvalen, och USA:s skuldbörda växer. När Trump attackerar centralbanken Federal Reserve (Fed) och dess självständighet har han således en hel rad bevekelsegrunder.

Det finns flera frontlinjer:

- **Stephen Miran** leder Vita husets rådgivningsorgan Council of Economic Affairs (CEA), och har ingen erfarenhet av penningpolitik. Ändå fick han i höstas uppdraget att under några månader ersätta en avhoppad Fed-ledamot och delta i räntebesluten.
- Trump försökte sparka Fed-ledamoten **Lisa Cook** i augusti efter tunna anklagelser om bolånefusk. Inom kort väntas USA:s högsta domstol ta ställning till om Trump hade rätt att fatta beslutet.
- Fed-ordföranden **Jerome Powell** har utsatts för upprepade hätska angrepp från Trump (bland annat på



**BELÄGRAT.** Federal Reserves huvudkontor i Washington har uppkallats efter Marriner S. Eccles (Fed-chef under åren 1934–1948).

presidentens plattform Truth Social) med budskapet att styrräntan måste sänkas till 1 procent.

- I januari inledde justitiedepartementet en brottsutredning mot Powell och Fed avseende renoveringskostnader för Fed-fastigheter.

Sistnämnda attack fick Powell att själv göra en markering i ett videouttalande den 11 januari (se [federalreserve.gov](https://www.federalreserve.gov)).

Han fick stöd av en rad Fed-föregångare och tidigare finansministrar (både från Demokraterna och Republikanerna), liksom av utländska centralbankschefer.

Ironiskt nog var det Trump själv som 2017 föreslog Powell som Fed-chef. Under Joe Biden förlängdes förordnandet efter fyra år, och utlöper nu i maj. Som ledamot i Fed-direktionen *Board of Governors* är Powells mandatperiod dock 14 år, till januari 2028. Att en avgången Fed-chef behåller sin direktionsplats är inte unikt men hör definitivt till ovanligheterna. Powell kan vilja stanna kvar ombord för att försvara Feds självständighet gentemot regeringen. Under tiden gör Trump-administrationen sitt bästa för att fylla Fed med räntesänkare.

## Warsh: kritiker och traditionalist

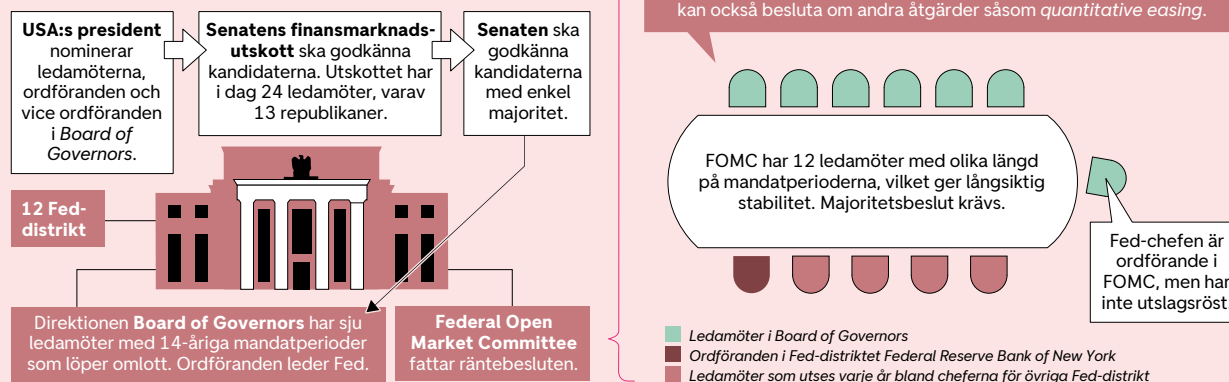
När detta skrivs har Trump just presenterat sin kandidat till ny Fed-chef: Kevin Warsh. Han har erfarenhet både som marknadsaktör och av penningpolitik. Efter en M&A-karriär på storbanken Morgan Stanley tjänstgjorde Warsh i Vita husets rådgivningsorgan National Economic Council och satt i Fed-direktionen 2006–2011. Jämfört med andra namn som varit aktuella är Warsh relativt traditionalistisk, och oron för Feds självständighet kan nu minska.

Fed sätter styrräntan genom majoritetsbeslut i Federal Open Market Committee

**Att en avgången Fed-chef behåller sin direktionsplats hör till ovanligheterna. Jerome Powell kan vilja stanna kvar ombord för att försvara Feds självständighet. Under tiden gör Trump-administrationen sitt bästa för att fylla Fed med räntesänkare.**

## SÅ STYRS FED

Federal Reserves styrorgan och räntebeslut



(FOMC, se figur ovan). Under sin tid på Fed reserverade sig Warsh aldrig mot majoritetsbeslut i FOMC, men kritiserade att finanskrisen hanterades för kortsiktigt. Han stödde Feds första *quantitative easing*-program (QE) 2008, liksom uppföljaren 2010 – som han var mer tveksam till.

I en intervju i höstas säger Warsh att Fed har fört en snårig och motsägelsefull politik där räntesänkningar (lättnader) kombineras med krympt balansräkning (åtstramningar). I Warshs ögon politiserades Fed under pandemin genom att tillhandahålla obegränsad QE och nollräntor. Han varnar för att QE institutionaliseras och blir ett verktyg i händerna på finanspolitiken. Warsh anser att statsskulden är farligt hög och utgör en strategisk sårbar punkt, och menar att Feds alltför stimulerande krishantering har gynnat tillgångsägare på löntagarnas bekostnad.

### Ser Trump inflationsrisken?

Inflationen ligger sedan fem år över Feds 2-procentsmål och pressad hushållsekonomi är en stor valfråga. Bostäder är en viktig men avstannad tillväxtmotor för USA.

Fed har sänkt styrräntan från 5,25–5,50 procent i september till 3,50–3,75 procent, men boräntorna är kvar över 6 procent (de påverkas främst av långräntorna, som har rört sig sidledes). Trump har efterlyst snabbare QE-reversering och fler korträntesänkningar. Signalerar Warshs kandidatur att Trump har insett vikten av att snarare få inflationen under kontroll, pressa långräntorna och sätta fart på bomarknaden?

Initialt reagerade obligationsmarknaden förstrött på Warsh-nomineringen, medan dollarn steg något och guldpriset sjönk med 7 procent.

### Republikan kan försena utnämningen

För att bli Fed-chef måste Warsh nu godkännas av senatens finansmarknadsutskott, och sedan samla stöd från en enkel majoritet av alla senatsledamöter.

Trump angrepp på institutioner och USA:s grundlagsfästa maktodelningsprincip har väckt allt större republikanskt motstånd i kongressen. Av utskottets 24 ledamöter är 13 republikaner. En av dem, North Carolina-senatorn Thom Tillis,

tänker blockera omröstningen tills Powell-utredningen har slutförts.

Stalltipset är att den läggs ned, så att Warsh röstas igenom i tid för FOMC-mötet den 17 juni, det första efter Powells avgång. Om högsta domstolen avgör Lisa Cook-målet till hennes förmån vore det goda nyheter för Fed-direktionens stabilitet och centralbankens oberoende.

Att sedan få sju av tolv FOMC-ledamöter att rösta för en trumpistisk räntepolitik blir för den skull inte det lättaste.

### Trump gillar svag dollar

Trump aggregerade utfall mot Powell och Cook har skadat Feds förmåga att rekrytera ledande ekonomer och experter på penningpolitik. Det kan passa Trump bra – administrationen vill ha en billigare dollar för att minska handelsunderskottet. Valutanedgången har bland annat bidragit till prisexplosionen på ädelmetaller.

**Brian Cordischi**  
CIO, DNB Carnegie



*Private credit* har vuxit från  
8 procent av *high yield*-segmentet  
på kreditmarknaden år 2005  
till 27 procent år 2023.

Investerarna uppskattar en högre avkastningspotential än hos andra  
ränteinstrument, i kombination med defensiva egenskaper som  
en senior position i kapitalstrukturen och bättre skydd i lånevillkoren.

**Hög och jämn avkastning, i en snabbväxande del av kreditmarknaden som öppnar sig för privata placerare: För den långsiktige är *private credit* ett tilltalande alternativ till *high yield*-obligationer. Vi reder ut begreppen och förklarar riskerna och möjligheterna.**

## Dörren öppnas till *private credit*

Många av DNB Carnegies kunder äger *private equity*-fonder som gör aktieinvesteringar i privata, onoterade bolag. *Private credit* (även kallat *private debt*<sup>1</sup>) är motsvarigheten på räntemarknaden: onoterade låneinvesteringar som görs av en specialiserad fondförvaltare. *Private credit*-förvaltaren anskaffar kapital från investerare och lånar ut det direkt till företag, utan inblandning av banker.

Vanligtvis är lånen seniora (med hög prioritet vid konkurs). Lånen är också säkerställda, med bolagets tillgångar

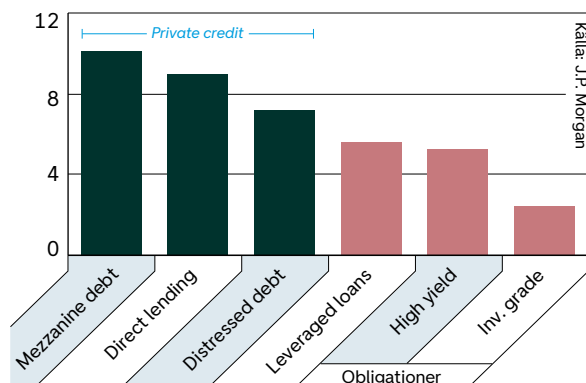
som säkerhet. Med skräddarsydda så kallade direktlån som förhandlas bilateralt kan investerarna/långivarna i högre utsträckning diktera lånevillkoren och därmed få ytterligare skydd och säkerhet.

Efter finanskrisen har bankerna tvingats bli mer försiktiga. Under det senaste decenniet har privata, tillväxtorienterade företag – inte sällan med *private equity*-ägare – alltmer vänt sig till *private credit*-fonder för lånefinansiering, och kommit att uppskatta fördelarna. Investerarna å sin sida uppskattar en högre avkastningspotential än hos andra ränteinstrument, i kombination med defensiva egenskaper som en senior position i kapitalstrukturen, bättre skydd i lånevillkoren samt rörlig räntebas. Marknaden för *private credit* är störst i USA, men växer kraftigt i Europa (Norden är en relativt stor delmarknad) och har det senaste decenniet blivit populär bland institutionella investerare.

<sup>1</sup> Definitionen av *private credit* varierar något, men avser i allmänhet lån som inte handlas på en publik marknad (till skillnad från exempelvis företagsobligationer) och därför är mindre likvida. I denna text avser begreppet främst seniora, huvudsakligen säkerställda direktlån. Termen *private credit* syftar i teknisk mening på själva låneaktiviteten, och *private debt* på låneinstrumentet.

## STARK HISTORISK AVKASTNING

Effektiv årsavkastning, 10 år, procent



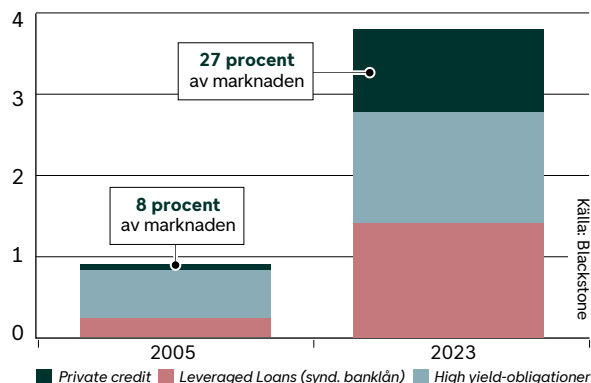
## Bakgrund

Runt millennieskiftet var lånemarknaden för företag i Europa ganska enkelspårig – de allra flesta företag fick gå till banken. Visserligen fanns en växande publik marknad för företagsobligationer, där emittenter via mellanhänder anskaffade kapital från investerare, men den var bara öppen för storföretag. Stigande efterfrågan på lånefinansiering från företag bidrog till bankernas svällande balansräkningar och vidlyftiga riskaptit, präglad av devisen *too big to fail*.

Utvecklingen utmynnade i finanskrisen 2008–2009. För bankerna fick den långtgående konsekvenser i form av ökade regleringar, som det globala Basel III-regelverket och Dodd-Frank Act i USA. Syftet var att förhindra en upprepning av lågkonjunkturen som finanskrisen utlöste, men också att stärka banksystemets samhällsliga legitimitet – skattebetalarna skulle inte tvingas gå i borgen för banksystemet igen. Kapitalkraven höjdes för att skapa större riskbuffertar och mindre hävstång i bankernas kapitalstruktur, med högre

## EN STÖRRE DEL AV EN SNABBVÄXANDE MARKNAD

Kreditmarknad, *high yield*, USA, tusental mdr USD



riskvikt för viss utlåning (bland annat till mindre företag) och högre krav på löptidsmatchning för in- och utlåning.

Delvis begränsades på så sätt bankernas förmåga att utföra sina grundläggande funktioner – dels att omvandla kortfristig inlåning till mer långfristig utlåning, dels att låna ut pengar till företag med lägre kreditvärdighet än *investment grade*. I den anglosaxiska finansvärlden myntades uttrycket *banking disintermediation*: Privat kapital trädde in och lånade ut pengar i bankernas ställe. Detta blev en tillväxtkatalysator såväl för *private credit*-marknaden som för företagsobligationsmarknadens *high yield*-segment.

En konsekvens är att *private equity*-industrin har tvingats vänja sig vid dyrare lånefinansiering av företagsförvärv. Med tiden har det uppstått en stark koppling till *private credit*-sektorn, vars låntagare ofta ägs av *private equity* (se faktaruta på sidan 37). Belåningsgraden i förvärven har samtidigt sjunkit, och PE-aktörerna får i dag förlita sig mer på rent operationella förbättringar för att skapa värde.

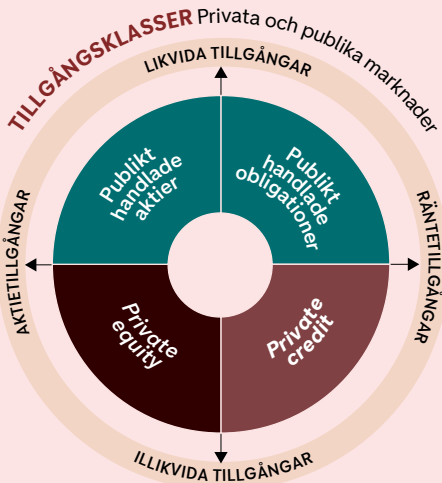
**Efter finanskrisen myntades i finansvärlden uttrycket *banking disintermediation*: privat kapital trädde in och lånade ut pengar i bankernas ställe. Detta blev en tillväxtkatalysator såväl för *private credit*-marknaden som för *high yield*-företagsobligationer.**

Profil: *Private credit*

Finansieringsmarknaden i *high yield*-segmentet

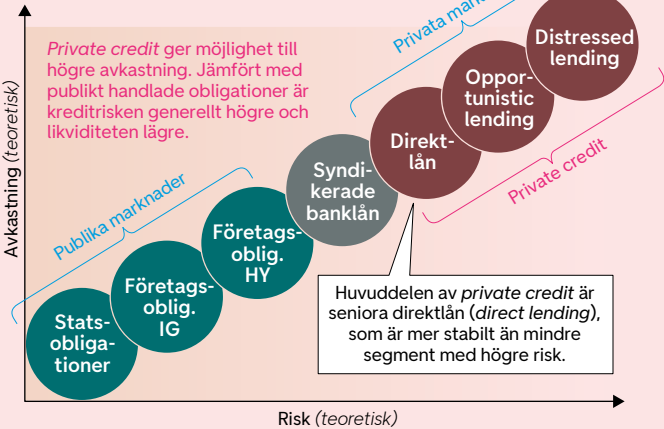
|                         | High yield-företagsobligationer                                                    | Private credit (direct lending, direktlån)                                                                                   |
|-------------------------|------------------------------------------------------------------------------------|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| Syfte                   | Generella verksamhetsbehov (och refinansiering).                                   | Främst förvärvsfinansiering (och refinansiering). Tillväxt, skräddarsydd finansiering. Emellanåt generella verksamhetsbehov. |
| Typiska investerare     | Privatinvestorare via fonder, även institutionella placerare.                      | Institutionella investerare via <i>private credit</i> -fonder                                                                |
| Typiska låntagare       | Större/medelstora bolag med frekventa finansieringsbehov.                          | Mindre/medelstora bolag, vanligtvis ägda av <i>private equity</i> -fonder. Andra, tillväxtfokuserade bolag.                  |
| Räntebas                | Rörlig eller fast. Kan vara känsligare för rörelser i underliggande riskfri ränta. | Seniora direktlån har så gott som alltid rörlig räntebas.                                                                    |
| Likviditet              | Relativt hög.                                                                      | Ingen/låg.                                                                                                                   |
| Avkastning <sup>1</sup> | Cirka 4–6 procent.                                                                 | Cirka 5–9 procent.                                                                                                           |
| Kreditkvalitet          | Varierande.                                                                        | Varierande – generellt något lägre.                                                                                          |

<sup>1</sup> Vid nuvarande nivå på rörliga korträntor.



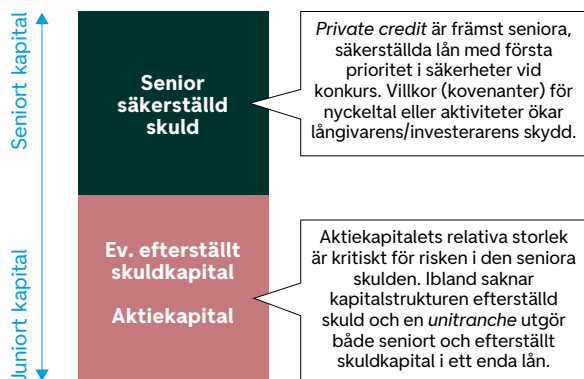
PLATSEN I KREDITLANDSKAPET

Risk och avkastning



## GOTT SKYDD VID KONKURS

Illustrativ prioritering i kapitalstrukturen



## Drivkrafter och fördelar

*Private credit*-marknadens kraftiga tillväxt är inte bara ett resultat av bankregleringar. Centralbankernas lågräntepolitik under 2010-talet tvingade investerare att leta efter alternativ ränteavkastning. Parallellt har intresset för illikvida placeringar ökat hos det institutionella investerarkollektivet. En annan viktig faktor är att både investerare och låntagare successivt har insett fördelarna med *private credit*.

### Fördelar för investeraren

En rad egenskaper gör tillgångsklassen *private credit* attraktiv att investera i:

- **Högre avkastning:** *Private credit* är en dyrare form av företagsfinansiering än banklån eller obligationsmarknad. Med andra ord får långivarna, och deras fondinvesterar, en högre avkastning än från jämförbara ränteinvesteringar. Mindre likvida tillgångar ger också teoretiskt en adderad risk (i form av att det kan bli svårt att avyttra tillgången), så *private credit*-investerar belönas med en illikviditetspremie.

Avkastningshistoriken är imponerande: Sett över de senaste tio åren är *private credit* den bäst avkastande

## STÖRRE BANKBEROENDE I EUROPA

Kreditmarknader i USA och Europa, 2024

| USA<br>mdr USD |                                                     | Europa<br>mdr EUR |
|----------------|-----------------------------------------------------|-------------------|
| 29 200         | BNP                                                 | 23 000            |
| 23 800         | Banktillgångar                                      | 32 700            |
| 82             | Som andel av BNP, procent                           | 142               |
| 1 400          | Syndikerade banklån ( <i>leveraged loans</i> )      | 310               |
| 1 300          | Marknad för <i>high yield</i> -företagsobligationer | 415               |
| 1 000          | <i>Private credit</i> (direktlån)                   | 440               |

Källa: Moody's

delen inom ränteinvesteringar (se graf till vänster på sidan 32). Seniora europeiska direktlån ger i genomsnitt betydligt högre avkastning än såväl syndikerade banklån som (mer relevant för de flesta investerare) europeiska *high yield*-obligationer. Jämförelsen haltar något eftersom likviditeten skiljer sig avsevärt tillgångarna emellan. Men även jämfört med syndikerade banklån ligger creditspreadarna betydligt högre (se graf på sidan 37).

- **Bättre skydd:** *Private credit* ger bättre nedsideskydd än alternativen, i form av både senioritet och skräddarsydda lånevillkor med säkerheter.
- **Stabilitet:** *Private credit* ger en relativt stabil avkastning med kontinuerliga kupongflöden och rörlig räntebas.

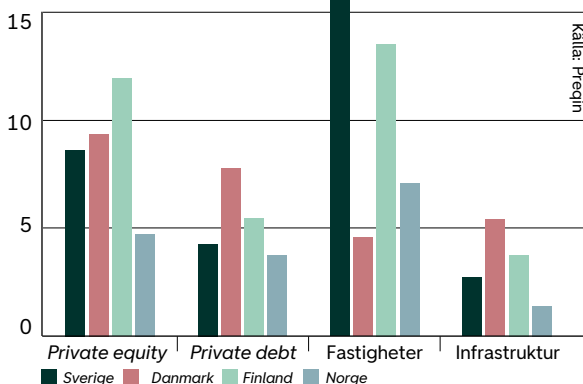
### Fördelar för företagen

Varför vill då företag låna kapital till högre ränta? Företag som kan hitta billigare lånefinansiering via en bank eller genom att emittera obligationer väljer naturligtvis det. Men *private credit* ger en rad fördelar även för låntagarna:

- **Tillgänglighet:** Som nämnts har många företag svårt att hitta finansiering via bankerna, givet sektorns omstöpta affärsmodell och skärpta lånekrav efter finanskrisen. Här fyller *private credit* ett viktigt behov.

## ALTERNATIVA TILLGÅNGAR LOCKAR INSTITUTIONER

Nordiska institutioner, andel av total portfölj, procent



- **Flexibilitet:** Direktlåneaktörer kan godta andra säkerheter än vid bankledda syndikerade lån, och är mer flexibla i lånevillkoren. Exempelvis kan det finnas möjlighet att skjuta upp räntebetalningar och i stället addera dessa till återbetalningen (så kallad *paid in kind*, eller PIK).
- **Snabb leverans:** Ofta är låntagarna tillväxtfokuserade, och en stor del av lånefinansieringen sker i samband med förvärv. Då krävs visshet om att finansieringen är säkrad, flexibilitet samt snabb exekvering – något såväl bankerna som obligationsmarknaderna har svårt att erbjuda.
- **Mer anonymt:** För att agera i den publika obligationsmarknaden krävs ofta att företagen offentliggör sina planer eller senaste räkenskaper. Många skäl kan tala emot detta, och informationsgivningen är även kostsam – både i tid och pengar – för bolag som inte är frekventa emittenter av obligationer.

RODIN ECKENROTH/GETTY IMAGES



**PLATS ATT VÄXA.** Molnlagringsfirman Dropbox refinansierade i höstas ett utstående konvertibellån med en *private credit*-facilitet om 2,7 miljarder dollar arrangerad av kapitalförvaltaren Blackstone. Ovan Dropbox vd och medgrundare Drew Houston.

**Avkastningshistoriken är imponerande:** Över de senaste tio åren är *private credit* den bäst avkastande delen inom ränteinvesteringar. Seniora europeiska direktlån ger i snitt betydligt högre avkastning än såväl syndikerade banklån som europeisk *high yield*.

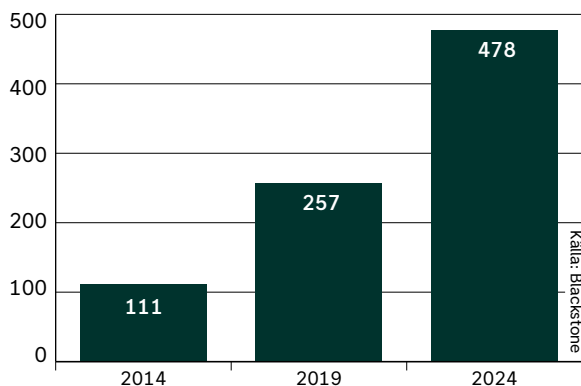


**EN AV DE STORA.** Amerikanska Blackstone är den tredje största *private credit*-aktören över de senaste fem åren, med 98 miljarder dollar i anskaffat kapital. Ovan vd:n och medgrundaren Stephen Schwarzman på en Bloomberg-konferens i New York år 2019.

**Europeisk *private credit* är mindre utvecklad än amerikansk, vilket ger större utrymme att växa och fler gynnsamma affärsmöjligheter.**

## EUROPEISK *PRIVATE CREDIT* EXPANDERAR

Lånevolym, Europa, miljarder EUR



### Gigantisk marknad som växer snabbt

Den globala *private credit*-marknaden uppgår till nästan 2 000 miljarder dollar och förväntas fördubblas till 2030. Nordamerika utgör cirka 70 procent, Europa knappt 25 procent. *Private credit*-marknaden (i USA och Europa tillsammans) är faktiskt i samma storleksordning som företagsobligationsmarknaden för *high yield*-segmentet.

### Europa vs. USA

Som brukligt på finansmarknaderna har USA varit ledande inom *private credit*. Marknaden i USA är fortfarande betydligt större än i Europa, där lokala banker har ett starkare grepp om utlåningen. Både i USA och Europa har marknadens årliga tillväxttakt varit tvåsiffrig det senaste decenniet.

I Europa fyrdubblades andelen *private credit*-finansierade företagsköp (*leveraged buyouts*) mellan 2013 och 2024 till 60 procent av alla genomförda transaktioner. Investerarintresset syns också i *private credit*-fondernas kapitalanskaffning, där europeiska fonders andel ökat. Det större intresset för europeisk *private credit* på senare tid beror bland annat på en generell ljusare makrobild i Europa samt på att seniora europeiska direktlån ger aningen högre avkastning (högre kreditspread) än amerikanska, trots något lägre belåningsgrad för företagen.

Europeisk *private credit* är mindre utvecklad än den amerikanska, vilket ger större utrymme att växa och fler gynnsamma affärsmöjligheter. Sammantaget talar detta för större möjligheter på den europeiska marknaden.

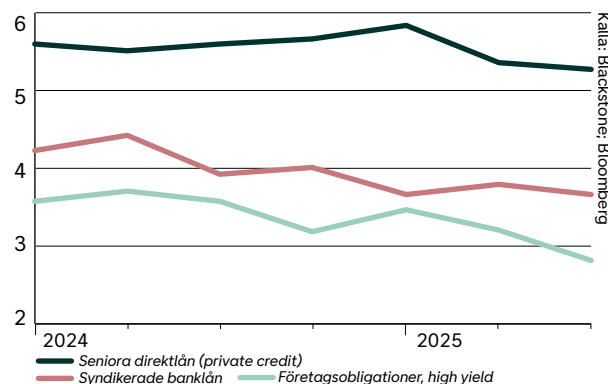
### Tre segment inom *private credit*

Primärt ger *private credit* kreditexponering mot företag och, inom seniora direktlån, ofta i relativt konjunkturokänsliga sektorer med stabila kassaflöden. Tre viktiga segment är:

- **Seniora, säkerställda direktlån** (*direct lending*) är det största segmentet. Lånen är säkerställda med olika tillgångar och har säkerhetsklausuler (kovenanter) som sätter gränser för låntagarens finansiella nyckeltal. Inom de seniora direktlånen indelas marknaden efter bolagsstorlek. Mindre bolag får generellt betala högre räntor. Löptiden är vanligtvis 5–7 år, men eftersom lånen brukar lösas in tidigare har de i praktiken oftast kortare löptid.
- **Opportunistic credit** involverar mer komplexa låne-strukturer ofta med inslag av aktieuppsida. Dessa lån är ofta efterställda (kallas ibland *mezzanine debt*). Därför

### HÖGRE AVKASTNINGSPOTENTIAL

Kreditspreadar, Europa, procentenheter



är avkastningspotentialen liksom risken högre jämfört med senior, säkerställd *private credit*.

- **Distressed debt** hittar vi längst ut på riskskalan: Det är finansiering till bolag med finansiella problem och/eller i behov av rekonstruktion, eller som befinner sig i ett konkursförfarande.

## Stora affärer

Stora *private equity*-bolag ser gärna flera långivare i större finansieringar. Tidigare var syndikerade banklån (*leveraged loans*) den främsta kapitalkällan för förvärvsfinansiering (och refinansiering av sådana lån). Dessa lån arrangeras av banker och syndikeras till grupper av investerare. Eftersom det finns viss handel i syndikerade lån kan de ses som ett mellanting mellan publikt handlade obligationer och illikvida direktlån. Syndikerade banklån ingår oftast inte i begreppet *private credit*.

På senare tid har många av de största *private credit*-affärerna gjorts av flera privata långivare som slagit sig ihop. I dessa fall har transaktionsprocessen för seniora direktlån närmast sig syndikerade banklån, men utan bankinblandning eller formell lånesyndikering – *private credit*-fonder sitter i förarsätet.

Ett exempel är börsutköpet av **Adevinta** (ett norskt bolag inom digital annonsering) av *private equity*-aktörerna Blackstone och

Permira 2023, med skuldfinansiering från *private credit*-fonder. I början av 2025 refinansierades skulden på drygt 6 miljarder euro i den största europeiska direktlånetransaktionen hittills.

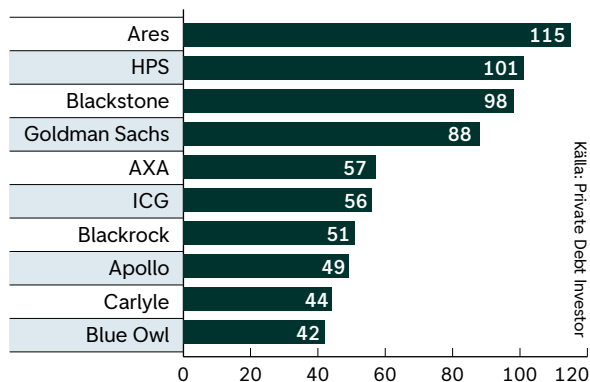
Ett annat närliggande exempel är svenska **Fortnox**, som nyligen köptes ut från börsen av EQT för 55 miljarder kronor. *Private credit*-fonder och banker samarbetade där i en direktlånepräglad finansiering på totalt 12 miljarder.



Fortnox  
huvudägare  
Olof Hallrup.

## DE STÖRSTA PRIVATE CREDIT-FÖRVALTARNA

Anskaffat kapital, 5 år, miljarder USD



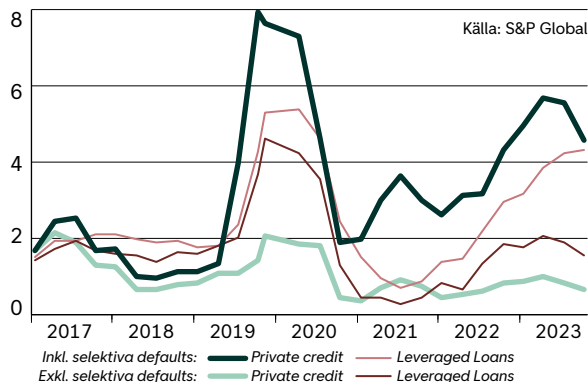
## Allokering

Institutionella investerare dominerar inom alternativa tillgångar, medan privata investerare är kraftigt underinvesterade. I slutändan är valet naturligtvis en avvägning för varje individuell investerare, men viss vägledning kan fås i hur stora nordiska, institutionella investerare väljer att förvalta sitt kapital (se graf på sidan 35). Exklusive fastigheter placerar de upp emot 20 procent av sitt kapital i alternativa investeringar (*private equity*, *private credit* och infrastruktur). *Private credit* utgör 4–7 procent av det förvaltade kapitalet beroende på land. Dessa siffror ligger i linje med DNB Carnegies rekommendationer.

Att privata investerare är så pass underviktade har flera förklaringar. Främst har det saknats lämpliga investeringsprodukter. Minimiplaceringarna har också varit väldigt höga, och affärerna besvärliga och tidskrävande. Dessutom har fonderna i de flesta länder endast varit öppna för professionella kunder.

## INGEN GENERELL KONKURSO

Rullande årlig konkursfrekvens, USA, procent



I dag finns en relativt ny flora av investeringsfonder som är anpassade och regulatoriskt godkända även för icke-professionella kunder. Vi ser därför framför oss att intresset hos de senare för *private credit* och andra alternativa tillgångar kommer att öka över tid.

Ju längre investeringshorisont och ju lägre behov av likviditet investeraren har, desto större bör andelen *private credit* vara (så agerar stora institutionella investerare). Liksom alltid inom alternativa investeringar bör *private credit*-placeringar vara strategiskt långsiktiga, inte taktiska.

## Utsikter

Transaktionsvolymen på den europeiska *private credit*-marknaden steg till 85 miljarder euro under de första tre kvartalen i fjol, en ökning med 14 procent jämfört med samma period 2024. Aktiviteten i marknaden för företagsaffärer (M&A) har stigit, vilket även gynnar affärsflödet på lånemarknaden. De flesta bedömare spår

**Ju längre investeringshorisont och ju lägre behov av likviditet investeraren har, desto större bör andelen *private credit* vara. Liksom alltid inom alternativa investeringar bör *private credit*-placeringar vara strategiskt långsiktiga, inte taktiska.**

## HÖGRE ÅTERVINNINGSGRAD FÖR LÅN

Årlig konkursfrekvens och återvinningsgrad<sup>1</sup>, USA, procent

|       |                  | Företagsobligationer<br>(high yield) | Leveraged loans |
|-------|------------------|--------------------------------------|-----------------|
| 10 år | Konkursfrekvens  | 2,1                                  | 1,7             |
|       | Återvinningsgrad | 25                                   | 53              |
| 15 år | Konkursfrekvens  | 2,9                                  | 2,8             |
|       | Återvinningsgrad | 33                                   | 62              |

<sup>1</sup> Längre dataserier för *private credit* saknas. För historiska jämförelser jämförs data för *leveraged loans* (syndikerade banklån) med *high yield*-företagsobligationer (seniora, icke säkerställda). Källa: J.P. Morgan

att *private credit*-marknaden i Europa växer kraftigt de närmaste åren.

Liksom inom *high yield*-obligationer har kreditspreadarna för nya direktlån sjunkit de senaste åren, om än i mindre utsträckning än på den publika obligationsmarknaden. Lägre kreditspreadar betyder att den förväntade avkastningen är lägre än den realiserade avkastningen de senaste åren. Detsamma gäller dock andra jämförbara kreditinvesteringar.

## Risker

Riskerna med *private credit*, liksom med alla andra ränteinvesteringar som involverar kreditrisk, är uppenbara:

- **Kreditrisk:** Risken finns alltid att ett eller flera företag inte kan betala tillbaka det lånade kapitalet. Eftersom *private credit*-låntagarna är *high yield*-företag är risken inte försumbar. På ett aggregerat plan tilltar denna risk i lågkonjunktur och/eller när räntorna stiger och kreditspreadarna ökar, eftersom företag då får svårare att täcka sina räntekostnader och refinansiera sig.

Riskerna på lånemarknaden har uppmärksammats av flera aktörer på slutet. Två amerikanska bolag som fallerat – First Brands och Tricolor – kallades av storbanken J.P. Morgans vd Jamie Dimon för *credit cockroaches*, med andemeningen att en kackerlacka sällan kommer ensam. Båda bolagen var kraftigt belånade och bedrog sannolikt sina finansiärer.

I marknadens ögon rörde det sig om bolagsspecifika fallissemang, inte systemiska orosmoln. Bolagen var inte heller

## Så investerar man i *private credit*

Det senaste decenniet har institutionella investerare alltmer investerat i *private credit*, främst i stängda fonder med höga minimibelopp (investeraren blir ett slags kommanditdelägare i fonderna). Efter initial kapitalanskaffning stängs fonderna. Kapitalet investeras löpande, i takt med fondens placeringar. Numera finns även öppna fonder (med höga minimibelopp) riktade till institutioner och som erbjuder viss periodisk likviditet.

Åtminstone i Europa har privata investerare historiskt haft få investeringsmöjligheter till följd av nämnda höga minimibelopp och regulatoriska hinder. I USA är bilden delvis annorlunda. Där har det länge funnits noterade så kallade BDC:er (*Business Development Companies*) som investerar i alternativa tillgångar, däribland *private credit*. Senare BDC:er har dock varit onoterade för att kunna handlas till NAV-värdet, vilket ger en mer direkt och ren exponering mot bolagets tillgångar. För europeiska privatinvesterare växer det nu fram en flora av lämpliga, öppna fonder med frekvent teckning och försäljning till NAV.

ASH PONDERS/BLOOMBERG/GETTY IMAGES



**FALSK VARNINGSSIGNAL.** Konkursade Tricolor i USA tillhandahöll bilfinansiering till mindre kreditvärdiga köpare. Bolaget finansierade sig via banker, inte genom direktlån från *private credit*-fonder.



**ÖPPNADE FÖR PRIVATE CREDIT.** Efter finanskrisen gjorde Basel III-reglerna banker mer återhållsamma med utlåning. Ovan Basel-kommittén BCBS vice ordförande Stefan Walter och ordförande Nout Wellink 2010, året då första versionen av Basel III släpptes.

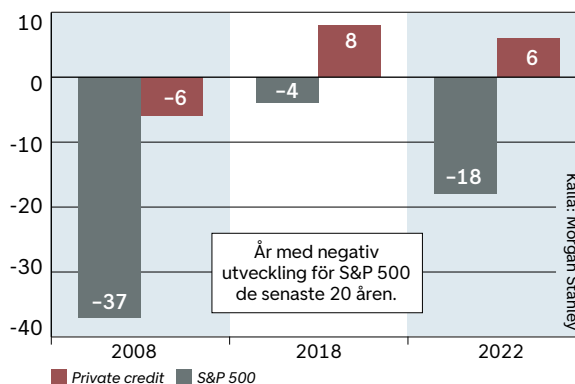
finansierade av *private credit*-fonder. Vi är emellertid sent i konjunkturcykeln och det är troligt att konkurserna ökar framöver, vilket ställer högre krav på förvaltarnas skicklighet.

Konkursfrekvensen för syndikerade banklån är lägre i dag än i början av 2025 och kreditfundamenta är fortfarande starka. Den kreditspread över rörlig ränta som ett företag betalar till *private credit*-fonder för seniora direktlån har fallit något under året. Så varken i statistiken eller marknaden syns tecken på generell oro.

- **Kravsänkning:** En risk som ofta påtalats på senare tid är att säkerhetsklausulerna (kovenanterna) i lånevillkoren har mjuknat inom *private credit*. Detta är en utveckling som pågått länge i större, konkurrensutsatta transaktioner och är en negativ faktor för långivare och investerare.

## BIDRAR MED STABILITET

Totalavkastning, procent



- **Bristande öppenhet:** *Private credit*-marknaden är inte lika detaljstyrd och reglerad som banksystemet. Vissa bedömare har lyft fram den sämre transparensten som en risk. Andra hävdar att det är hälsosamt för samhällsekonomin att en större del av utlåningen sker utanför banksystemet: Det sprider riskerna och minskar hävstången i finansieringssystemet. Men på en mindre genomlyst marknad blir det svårare för investerare att uppmärksamma finansiella svårigheter på ett tidigt stadium.

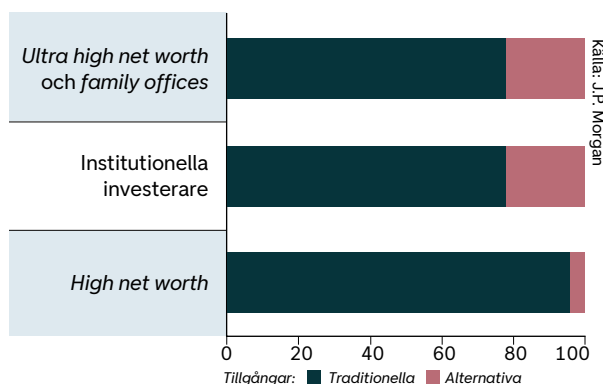
## Slutsatser

Marknaden för *private credit* har vuxit kraftigt under det senaste decenniet – och det finns goda skäl för tillväxten. Både investerare (långivare) och företag (låntagare) ser stora fördelar med privata direktlån. Ur ett investerarperspektiv är *private credit* för stort att ignorera.

Vi anser att *private credit* är ett naturligt inslag i en väldiversifierad tillgångsportfölj, speciellt som möjlighet finns till högre avkastning, såväl i absoluta tal som riskjusterat, jämfört med exempelvis företagsobligationsfonder inom *high yield*-området. För en svensk investerare ger en *private credit*-fond diversifiering från den lokala *high yield*-marknaden, som i Sverige domineras

## FÖR LITE ALTERNATIV I PORTFÖLJEN?

Tillgångsallokering, global fördelning, procent



av fastighetsbolag och där oljeindustrins *offshore*-bolag har en stor vikt i Norden.

*Private credit* har med fog blivit populärt bland institutionella investerare det senaste knappa decenniet. Hög och jämn avkastning i kombination med låga kreditförluster har varit en lyckad kombination. Men marknaden har varit svåråtkomlig för privatinvesterar. Detta håller dessbättre på att förändras när nya mer lämpliga och regulatoriskt godkända fonder lanseras.

Samma logik som styr valet mellan *private equity*-investeringar och noterade aktier gäller också för valet mellan *private credit* och företagsobligationer. Investerare som kan acceptera en mindre likvid investering får möjlighet till högre avkastning. Men det är viktigt att välja rätt förvaltare, faktiskt viktigare än inom mer traditionella tillgångsklasser eftersom utfallet skiljer sig betydligt mer mellan bättre och sämre förvaltare. Liksom för alla alternativa tillgångar bör dock investeringshorisonten vara lång.

■ Är du intresserad av unika investeringsmöjligheter inom *private credit*? Lyft intresset med din rådgivare.

## Private credits roll i portföljen

DNB Carnegie ser *private credit* som ett naturligt inslag i investeringsportföljens räntedel med potential att lyfta avkastningen. Räntedelen ska inte ses som en buffert vars storlek speglar (o)viljan att investera i mer riskfyllda tillgångar som aktier – ett tänkande från den tid då ränteplaceraren inte hade så mycket mer än bankkonto och statsobligationer att tillgå.

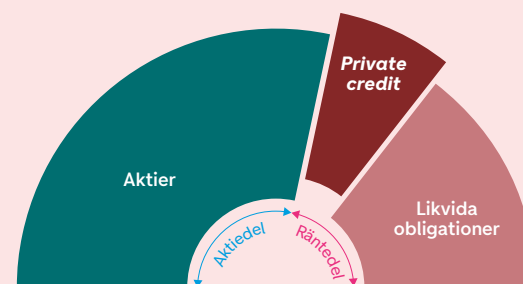
Med dagens investeringsmöjligheter, inte minst inom *private credit*, finns alla möjligheter att sätta samman en ränteportfölj med attraktiv risk och avkastning. Det är investeringsmässigt rationellt att bygga en mer effektiv ränteportfölj med olika innehav som har olikartad risk- och avkastningsprofil och får sin avkastning från olika underliggande exponeringar. Därtill är det rationellt att vissa delar av innehaven är mindre likvida, givet att det leder till högre avkastningsmöjligheter.

*Private credit* ger fördelar i termer av diversifiering för en portfölj av traditionella tillgångar. Inom ränteinvesteringar bör man diversifiera sig så mycket som möjligt (inom aktieplaceringar faller marginalnyttan). Därför är en bred *private credit*-exponering ett bra tillskott för varje ränteportfölj, och ett bra alternativ till *high yield*-obligationer för investerare som inte behöver samma höga likviditet.

*Private credit* har också uppvisat stabilitet i avkastningen, vilket är viktigt på lång sikt.

## ALTERNATIV TILL HIGH YIELD

Rekommenderad portföljsammansättning



# Globala aktier

**Vi ser ingen AI-bubbla, men underviktar USA till förmån för tillväxtmarknader och cykliskt. Vi har bred energiexponering i Global Stock Picking. Kurspridningen mellan olika tech-segment är enorm i år – vi är selektiva.**

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

## Utländska Aktier

När vi stänger böckerna för 2025 kan vi konstatera att globala aktier hade ett bra år räknat i dollar, pådrivet av AI-investeringar, fortsatt motståndskraftiga amerikanska konsumenter och återhämtning i resten av världen. Räknat

i kronor var det mindre muntert: Kronan stärktes med cirka 17 procent mot dollarn, vilket endast slås av två år sedan början av 1970-talet.

Sedan Donald Trumps återkomst som president har USA gjort en betydande omsvängning. Landets mer isolatistiska politik har fått Europa att vakna, exempelvis på försvarsområdet – det gäller även övriga länder, vars ekonomiska och politiska band till USA har gjort dem sårbara för amerikanska påtryckningar. Detta globala sökande efter strategisk autonomi och övergången från global till regional handel kommer att driva lokala kapitalinvesteringar. Vi ser också fortsatt nedsida i dollarn, pådrivet av räntesänkningar, betydande budgetunderskott och hög statsskuld. Vidare sätts Feds oberoende på prov av att administrationen handplockar ledamöter, ifrågasätter beslut och skickar stämningar – allt resulterande i ökad press på dollarn.

## EXPONERING Utländska Aktier

Förändringar sedan september 2025

Allokering mellan regioner

|                   | Undervikt | Neutral vikt | Övervikt |
|-------------------|-----------|--------------|----------|
| USA               |           |              |          |
| Storbritannien    |           |              |          |
| Frankrike         |           |              |          |
| Schweiz           |           |              |          |
| Tyskland          |           |              |          |
| Sverige           |           |              |          |
| Spanien           |           |              |          |
| Japan             |           |              |          |
| Kanada            |           |              |          |
| Tillväxtmarknader |           |              |          |

■ Aktuell vikt ■ Tidigare vikt

Allokering mellan sektorer (USA)

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

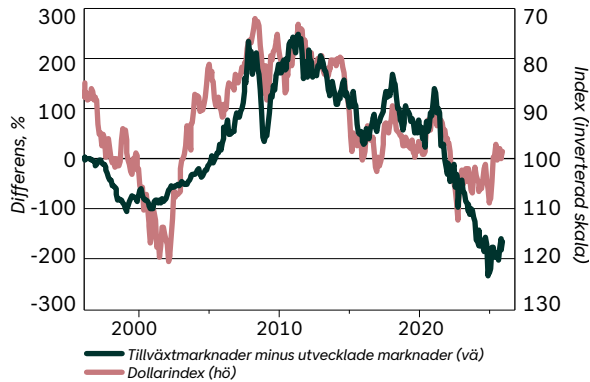
## Aktuell portfölj

Positioner och förändringar

- Underviktar USA på höga värderingar och dollarrisk.
- Vinsthemtagning i Spanien. Vi föredrar Sverige på styrka, mer optimism i industrin och bättre arbetsmarknad.
- Tillväxtmarknader är fortsatt intressanta: Vinsttillväxten har äntligen tagit fart.
- Underviktar tech och kommunikation i USA.

## DOLLARMEDVIND FÖR EM

Utveckling EM minus DM samt dollarindex



I vår portfölj underviktade vi USA under stora delar av 2025, som reaktion på höga värderingar, bättre möjligheter i andra regioner och vår oro för dollarförsvagning. Vi tror att detta förblir ett vinnande koncept. I stället föredrar vi tillväxtmarknader och enskilda länder som Japan och Sverige.

### Svensk styrka

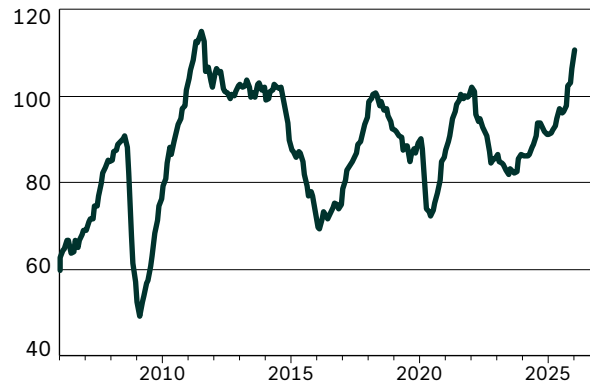
Sveriges makrostatistik utvecklas alltjämt åt rätt håll, och landet är en favorit enligt den datadrivna modell vi använder för allokering mellan länder och sektorer. Stigande inköpschefsindex visar på styrka inom industrin, samtidigt som arbetsmarknaden ser ut att vända – antalet varsel sjunker, vilket brukar följas av lägre arbetslöshet 9–12 månader senare och talar för kommande konsumtionslyft. Svensk industri gynnas också av ökade europeiska investeringar.

Även avseende aktieprismomentum ser Sverige starkt ut och är en av årets bästa börser så långt. Värderingarna har klättrat men är inte extrema, vilket ger utrymme för fortsatt multiplexpansion. Tänkbara motvindar framöver är en oväntad försvagning i världsekonomin samt fortsatt kronförstärkning: En ännu starkare valuta kan dämpa exportbolagens vinsttillväxt.

För att finansiera övervikten har vi bland annat minskat allokeringen mot Spanien, som tidigare var en stor övervikt.

## LÖNSAMMA TILLVÄXTMARKNADER

Vinstprognoser, tillväxtmarknadsindex



Spanien var en av fjolårets bästa börser och gynnas av stark underliggande ekonomi, stigande vinster och multipel-expansion. Regionen ser alltjämt intressant ut, med bra fart i tillväxten och minskad andel problemkrediter i bank-sektorn. Men efter en uppgång på dryga 47 procent under 2025 väljer vi att gå neutrala och föredrar Sverige.

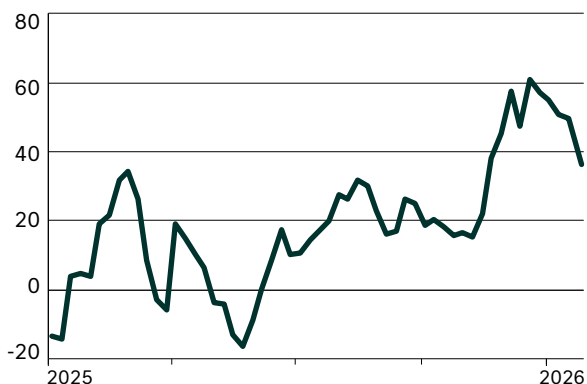
### Två aktiva globala portföljer<sup>1</sup>

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

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

## JAPAN ÖVERRASKAR POSITIVT

Citi Economic Eurprise Index, Japan

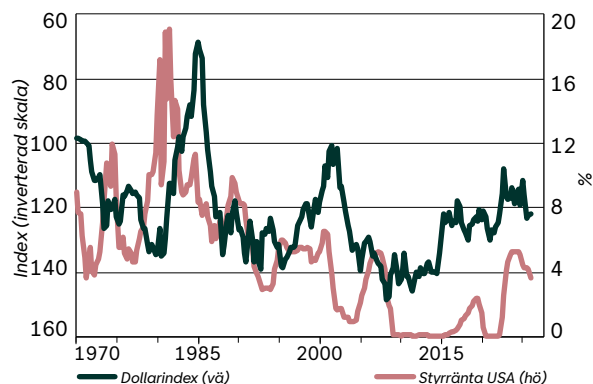


### Tillväxtmarknader är fortsatt intressanta

Vi gillar fortfarande tillväxtmarknader (*emerging markets*) och *frontier markets* (se Affärsförslag på sidan 8). I portföljen har vi överviktnat dessa marknader sedan början av 2025. Tillväxtmarknader står för nära hälften av världens BNP, men utgör endast 12 procent av världsindex. Även om värderingen har ökat något det senaste året handlas de fortfarande till rabatt jämfört med utvecklade marknader. Tillväxtmarknadernas innovationskraft kan konkurrera med Silicon Valleys – i våras var den kinesiska AI-tjänsten Deepseeks senaste version i paritet med OpenAI:s. *Emerging markets* är även en viktig hårdvaruproducent för global AI med namn som TSMC, Samsung med flera. Eftersom både länder och bolag har utestående skulder i dollar ger dollarförsvagningen en extra medvind och stimulans. Vinsterna och vinstprognoserna har också vänt upp efter en längre tids stagnation, vilket har hjälpt till att lyfta tillväxtmarknaderna. Kina satte hårt mot hårt i handelskriget,

## FED-SÄNKNINGAR ÄR EN DOLLARRISK

Dollarindex och styrränta, USA



lade sina sällsynta jordartsmetaller i potten och tvingade Trump till reträtt. I fjol lyckades Kina även lindra handelskrigets effekter genom att stimulera ekonomin och styra om en stor del av sin USA-export till andra tillväxtländer.

En risk för vår tillväxtmarknadsexponering är en inbromsning i den globala konjunkturen, men det är inte vårt huvudscenario för närvarande.

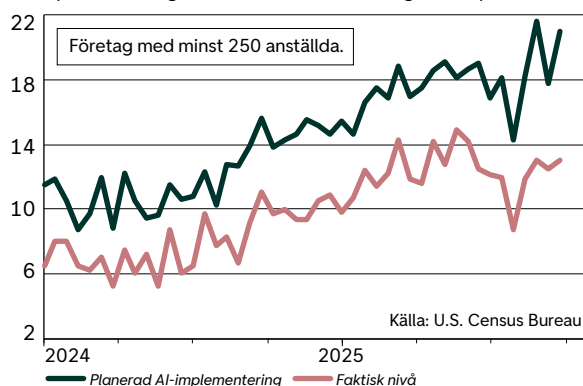
### Japanska stimulanser

Tokyobörsen skakades av såväl politisk turbulens som tullhot under 2025. När handelsavtalet med USA var på plats valde vi att övervikta Japan, en exponering som vi behåller. Landets ekonomi har överraskat på uppsidan, samtidigt som nya premiärministern Sanae Takaichi har utlöst nyval i februari. Hon har höga förtroendesiffror och förhoppningen är att hennes liberaldemokratiska parti stärker sitt grepp om underhuset, vilket skulle underlätta hennes agenda med finanspolitiska stimulanser. Den japanska yenen tappade

**Tillväxtmarknader står för nära hälften av världens BNP, men utgör endast 11 procent av världsindex. Även om värderingen har ökat något det senaste året handlas de fortfarande till rabatt jämfört med utvecklade marknader.**

## HÖGA AI-AMBITIONER, LÄGRE UTFALL

AI-implementering bland medelstora företag, USA, procent



efter beskedet och aktiemarknaden stärktes. För en svensk investerare är nettot positivt då Tokyobörsen är en av de starkaste under inledningen av 2026 (räknat i kronor).

Ett orosmoln är de japanska statsobligationsräntorna, som har reagerat negativt på stimulanserna. Fortsätter de att stiga kan det sätta stopp för alltför vidlyftiga stimulanser.

## AI-styrka ett frågetecken framöver

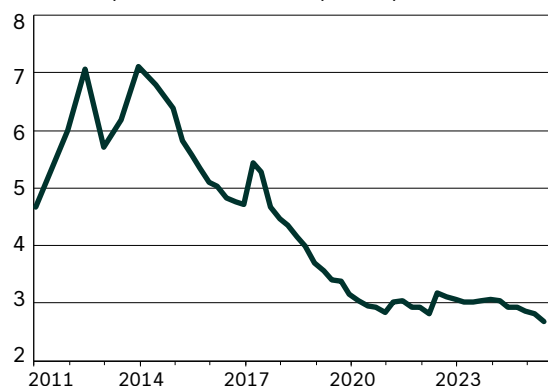
Ett av fjolårets stora teman var AI-investeringar och -implementeringar. Företagsledare var snabba med att under 2025 tala om hur de skulle förbättra verksamheten (och marginalerna) med hjälp av AI. Ambitionerna är höga (se graf ovan till vänster), teknikbolagens investeringar likaså – än så länge har dessa belönats av börsen, samtidigt som vinsttillväxten för sektorn har varit stark.

I vår portfölj var vi under stora delar av fjolåret överviktade teknik- och kommunikationssektorerna, men väljer nu att undervikta dem. Även om värderingarna har kommit ned något är de fortfarande höga. Därför väljer vi att leta efter värde inom andra sektorer och regioner. Investeringar i hårdvara och mjukvara har nått rekordnivåer och enligt

<sup>1</sup> Amazon, Microsoft, Alphabet/Google, Meta och Oracle. *Hyperscalers* tillhandahåller storskaliga molntjänster för datacenter och liknande.

## STARK SPANSK EKONOMI

Andel icke presterande banklån, Spanien, procent



bedömningar förväntas fem stora *hyperscalers*<sup>1</sup> ha investerat 2 000 miljarder dollar i datacenter fram till 2030. Räknar man med en livslängd på fem år för tillgångarna ger det en årlig avskrivning på 400 miljarder dollar, vilket är mer än deras sammanlagda vinst för 2025.

Frågetecken finns också kring bolagens förmåga att ta betalt av sina slutkunder, och redan nu kan man se att priserna per *token* (sökning) faller. På kundsidan tycks utfallet av bolagens AI-implementering inte riktigt leva upp till ambitionerna. Införandet av den nya tekniken går helt enkelt långsammare än förväntat.

När vi nu väljer att undervikta AI-sektorn beror det på att dess momentum har avtagit betydligt, och sentimentet kring *hyperscalers* har blivit mindre positivt. I stället ser vi möjligheter för en breddning av uppgången i USA. Vi föredrar mer rimligt värderade sektorer som *materials* och energi, vilka bland annat kan gynnas av en fortsatt motståndskraftig ekonomi. Materials lockar dessutom då vinstförväntningarna har kommit upp rejält, bland annat till följd av stål- och aluminiumtullarna, som gör att de amerikanska bolagen slipper en del konkurrens och förhoppningsvis kan stärka både försäljning och lönsamhet. USA:s energisektor kan även bli en vinnare på ökad amerikansk närvaro i Venezuela och eskaleringen i Iran.

### Global Stock Picking

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

### Kort om portföljens utveckling

För ett år sedan fokuserade vi i *Allokering och portföljstrategi* på att datacenterutbyggnaden ökar behovet av elproduktion. Inom energitemat tog vi då in några nya bolag i portföljen, för att bredda exponeringen mot områden som kärnkraft, bränsleceller och geotermisk energi.

Såväl de nya som de tidigare innehaven har utvecklats riktigt starkt sedan dess. I princip alla energislag har gynnats, även fossilfria teknologier trots det politiska motståndet i framför allt USA. Portföljens övervikt mot bolag inom elproduktion och energiomställning resulterade därför i en kraftig överavkastning jämfört med världsindex under 2025, cirka +9 procent jämfört med 0 procent (båda i SEK). Att avkastningen trots ett starkt börsår inte blev högre i absoluta tal förklaras av kronförstärkningen, som påverkade portföljen (och världsindex) negativt med runt 16 procent.

### Teknologistyrka även 2025

Teknologiaktierna fortsatte att gå starkt under 2025. Den allra bästa sektorn var *communication services*, med bolag som Alphabet/Google och Meta. *Mag 7*-aktierna steg i snitt med runt 25 procent (i dollar), återigen bättre än börsen – förklaringen är precis som tidigare högre vinsttillväxt än resten av börsen. Halvledarbolagen fortsätter att gå bra (de ses som AI-vinnare), medan mjukvarubolagen tyngs av oro för att AI kan ersätta traditionell mjukvara.

Chiptillverkaren och GSP-innehavet TSMC, som ofta är den bästa temperaturmätaren för halvledarbolagen, kom med en urstark rapport i mitten av januari: Bolaget spår stark tillväxt under flera år framöver och ökar investerings-takten för att kapitalisera på det. Nästa steg i AI-utvecklingen kräver mer datalagring. De senaste månaderna har tillverkare av minneskomponenter gått allra bäst, exempelvis Samsung, som vi äger i GSP.

### Oro kring AI, men ingen bubbla

Höstens aktiediskussion har i mångt och mycket fokuserat på om AI-trenden skapat en bubbla inom *tech*-sektorn och därmed för en stor del av börsen, särskilt i USA. Minnen av it-bubblan runt millennieskiftet får många att spana

### EXPONERING

Största positioner, GSP-portföljen, procent

| Bolag         | Inriktning              | Portföljvikt | Övervikt |
|---------------|-------------------------|--------------|----------|
| Microsoft     | IT-relaterade produkter | 6,3          | 2,5      |
| Alphabet      | Internet, datacenter    | 4,4          | 0,2      |
| Infineon      | Halvledartillverkare    | 4,6          | 4,5      |
| Amazon        | Industri                | 3,1          | 0,5      |
| TSMC          | Halvledartillverkare    | 4,4          | 4,4      |
| Thermo Fisher | Medicinteknik           | 2,4          | 2,1      |
| Nvidia        | Halvledartillverkare    | 2,5          | -3,0     |
| United Health | Hälsovård               | 3,0          | 2,6      |
| AMD           | Halvledartillverkare    | 2,4          | 1,9      |
| Novo Nordisk  | Läkemedel               | 3,1          | 2,8      |

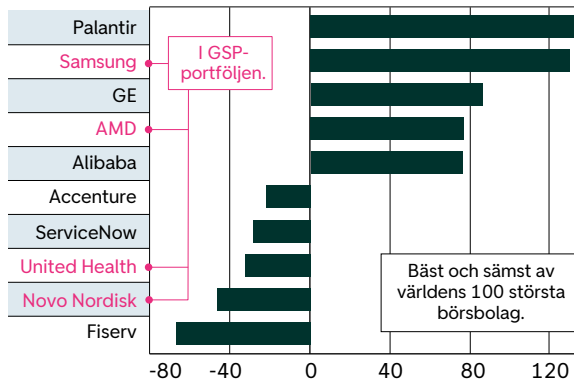
### Aktuell portfölj

Positioner och förändringar

- Portföljen har en viss övervikt mot teknologi. Det gäller särskilt bolag som drivs av digitaliseringen, såsom datacenter och halvledare.
- GSP undervikt dock *Mag 7*: I portföljen finns Microsoft, Alphabet/Google, Amazon och Nvidia, men inte Apple, Meta eller Tesla.
- GSP överviktar elproduktion (särskilt fossilfri) och därmed *utilities*, liksom bolag med koppling till energi. Här är de tre största innehaven Nexans, Brookfield Renewable och HASI.

## VINNARE OCH FÖRLORARE BLAND JÄTTARNA

Kursutveckling under 2025, procent



intensivt efter nästa bubbla. Hösten 2025 kom rubriker kring Open AI, Nvidia, Oracle och andra som påminde om skeenden under it-bubblan. Ett av frågetecknen var hur Open AI, som omsätter i storleksordningen 20 miljarder dollar, kan ingå avtal värda närmare 1 500 miljarder dollar för att bygga datacenterkapacitet.

### Enorma investeringar – men håll isär begreppen

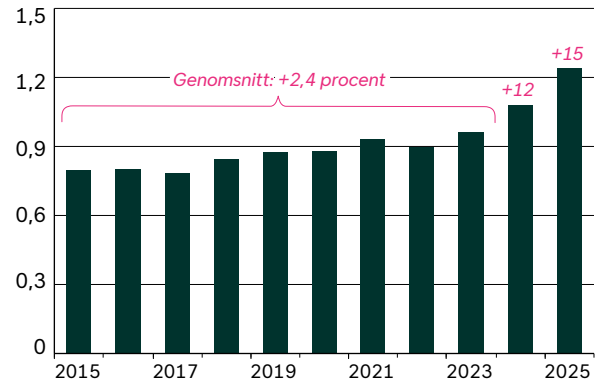
Märk väl att dessa "avtal" i praktiken snarare är avsiktsförklaringar i många fall, att de sträcker sig över fem år eller mer och att Open AI ska göra investeringarna tillsammans med partner. Datacenterbolagens investeringar är betydligt mer konkreta, lättolkade och relevanta. Totalt uppskattas Amazon, Alphabet/Google, Microsoft och Meta under fjolåret ha investerat drygt 350 miljarder dollar, och prognoserna för 2026 indikerar tillväxt på över 30 procent. En viktig skillnad mot it-bubblan är att de bolag som investerar mest i AI-temat är väldigt starka och lönsamma, med förmåga att göra investeringar.

### Oklar framtida lönsamhet i AI-sektorn

Det är inte investeringens storlek utan dess avkastning som avgör om den är bra (värdeskapande) eller inte. Kan ett bolag göra investeringar vars avkastning överstiger kapitalkostnaden, ska det i princip investera så mycket som

## MICROSOFT ÖKAR PRODUKTIVITETEN – MED AI?

Försäljning per anställd, MUSD



möjligt. Problemet är att avkastningsprognosen bygger på vad som händer under investeringens livstid. Ny teknologi som utvecklas snabbt innebär dock stor osäkerhet. En extra AI-relaterad dimension är att de första investeringarna främst går till att träna AI-modellerna, utan någon synlig avkastning, medan det sedan är användandet av modellerna (även kallat *inferencing*) som genererar intäkter. Andelen av investeringarna som är kopplade till *inferencing* ökar rimligen väsentligt framöver, vilket torde lyfta den totala avkastningssiffran.

### Vem vill betala för AI?

Avgörande för avkastningen på datacenterinvesteringarna är betalningsviljan för att använda AI. Rimligen varierar den avsevärt beroende på om det är en privatperson eller ett företag som betalar. Privatpersoner kan antingen tänkas betala för AI-tjänster på samma sätt som för *streaming*-tjänster, mobilabonnemang eller liknande, alternativt får vi se fler reklamfinansierade affärsmodeller efter förebild från internet och sociala medier. Vi är övertygade om att merparten av de framtida intäkterna genereras av företag vars betalningsvilja normalt bygger på "investeringskalkyler", där möjligheterna till merförsäljning och/eller lägre kostnader är drivande. AI-förespråkarna ser betydande produktivitetslyft, vilket möjliggör stor betalningsvilja – enligt skeptikerna

saknas det än så länge belägg för detta, och de tror inte på någon större, uthållig betalningsvilja. Vem som har rätt är antagligen för tidigt att avgöra, en viktig faktor är hur många AI-baserade applikationer som utvecklas den närmaste tiden. Vi ser mängder av intressanta applikations-exempel, men ofta från mindre, onoterade bolag som inte redovisar lika mycket data.

I GSP ser vi relativt positivt på AI-temat. Ta exemplet Microsoft, där vi kan följa investeringarna (som i princip bara går till datacenter) samt försäljning och lönsamhet för bolagets Cloud-division. Vinsten har fördubblats sedan Chat GPT lanserades hösten 2022 och rörelsemarginalen har förbättrats under perioden, så än så länge ser det bra ut.

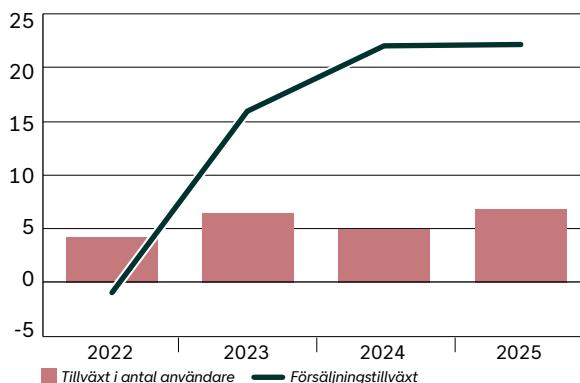
### Faktorer att hålla ögonen på

Som tidigare nämnts gynnas ett antal GSP-innehav av fortsatt positiv utveckling för AI-temat. Likväl finns vissa orosmoln. Här följer några områden som förtjänar extra uppmärksamhet:

- **Capex vs opex:** Det är ett stort fokus på datacenter-bolagens investeringar (*capital expenditures*, eller *capex*), liksom på uttalanden om och prognoser för dessa. På senare tid har vi dock sett flera avtal där exempelvis Microsoft inte investerar i egen datacenterkapacitet, utan köper tjänsten av något av de framväxande så kallade *neocloud*-bolagen (Coreweave, Nebius och Iren är några namn). För Microsoft blir satsningen då ingen investering (*capex*), utan en resultatpåverkande kostnad (*operating expense*, eller *opex*). Detta sänker således Microsofts rörelsemarginal, medan kassaflödet påverkas positivt. *Capex*-siffran blir därmed mindre viktig framöver, och behöver inte öka lika mycket. Det kan skapa initial oro, men borde vara positivt över tid.
- **Verkliga finansieringskostnader:** Hur datacenterutbyggnaden finansieras intresserar marknadsbedömare, särskilt avseende bolag som är beroende av extern finansiering (framför allt skuldfinansiering) – några exempel är Oracle

### META/FACEBOOK: TILLVÄXT MED AI

Försäljnings- och användartillväxt, procent

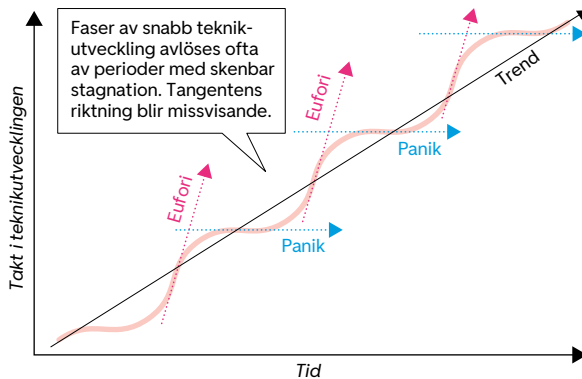


och Coreweave. Marknaden har fokuserat på så kallade *credit default swaps* (CDS), som försäkrar risken för konkurs. Kostnaden steg markant under senare delen av 2025, vilket kan få implikationer för bolagens val av finansiering framöver.

- **Datacenterförsäljning (och -marginaler):** Som räkne-exemplet Microsoft illustrerar så är försäljningsutvecklingen, och lönsamheten, för de stora datorcenterverksamheterna central för att bedöma vilken avkastning de enorma investeringarna i sektorn kommer att ge. Under tredje kvartalet 2025 ökade dessa verksamheter inom Microsoft, Amazon och Alphabet/Google försäljningen med runt 31 procent i snitt, den bästa försäljningstillväxten sedan pandemiåren 2021–2022.
- **Verkliga exempel på hur företag använder AI:** Hur påverkar AI-användning företagets finanser? I våra bolagsmöten den senaste tiden har ledningarna haft en påtagligt optimistisk syn på produktivetspotentialen hos AI – men dataunderlaget är knapert, tycker skeptikerna. Meta är dock ett bra exempel på hur AI kan driva försäljning (se graf ovan), medan Microsoft visar på ökad produktivitet.

## VILSE I S-KURVAN?

Teknologidrivna trender på börsen



- **Eltillgång och politiska motvindar:** En risk för AI-trenden, särskilt i USA, är tillgången på energi/el för att driva alla nya datacenter. Det finns också en oro för stigande elpriser, liksom för att AI ska konkurrera ut vissa typer av jobb – det kan reta opinionen och utlösa politiskt motstånd. Hur företag och politiker agerar blir spännande att följa inför senhöstens mellanårsval i USA.
- **Börsens överdrifter:** På börsen är teknologidrivna trender sällan linjära, utan följer ofta så kallade S-kurvor. Perioder av snabbare utveckling/genomslag/tillväxt varvas med långsammare faser (se graf ovan). Många utgår ifrån att utvecklingen fortsätter i tangentens riktning. Detta leder till att man periodvis överskattar respektive underskattar utvecklingen.

Sammantaget är vi just nu vaksamma och selektiva, men fortfarande positiva till AI-temat, särskilt dess energiaspekter.

### Polarisering och volatilitet ger investeringsmöjligheter

För den långsiktige som prickar någorlunda rätt om långtidstrenden skapar den kortsiktiga volatiliteten och det ofta binära synsättet på vinnare och förlorare intressanta investeringsmöjligheter. Ett par exempel:

- AI-processortillverkaren **Nvidias** börsvärde har ungefär 13-faldigats under de dryga tre år som gått sedan Chat GPT lanserades i november 2022. Nvidia har funnits i GSP-portföljen under hela perioden, men med varierande portföljvikt. Under denna tid har vi nio gånger sett kursnedgångar på minst 20 procent, den värsta var 43 procent.
- **Alphabet/Google** sågs för mindre än ett år sedan som en trolig förlorare på AI (den väldigt lönsamma sökkaffären hotades). Aktien värderades till ett P/E-tal under 15x. Nu har sentimentet svängt, bolaget anses som en klar ledare inom AI och får exempelvis hjälpa Apple att få till AI för assistentfunktionen Siri. P/E-talet har stigit till 28x och Alphabet/Google passerade nyligen 4 000 miljarder dollar i börsvärde, vilket gör bolaget näst störst på USA-börsen efter Nvidia. Alphabet/Google var det bolag som bidrog mest till GSP:s avkastning i fjol.

GSP:s förvaltare kommer fortsatt att leta efter situationer och bolag där vi bedömer att det finns liknande möjligheter som i dessa båda fall, samt undvika situationer där eufori och värdering dragit iväg alltför mycket.

### Diversifiera med kinesisk tech

För den som liksom vi tror på det breda AI-temat, men är lite fundersam kring vissa aspekter av amerikansk tech (såsom ett fåtal storbolags dominans eller de orosmoln vi nämner ovan), kan det vara intressant att titta på de kinesiska tech-bolagen. De är ofta lägre värderade och mycket talar för att västvärldens teknologiska försprång minskar. Dessutom har Kina ingen energibrist och inte alls samma oro kring AI:s arbetsmarknadseffekter, vilket resulterar i ett mer långsiktigt politiskt och folkligt stöd. Vi har därför nyligen i GSP köpt "Kinas Amazon" Alibaba, och batteribolaget CATL. Sedan tidigare har vi ett innehav i elbilstillverkaren BYD.

# Svenska aktier

**Vi gillar banker. Även fastigheter och småbolag bör få medvind av lyftet i svensk ekonomi. Sverigeportföljen övervikt AAK, Balder och Beijer Ref. Vi är försiktigt inställda till Epiroc och H&M. Saab är dyrt – aktien lockar oss inte.**

2025 bjöd på förhållandevis fin avkastning på Stockholmsbörsen. Storbolagsindexet OMXS30 avkastade över 20 procent inklusive utdelningar, trots en kraftig sättning i samband med tullkaoset i april i fjol. Samtidigt har utvecklingen varit tudelad: Medan storbolagen avancerat tydligt har de mindre bolagen halkat efter rejält. Carnegie Småbolagsindex steg inte alls under fjolåret. Även på bransch-nivå syns avsevärda skillnader: Banker och råvarubolag har varit stora vinnare, medan fastighetssektorn och många konsumentbolag haft det tufft.

På bolagsnivå sticker försvarsaktören Saab ut med fenomenal avkastning, men även ståttillverkaren SSAB, gruvbolaget Boliden och verkstadskoncernen Sandvik har stigit rejält. På förlorarsidan hittar vi aktier som bostadsplattformen Hemnet, hjälmteknikbolaget Mips, vitvarubolaget Electrolux och friluftsproduktsbolaget Thule.

Vinstutvecklingen är en delförklaring till kursrörelserna. Enorma investeringar i försvarsmateriel och stigande metallpriser har eldat på vinstprognoserna för bolag som Saab, SSAB och Boliden. Lägg därtill ytterligare bränsle från multipelexpansion. Exempelvis har Saabs P/E-tal ökat från 25x till över 50x (se faktaruta på sidan 55). Generellt sett har det varit ett år som gynnat så kallade värdeaktier (låg värderade bolag) framför tillväxtaktier (hög värderade bolag).

En nyckelfaktor för det kommande året blir naturligtvis den förväntade vinstutvecklingen. DNB Carnegies estimat pekar på en vinstökning på runt 12 procent för Stockholmsbörsen. En brasklapp är att ökningen är beroende av hur den

## EXPONERING

Selektiva över- och undervikter

■ Aktuell vikt

|                | Undervikt | Neutral vikt | Övervikt |
|----------------|-----------|--------------|----------|
| Nordea         |           |              |          |
| AAK            |           |              |          |
| Getinge        |           |              |          |
| Beijer Ref     |           |              |          |
| Balder         |           |              |          |
| Epiroc         |           |              |          |
| Industrivärden |           |              |          |
| Handelsbanken  |           |              |          |
| Tele2          |           |              |          |
| H&M            |           |              |          |

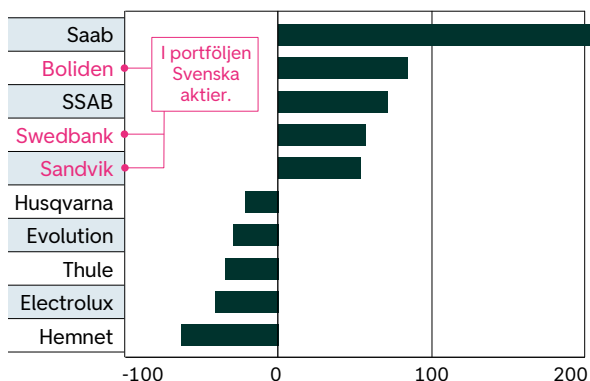
## Aktuell portfölj

Positioner och förändringar

- Trots god uppgång är vi fortsatt överviktade bank med stora innehav i Swedbank, Nordea och SEB.
- Småbolag borde kunna börja ta igen förlorad mark. Vi äger bland annat AAK, Lagercrantz, och Sdiptech. Nordnet och Bufab är nya innehav.
- Bättre svensk ekonomi talar även för fastigheter. Vi äger Balder och Sagax.
- Eftersläntrare i portföljen är exempelvis Alfa Laval, Atlas Copco, Beijer Ref och Hexagon.
- Vi äger varken teleoperatörer eller sällanköp.

## VINNARE OCH FÖRLORARE

Kursutveckling senaste året, procent



svenska kronan rör sig. I föl hölls vinstökningarna tillbaka av en kraftig kronförstärkning, som slog mot alla exportbolag. Omkring 40 procent av Stockholmsbörsen utgörs av industribolag som i många fall är starkt exportberoende.

## Våra senaste portföljförändringar

Industrihandelsföretaget Bufab är ett nytt innehav i vår portfölj. Bolagets starka europeiska position och kundmix gör Bufab välpositionerat inför en trolig europeisk konjunkturuppgång, som får stöd av såväl finanspolitiska stimulanser som en successivt mer positiv räntemiljö.

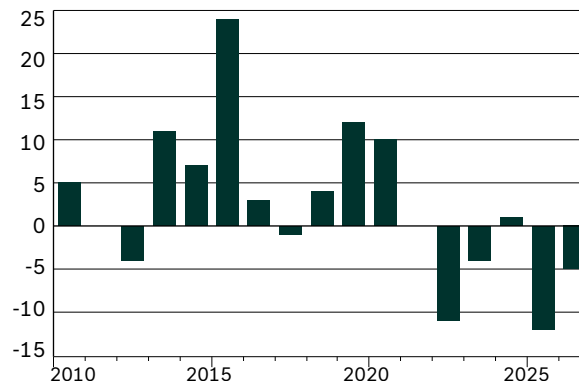
Bufab är en ledande distributör av så kallade *C-parts*, exempelvis skruvar, bultar och andra fästelement. Bolaget fungerar som en effektiviserande länk mellan sina cirka 18 000 kunder och 2 500 leverantörer. Efter flera år av dämpad omsättningstillväxt ser vi förutsättningar för en mer gynnsam utveckling framöver.

Vi bedömer att Bufab-aktien har en attraktiv avkastningsprofil på både kort och medellång sikt. Stöd kommer från Bufabs stabila lönsamhet, potentiellt bättre bruttomarginaler när volymerna vänder upp samt bolagets bevisade förmåga att genomföra värdeskapande förvärv.

Givet den positiva marginaltrend som bolaget uppvisar finner vi värderingen attraktiv.

## SMÅBOLAG HAR HALKAT EFTER

Småbolagsindex relativt SBX-index, avkastning, procent



Verkstadsbolaget Nibe har under en längre period haft det motigt. Aktien har tyngts av en svagare efterfrågan på värmepumpar från konsumentensidan, en utmanande värdering och en inte obetydlig nettoskuldsättning.

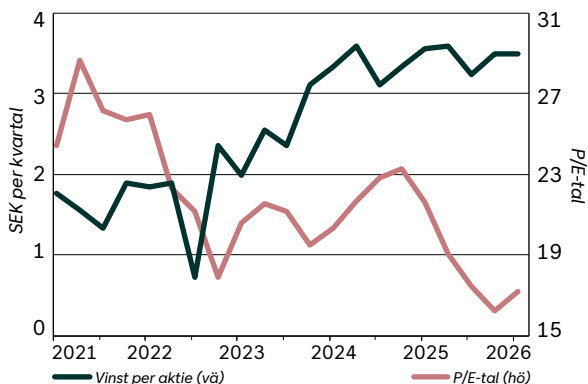
Den förväntade återhämtningen har skjutits på framtiden och hårdare konkurrens från bland annat asiatiska aktörer skapar ytterligare osäkerhet. Bolagets betydande exponering mot Nordamerika innebär också en viss risk givet de ökade handelsspänningarna mellan USA och Europa. Trots svag kursutveckling det senaste året är Nibe-aktien fortsatt relativt högt värderad. Vi har avyttrat hela vårt innehav.

## Småbolag: goda utsikter för 2026

Efter flera mediokra år är vinstförväntningarna på småbolagen högt ställda i år. DNB Carnegies analytiker spår ett vinstlyft på cirka 20 procent – betydligt mer än bland storbolagen. Småbolagen får stöd av sin högre exponering mot den inhemska ekonomin, som ser ut att gå mot klart ljusare tider (se sidan 54 samt avsnittet *Investeringsklimat* på sidan 10). Även lägre räntor borde gynna småbolag, som ofta har högre skuldsättning. I nuläget värderas de dessutom med en viss rabatt gentemot storbolagen, vilket normalt inte är fallet. Förutsättningar finns för att småbolagen tar igen en del förlorad mark i år (se graf ovan till höger).

**AAK: BÄTTRE VINST OCH RIMLIGARE VÄRDERING**

Vinst per aktie och P/E-tal

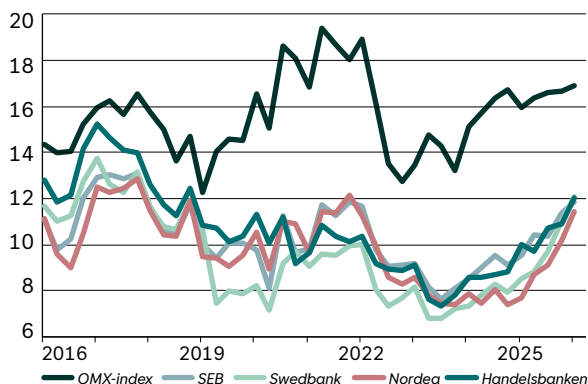


Sdiptech, Bonesupport, Lagercrantz, AAK och Nordnet är exempel på mindre och mellanstora bolag i vår svenska aktieportfölj.

- Nätmäklaren **Nordnet** är ett relativt nytt innehav som uppvisade fin tillväxt i fjol. Bolaget har fortsatt mycket kvar att göra på den nordiska sparmarknaden och har dessutom påbörjat en lansering i Tyskland. På kort sikt är aktien känslig för börshumöret och investerarnas aktivitetsnivå, men på lite längre sikt ser vi potential för bolaget att växa sig betydligt större.
- **Lagercrantz** tillhör de klassiska serieförvärvarna med ett fantastiskt långsiktigt *track record*. Aktien hade ett mellanår under 2025, hämmad av den relativt höga värderingen och att utflöden ur många småbolagsfonder även gick ut över populära aktier som Lagercrantz.
- **Sdiptech, Bonesupport** och **AAK** hade alla ett tufft fjolår. I olje- och fettbolaget AAK:s fall var problemet inte sämre vinstutfall, utan en ren nedvärdering. Aktien har inte varit så här billig på över fem år och vi bedömer att lägre matprisinflation och piggare konsumenter med högre realinkomster kan ge kursen lite ny energi i år.

**BANKER FORTFARANDE BILLIGARE ÄN BÖRSEN**

Värdering P/E-tal (12 mån framåtblickande)

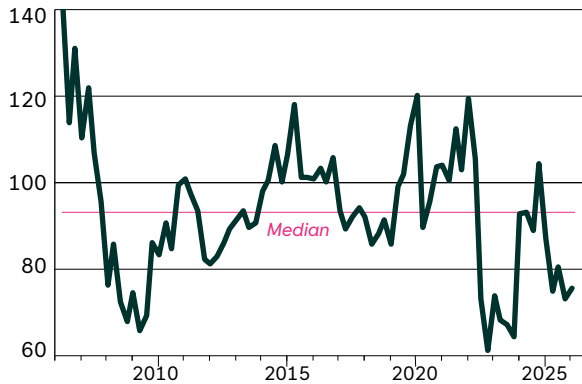


Sdiptech och Bonesupport har däremot mött utmaningar under det gångna året som motiverat en viss kurspress. I medicinteknikföretaget Bonesupports fall har dollartappet delvis slagit mot tillväxten, då USA utgör en stor del av verksamheten. Aktien var högt värderad för ett år sedan och orkade helt enkelt inte med sänkta prognoser. Underliggande tuffar det dock fortsatt på bra och bolaget växer med omkring 40 procent i årstakt. Vår investering i aktien förra sommaren, efter en större nedgång, visade sig vara för tidig, men vi tycker inte att nuvarande värdering speglar potentialen.

Teknikkoncernen Sdiptech förefaller ha tappat marknadens förtroende, att döma av aktiens mycket låga värdering. Fjolåret var visserligen ett svagt vinstår, men en vinstmultiplik på drygt 12x sticker ändå ut som väldigt attraktiv. Skuldsättningen är något hög, vilket dämpar förvärvstempot och sannolikt förklarar en del av investerarnas skepsis. En lite piggare konjunktur det kommande året i kombination med sänkt skuldbörda borde kunna leda till en uppvärdering.

## FASTIGHETSRABATTEN ÄR FORTSATT HÖG

Fastighetsbolag, pris vs substansvärde, procent



### Banksektorn har mer att ge

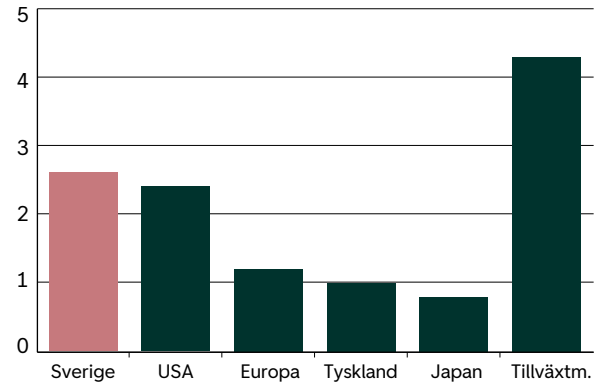
Bankerna var den stora vinnarsektorn på Stockholmsbörsen i fjol. Swedbank avkastade hela 60 procent, inklusive utdelning, och Nordea låg endast steget efter. SEB och Handelsbanken fick "nöja sig" med 38 procent respektive 33 procent. Uppgångarna ska ses i ljuset av att bankerna även utvecklades starkt under 2024.

Har kursuppgångarna nått vägs ände – eller finns det bränsle kvar i tanken? Det råder i alla fall ingen tvekan om att den värderingsrabatt som uppkom för några år sedan har försvunnit i takt med de stigande kurserna.

Samtidigt sticker inte P/E-tal på runt 12x ut som särskilt utmanande. Nivån är faktiskt bara marginellt högre än det historiska snittet och fortfarande klart billigare än börsen i stort. Givet att vi kan förvänta oss rejäla utdelningar även framöver och att pressen från sjunkande räntenetton sannolikt ligger bakom oss, finns det fog för att fortsatt äga bankaktier.

## STARK SVENSK TILLVÄXT

BNP-tillväxt 2026, konsensusprognoser, procent



Räkna dock inte med en lika stor överprestation som 2025. Ett potentiellt hot kan vara nya bankskatter, ett tänkbart slagträ i den stundande svenska valrörelsen. Frågan har från tid till annan drivits av partier på vänstersidan.

*Summa summarum* ser vi förhållandevis positivt på sektorn och har en övertikt. Swedbank är det största innehavet, men även SEB och Nordea finns i portföljen.

### Fastigheter har potential

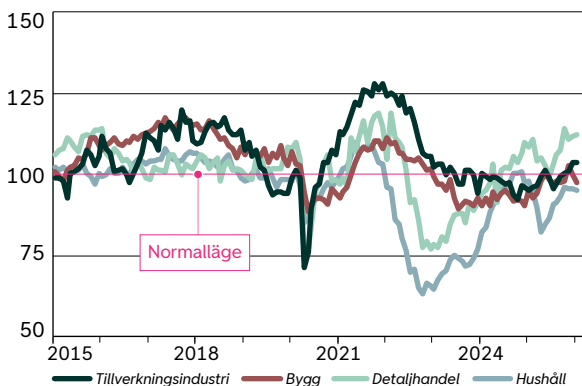
För ett år sedan bedömde vi att fastighetssektorn stod inför bättre tider. Efter några magera år skulle intjäningen börja öka igen, i kombination med bättre finansieringsmöjligheter och lägre värdering – det talade för stigande kurser. Så blev inte fallet: Även om fundamenta har förbättrats står aktierna och stampar. Carnegies fastighetsindex föll med cirka 7 procent under 2025.

Utvecklingen förvånar, inte minst då fastighetsbolagen åter kan låna pengar på obligationsmarknaden till attraktiva

**Har bankernas kursuppgångar nått vägs ände – eller finns det bränsle kvar i tanken? P/E-tal på runt 12x är ännu inte särskilt utmanande. Nivån är faktiskt bara marginellt högre än det historiska snittet och fortfarande klart billigare än börsen i stort.**

**BRED LJUSNING I DEN SVENSKA EKONOMIN**

Sveriges barometer från Konjunkturinstitutet



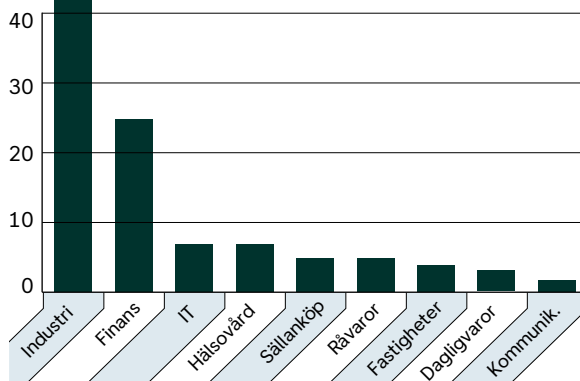
räntor. Förvisso ställer stora vakanser på kontorsmarknaden till det för kontorstunga bolag, men det borde inte tynga hela sektorn. Att en del storägare har en inte helt fläckfri historik med snåriga affärer kan också ligga sektorn i fatet.

Får sektorn sin revansch i år i stället? En piggare svensk ekonomi i år (se nedan) borde även påverka efterfrågan på lokaler i positiv riktning. En annan nyhet är att flera fastighetsbolag börjat införa aktieåterköpsprogram givet de generellt sett låga värderingarna. Totalt sett framstår därför fastighetssektorns utsikter som relativt ljusa. Utflöden ur småbolags- och fastighetsfonder har pressat aktierna det senaste året och det är svårt att sia om när trenden vänder, men vi ser ändå god potential under 2026.

Vi har innehav i Balder och Sagax. Gemensamt för dem är tydliga huvudägare och en historik av lönsam tillväxt. Duon är förvisso inte helt immun mot problem på kontorsmarknaden, men har också stor exponering mot bostäder (Balder) respektive lager och lätt industri (Sagax).

**INDUSTRI OCH BANKSEKTOR DOMINERAR**

Branschvikt i SBX-index, procent

**Svensk konjunktur på uppåtgående**

Vi bedömer att svensk ekonomi kommer att prestera riktigt bra i år (se grafer till höger på föregående sida och ovan till vänster). Efter flera år med besvärlig konjunktur spås ett rejält tillväxtlyft. Mot den bakgrunden tål det att fundera på vilka bolag som gynnas mest och var de bästa investeringsmöjligheterna finns. Dagligvaror och sällanköpsvaror ligger nära till hands. De senaste månaderna har också konsumentaktier som Volvo Cars, Electrolux, Cloetta, Synsam och Bilia gått starkt. Å andra sidan finns bolag som Viaplay, Embracer, Hemnet, och Evolution på förlorarsidan. Mönstret är alltså inte entydigt.

Konsumentbranschen är faktiskt underrepresenterad på Stockholmsbörsen. Den utgör endast cirka 10 procent av det totala börsvärdet. Flera namn i sektorn kan knappast betraktas som kvalitetsbolag, med hygglig tillväxt, stabil vinsthistorik, starka finanser balansräkningar och konkurrenskraftig kapitalavkastning. Electrolux,

**Får fastighetssektorn sin revansch i år? En piggare svensk ekonomi borde påverka efterfrågan på lokaler i positiv riktning. Flera fastighetsbolag har dessutom börjat införa aktieåterköpsprogram. Sektorns utsikter framstår som relativt ljusa.**

Viaplay, Dometic, Volvo Cars och H&M är några exempel. Deras marknader kännetecknas ofta av hög konkurrens och tunna vinstmarginaler. Naturligtvis finns det undantag. Eftersom vår förvaltning är inriktad mot kvalitetsbolag, som över tid brukar vara de bästa investeringarna, är vi försiktiga med att addera exponering mot konsumentsektorn, även om utsikterna är bättre än på länge. Vi har dessutom innehav i Essity och AAK, som båda är

verksamma inom dagligvaror. Dessa är emellertid globala bolag och således inte särskilt beroende av hur just svenska konsumenter mår.

Det finns dock betydligt fler bolag som gynnas av en starkare svensk ekonomi, såsom de redan berörda bank- och fastighetssektorerna. Båda har en utpräglad exponering mot svenska konsumenter och företag. Högre tillväxt borde leda till ökad utlåning hos bankerna och fler

## Försvaret Saab värderingen?

Saab har varit den stora vinnaren bland börsens storbolag de senaste åren. Orsaken är välkänd: Enorma pengar ska investeras globalt för att rusta upp försvaret, inte minst i Europa. Kunderna vill ha leverans så fort som möjligt och ordrar läggs på löpande band. Givet det försämrade säkerhetsläget är det svårt att se ett slut på denna utveckling.

Det kan tala för att det fortsatt är läge att äga Saab. Aktien har också rivstartat året med en kraftig uppgång, förmodligen påeldad av geopolitisk oro, bland annat kring Natos framtid.

### Kan Saab göra ordrar till vinst?

Som investerare måste man dock vara medveten om att värderingen, och därmed förväntningarna, stigit kraftigt. För fem år sedan, innan Ryssland attackerade Ukraina, handlades Saab till ett P/E-tal på cirka 13x. Nu värderas aktien till P/E 52x (se graf intill)! Flera produkter som Saab säljer – flygplan, ubåtar, radarsystem – är komplexa att tillverka och tar flera år att leverera. Historiskt har Saab inte varit särskilt skickligt på att omvandla orderstock till vinster och

kassaflöden. Exempelvis har kassaflödet ungefär fördubblats de senaste fem åren, medan aktien mer än tiofaldigats. Saab möter nu utmaningen att kunna utöka sin produktionskapacitet dramatiskt och samtidigt leverera de vinster som är in-tecknade i värderingen.

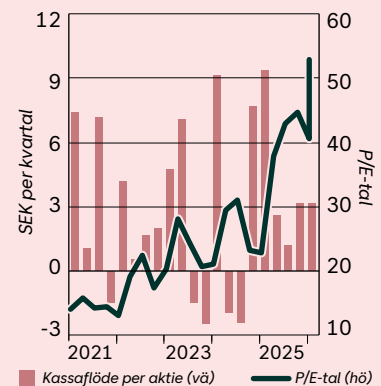
### Risk för baksmälla

Kanske lyckas Saab med det, men vi anser att risknivån ökat rejält i aktien. Orderingången lär ge fortsatt stöd: DNB Carnegie spår en orderingång på hela 100 miljarder kronor bara under det fjärde kvartalet, vilket skulle vara ett rekord med stor marginal. Att allt fler investerare i olika länder vill vara med och finansiera försvarsutbyggnaden påverkar också positivt. Bland annat har många nya fonder med försvarsinriktning startats de senaste åren, och det kapital som fonderna tar in måste köpa aktier som Saab, oavsett prislapp.

Erfarenheten visar dock att de bästa affärerna görs innan något blir för populärt. En parallell är att det startades en mängd fonder som skulle investera i förnybar energi och gröna

## VÄRDERINGEN HAR RUSAT

Saab, kassaflöde och P/E-tal



bolag under pandemiåren när temat var som hetast. Några år senare blev det en rejäl baksmälla när vinsttillväxten inte motsvarade de höga förväntningar som bakats in i värderingarna. Så kan det gå även för försvarsindustrin – dagens stora optimism till trots.

Med vår något längre tidshorisont lockas vi inte av Saab i nuläget. Aktien handlas dessutom med en tydlig premie mot europeiska försvarsbolag.

transaktioner i näringslivet, vilket kan driva vinsttillväxten. Därför ser vi våra innehav inom bank och fastighet delvis som ett sätt att exponera oss för en bättre inhemsk ekonomi. Nordnet, som alltså är ett ganska nytt portfölj-innehav, är en annan vinnare på högre tillväxt.

Man kan argumentera för att konsumenterna kommer att ta av sitt sparande för att shoppa i takt med att framtids-utsikterna förbättras. Vi tror snarare att trenden mot ökat sparande är av strukturell karaktär, beroende på förändrade konsumtionsmönster och allmän osäkerhet i världen. Allt fler människor inser att de behöver spara mer till sin pension. Om ekonomin förbättras lär det finnas utrymme för både sparande och konsumtion.

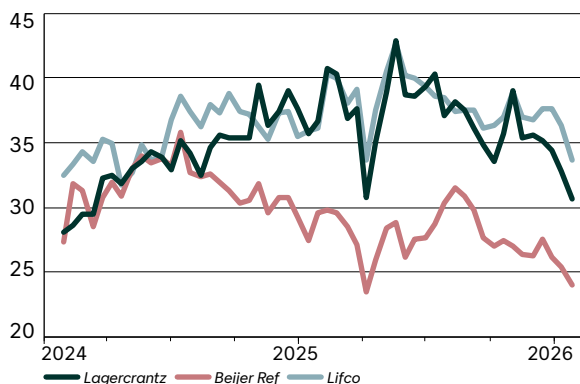
### Vi tror på kvalitetsbolag som släpat efter

Vår förvaltningsstil premierar kvalitetsbolag med rimlig värdering. Det gångna året gav strategin inte riktigt det resultat vi önskat. Förvisso klarade sig innehav som Sandvik, Skanska, ABB, Volvo, Astrazeneca, Investor och storbankerna mycket bra och bidrog till avkastningen. Däremot missgynnades portföljen av en sämre utveckling för Essity, Hexagon, Alfa Laval, Lagercrantz, AAK och SCA. Även giganten Atlas Copco hamnade på efterkälken.

Givet nuvarande utsikter ser vi potential för Alfa Laval och Atlas Copco att ta igen förlorad mark och har därför ökat exponeringen mot dem. Om Stockholmsbörsen ska orka stiga i år också bör dessa aktier vara med och dra marknaden uppåt. Atlas Copco är sällan direkt billigt, men premien är just nu ovanligt låg och bolaget sitter på en urstark balansräkning som ger möjligheter. Kommer bara orderingången från halvledarindustrin igång igen kan aktien lyfta. Lagercrantz, Hexagon och AAK är sedan tidigare betydande innehav som vi behåller.

### ATTRAKTIVA KVALITETSBOLAG

P/E tal, 12 mån framåtblickande



Vad gäller Essity och SCA känner vi oss mer osäkra. Essity plågas av nolltillväxt och så länge det är fallet lär den mycket låga värderingen bestå. Möjligen kan omfattande aktieåterköp få fart på kursen. För SCA spökar en svag dollar, höga priser på insatsvaror och dålig efterfrågan. 2026 bör bli ett bättre år, men frågan är hur långt det räcker. Långsiktigt har skogsbolag sällan varit särskilt bra investeringar och vårt tålamod börjar tryta. Vi har minskat i både Essity och SCA.

**Givet nuvarande utsikter ser vi potential för Alfa Laval och Atlas Copco att ta igen förlorad mark och har därför ökat exponeringen mot dem. Lagercrantz, Hexagon och AAK är sedan tidigare betydande kvalitetsinnehav som vi behåller.**

# Räntebärande investeringar

**Även om makromiljön är bra för företagsobligationer får investerare just nu dåligt betalt för att ta kreditrisk. Vi föredrar tillväxtmarknadsobligationer och europeisk high yield. Vår exponering mot amerikanska bolån avyttras med vinst.**

Inför 2025 var marknadssentimentet för statsobligationer svagt då många investerare var oroliga för stigande inflation och höga statsskulder. Avkastningen blev också skral: globala statsobligationer avkastade 1,3 procent i fjol. Den dramatik som vissa förutspådde uteblev dock.

För företagsobligationer var 2025 ett betydligt bättre år. Globala företagsobligationer med *investment grade*-betyg avkastade 4,8 procent och *high yield* 5,9 procent

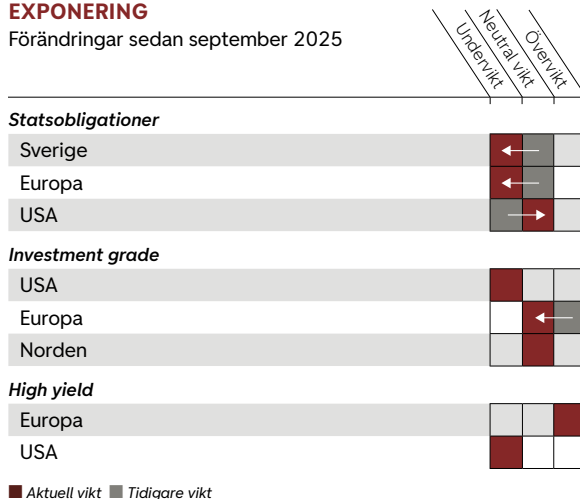
(valutasäkrat till kronor). Bästa tillgångsslaget var dock tillväxtmarknadsobligationer som avkastade över 8 procent.

Under året överviktade vi Europa och Sverige och underviktade USA. Det visade sig vara fel positionering – däremot var vår undervikt mot Japan helt rätt. Våra affärsförslag inom respektive tillgångsslag, såsom tillväxtmarknadsobligationer, *fallen angels*<sup>1</sup>, europeiska *CoCos* (bankkapitalobligationer) och amerikanska bostadsobligationer, blev också lyckade och kompenserade för den regionala allokeringen.

Framåt bedömer vi att globala statsobligationer är någorlunda rimligt värderade och borde kunna avkasta i linje med den löpande ränteavkastningen: 2,5 procent efter valutasäkring till kronor. Efter många år med inverterade räntekurvor har kurvorna nu återigen positiv lutning. Den positiva löptidspremien på statsobligationer ger investerarna bättre betalt för durationsrisk.

## EXPONERING

Förändringar sedan september 2025



<sup>1</sup> *Fallen angels* är *high yield*-obligationer från nedgraderade emittenter som haft *investment grade*-betyg tidigare.

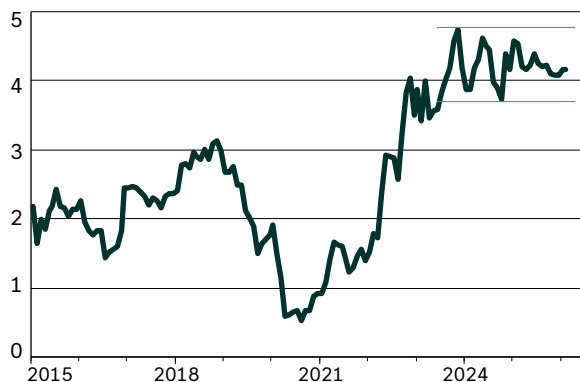
## Aktuell portfölj

Positioner och förändringar

- Vi är neutrala statsobligationer. Vi underviktat Europa och Sverige, är neutrala USA och överviktat Storbritannien.
- Vi är neutrala *investment grade*, nordiska företagsobligationer och *high yield*.
- Inom *high yield* behåller vi övervikt mot Europa jämfört med USA.
- Vi behåller tillväxtmarknadsobligationer i lokal valuta, men har tagit hem vinst i amerikanska bostadsobligationer (MBS:er).

## VART TOG TRENDEN VÄGEN?

Statsobligationsränta 10 år, USA, procent



När inflationen fortsätter falla ger det stöd åt statsobligationer: Tillgångsslaget kan åter tillföra en balanserad portfölj likviditet och diversifiering, som beredskap för eventuell tillväxtoro.

Efter den kraftiga ränteuppgången 2022 har de långa statsobligationsräntorna handlats sidledes, om än i ett brett intervall, och volatiliteten på räntemarknaderna har kommit ned de senaste månaderna. Detta kan hålla i sig i år och vi har därför totalt sett en neutral duration.

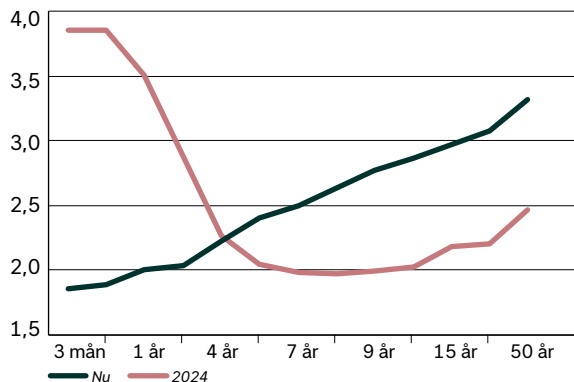
Inom statsobligationer har vi ökat USA-exponeringen till neutral och tagit ned Europa och Sverige till undervikt då tillväxten tar fart och långräntorna börjat normaliseras. Vi överviktar brittiska statsobligationer och har även reducerat vår undervikt mot japanska statsobligationer efter att landets räntor stigit. Dessutom behåller vi vår position mot tillväxtmarknadsobligationer i lokal valuta som vi introducerade i höstens strategirapport.

### USA: neutral

Den amerikanska ekonomin fortsätter att visa styrka, men konjunktursignalerna är fortfarande lite otydliga efter fjolårets nedstängning av statsapparaten. Avtagande tullmotvindar och skatte- och stimulanspaketet i *One Big Beautiful Bill Act* ger ett tydligt tillväxtlyft under 2026, samtidigt som

## RÄNTEKURVAN HAR NORMALISERATS

Svenska statsobligationer, olika löptider, procent



centralbanken Federal Reserves (Fed) fjolårssänkningar borde ge effekt. BNP-tillväxtens sammansättning lär dock se annorlunda ut än i förra cykeln. AI-stödda produktivtetsökningar väntas stå för en större del av tillväxten, medan en mindre del härrör från ökad sysselsättning i spåren av att invandringen nu har minskat betydligt.

USA:s arbetsmarknad har gradvis avmattats, men inte alls i en takt som skulle signalera en djupare konjunkturedgång. En något stigande arbetslöshet framöver kombinerat med måttligare löneökningar talar snarare för lägre inflation.

Med konsumentprisökningar på 2,6 procent, exklusive mat och energi, ligger inflationen fortfarande över Feds mål. I siffran ingår dock president Donald Trumps höjda tullar, vars inflationseffekt gradvis avtar under 2026. Även bostadsinflationen väntas fortsätta ned. Lägre oljepriser dämpar också inflationen.

Fed sänkte styrräntan tre gånger i fjol, senast i december till intervallet 3,50–3,75 procent. Trots skaplig BNP-tillväxt talar svagare arbetsmarknad och fallande inflation för att Fed fortsätter lätta på penningpolitiken. Dessutom ska en ny Fed-chef tillsättas i vår – sannolikt med ett tydligt Trump-mandat att sänka styrräntan ytterligare. Räntemarknaden prisar i dag in ytterligare två till tre sänkningar i år. Det är möjligt att Fed sänker ännu mer, men samtidigt börjar

## UTMANINGAR I JAPAN

Statsobligationsränta 10 år, Japan, procent



inflationförväntningarna krypa uppåt igen. Det talar emot alltför aggressiva räntesänkningar.

Lägre inflation och fortsatta Fed-sänkningar ger stöd till obligationsmarknaderna. Samtidigt talar stark tillväxt, finanspolitiska stimulanser, oro kring statsskulden och attacker på Feds oberoende för att termpremien borde vara hög. Sammantaget anser vi att riskerna för amerikanska statsobligationer är någorlunda balanserade och har därför neutral exponering.

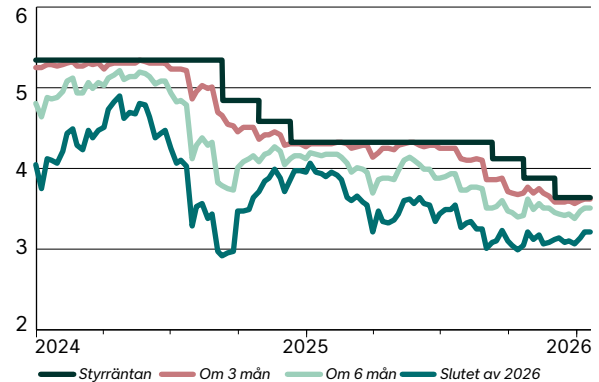
## Europa: undervikt

Europa står inför flera strukturella motvindar som dämpar både tillväxt och inflation – allt ifrån geopolitisk osäkerhet till skärpt konkurrens från Kina. Under 2026 ser dock tillväxten ut att bli bra, med stöd av Tysklands stora satsningar på infrastruktur och försvar.

Inflationen har kommit ned och är nu precis på målet 2 procent. Även den underliggande inflationen har fallit, men

## MÅLNIVÅN STABIL

Räntemarknadens förväntningar på *fed funds rate*



är något högre på 2,3 procent. Flera faktorer dämpar inflationen i år: lägre priser på import från Kina, en starkare euro samt lägre tjänsteprisökningar i spåren av minskat lönetryck.

Europeiska centralbanken (ECB) sänkte styrräntan fyra gånger under första halvåret i fjol till 2 procent och har sedan dess pausat. Räntemarknaden räknar med att ECB håller styrräntan oförändrad i år. Vi bedömer att ECB är försiktig med ytterligare sänkningar, givet att finanspolitiken blivit mer expansiv.

Vi underviktar nu europeisk ränteduration, eftersom vi ser en risk för att marknaden underskattar den cykliska tillväxtkraft som kan uppstå om den finanspolitiska expansionen faktiskt realiserar.

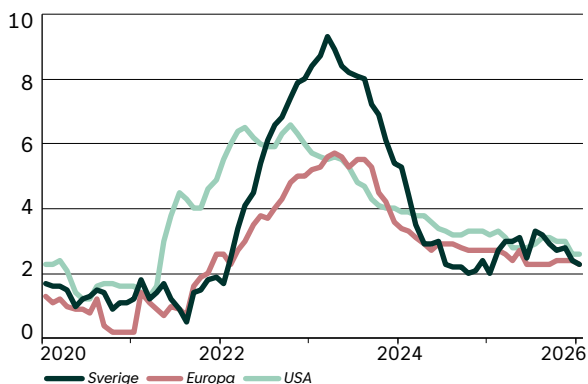
## Sverige: undervikt

Även svensk tillväxt ser ut att förbättras i år, med stöd av både inhemska stimulanser och en tysk finanspolitisk expansion som spiller över på svensk ekonomi. Det

**Europas finanspolitik har blivit mer expansiv. Vi bedömer att ECB är försiktig med ytterligare sänkningar. Marknaden underskattar sannolikt den cykliska tillväxtkraften om expansionen ger avsedd effekt. Vi underviktar europeisk ränteduration.**

## MÅLET HÄGRAR

Kärninflation, KPI exklusive mat och energi, procent



svenska budgetunderskottet väntas växa såväl 2026 som 2027, och i Riksgäldens senaste prognos höjdes årets upplåningsbehov med 70 miljarder kronor till 216 miljarder. Hushållen borde äntligen kunna andas ut

med lägre räntenivåer, skattelättnader och normaliserad inflation efter flera tuffa år. Riksbankens tidigare räntesänkningar har stabiliserat aktiviteten i ekonomin och förbättrat tillväxtutsikterna, samtidigt som inflationen väntas ligga kvar under målet. Kombinationen av en starkare krona och fortsatt hög arbetslöshet bidrar till att hålla inflationsriskerna nere.

I Sverige sänkte Riksbanken styrräntan till 1,75 procent i september, men lämnade den oförändrad i november och december. För 2026 prisar räntemarknaden in cirka 50 procents sannolikhet för en höjning från Riksbanken. Vår prognos är att styrräntan ligger kvar på 1,75 procent under hela 2026, och att nästa steg blir en åtstramning i början av 2027.

Givet att svensk tillväxt tar fart och att Riksbanken närmar sig slutet av räntesänkingscykeln, bedömer vi att riskerna för långa statsobligationer är på uppsidan. Vi väljer därför att undervikta svenska statsobligationer.

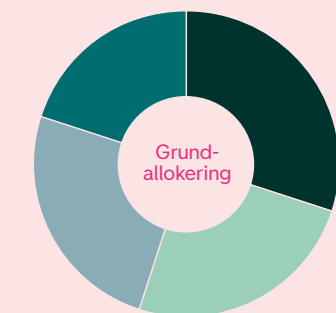
## Två ränteportföljer

DNB Carnegie har två portföljer för ränteförvaltning: **Räntebärande investeringar** och **Högränteplaceringar**. Vi sköter diversifiering och valutasäkring, gör analys och marknadsbedömningar, samt beslutar om portföljförändringar. Portföljerna sprider risk via aktiva förvaltare och passiva index-ETF:er. Placeringarna görs med geografisk spridning, exempelvis mellan USA, Europa, Kina, tillväxtmarknader och Sverige. Dessutom letar förvalterna och utvärderar nya intressanta fonder/ETF:er, både på hemmamarknaden och globalt. Vi kan utnyttja marknadsmöjligheter genom att använda institutionella instrument, som terminer och andra derivat.

### RÄNTEBÄRANDE INVESTERINGAR

*Det tryggare alternativet. Har främst statsobligationer och investment grade. Jobbar med duration för att lyfta avkastningen.*

|                      |       |
|----------------------|-------|
| Förväntad avkastning | 2,6 % |
| Aktuell duration     | 4 år  |

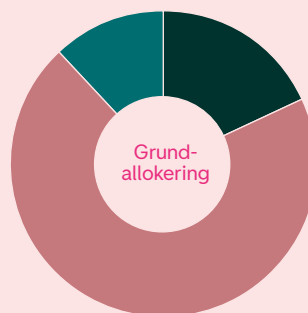


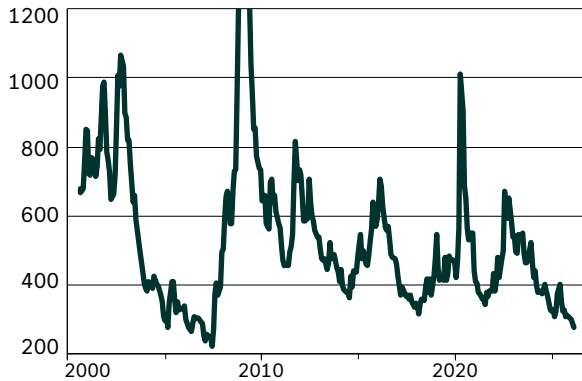
■ Penningmarknad ■ Statsobligationer ■ Investment grade ■ Norden ■ High yield

### HÖGRÄNTEPLACERINGAR

*Tar mer kreditrisk för att få högre avkastning. Ingen exponering mot statsobligationer alls.*

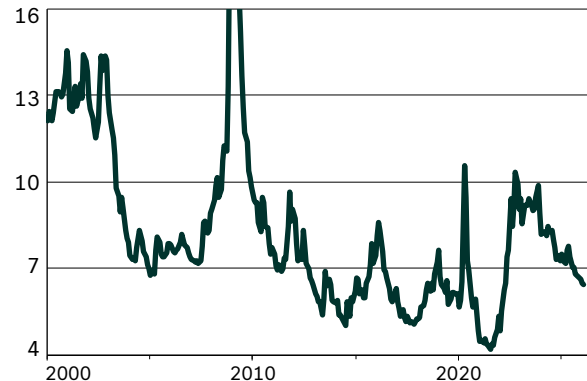
|                      |        |
|----------------------|--------|
| Förväntad avkastning | 4,3 %  |
| Aktuell duration     | 2,4 år |



**DYRA FÖRETAGSOBLIGATIONER...**Kreditspreddar i global *high yield*, , baspunkter**Storbritannien: övervikt**

Bank of England (BoE) hade i fjol begränsade möjligheter att sänka räntan, trots en försvagad arbetsmarknad. Löneutvecklingen var fortsatt stark och det kvarstod en oro för seglivad tjänsteinflation. En majoritet i BoE:s penningpolitiska kommitté MPC förespråkade därför en försiktig och gradvis sänkingscykel, snarare än mer aggressiva åtgärder – flera ledamöter betonade vikten av att invänta tydligare och mer uthålliga bevis på avtagande inflation. I slutet av fjolåret föll både inflationen och kärninflationen till 3,2 procent.

En fortsatt försvagning av arbetsmarknaden och tydligare bevis på avtagande inflation gör att BoE kan fortsätta sänka styrräntan under 2026. Räntemarknaden prisar in två sänkningar. Detta ger stöd åt långa statsobligationer, som vi nu övervikt. Den politiska risken borde vara begränsad de närmaste månaderna och inkommande data om ekonomin och inflationen kan stärka argumenten för ytterligare

**... MEN FORTFARANDE HYGGLIG YIELD**Ränta på global *high yield* (lokal valuta), procent

penningpolitiska lättnader från BoE. Riskpremierna på brittiska statsobligationer är alltjämt högre än för andra stora länder, men kommer sannolikt att pressas av lägre inflation.

**Japan: minskad undervikt**

Bank of Japan var den enda centralbank som gick mot strömmen under 2025. Styrräntan höjdes i januari och december till 0,75 procent. De långa obligationsräntorna har hängt på och tioårsräntan fördubblats till 2,34 procent det senaste året – den högsta nivån sedan 1990-talet.

Den ovanligt seglivade inflationen har kommit ned på senare tid. I december föll den oväntat starkt, från 2,7 till 2,0 procent i årstakt. När tidigare effekter från yenförsvagning och kraftigt stigande rispriser faller bort ur statistiken borde inflationen fortsätta ned – konsensus för 2026 är en inflationstakt på 1,9 procent.

Den nya premiärministern Sanae Takaichi har ett starkt opinionsstöd och driver en expansiv finanspolitik med bland

**Japans nya premiärminister driver en expansiv finanspolitik med omfattande planer på militär upprustning, något som kan driva upp långräntorna ytterligare. Ränteuppgången har dock redan varit stor, varför vi valt att reducera undervikten.**

annat omfattande planer på militär upprustning, något som riskerar att driva upp långräntorna ytterligare. I flera år har vi haft maximal undervikt mot japanska statsobligationer. Efter den kraftiga ränteuppgången, och i spåren av bättre inflationsutsikter, börjar riskerna nu bli mer balanserade, varför vi valt att reducera undervikten.

### Bra miljö för krediter, men hög värdering

Det makroekonomiska läget i världen, med god BNP-tillväxt, fallande inflation och bra företagsvinster, fortsätter att vara stödjande för kreditrisk. Att kreditspreadarna handlas nära rekordlåga nivåer begränsar dock uppsidan. Den löpande ränteavkastningen för globala företagsobligationer är drygt 3 procent i kronor för *investment grade* och 5,3 procent för *high yield*.

Den globala konkursfrekvensen för *high yield* föll i fjol och var 3,1 procent mot slutet av året. De låga kreditspreadarna är inte helt ur synk med konkurscykeln, men de prisar in att konkursfrekvensen fortsätter falla och belöningen för risktagande successivt avtar.

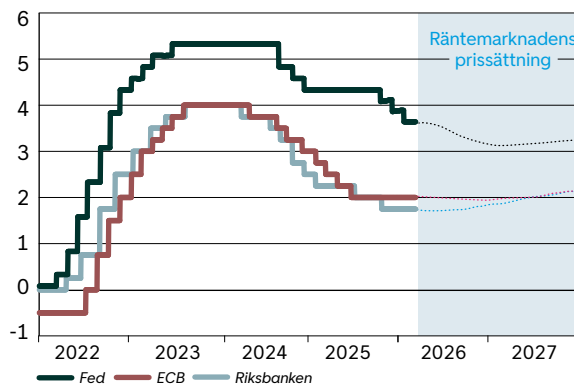
Givet den höga värderingen ser vi inget läge att ta ut svängarna för mycket, utan är neutralt positionerade mellan *investment grade* och *high yield*. Inom *investment grade* har vi gått neutrala mellan USA och Europa, medan vi behåller övervikten mot Europa inom *high yield*, där den löpande ränteavkastningen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

### Tar hem vinst i amerikanska bostadsobligationer

Vi tog in amerikanska bostadsobligationer, *agency mortgage-backed securities* (MBS), i portföljen våren 2024 som ett komplement till *investment grade*. Trots betydligt lägre kreditrisk har MBS:er överavkastat gentemot företagsobligationer under perioden och har stigit med drygt

### ECB HAR SÄNKT FÄRDIGT

Centralbanker, styrräntor, procent



13 procent. I ett försök att sänka hushållens bolånekostnader och vinna väljare inför höstens mellanårsval har Trump beordrat bolåneinstituten Fannie Mae och Freddie Mac att köpa 200 miljarder dollar i bostadsobligationer. Redan tidigare har MBS:er börjat se dyra ut i ett relativt perspektiv – efter den senaste prisuppgången väljer vi att säkra vinsten och stänger affärscaset.

**Givet den höga värderingen tar vi inte ut svängarna för mycket, utan är neutralt positionerade mellan *investment grade* och *high yield*. Amerikanska bostadsobligationer börjat se dyra ut – vi väljer vi att säkra vinsten och stänger affärscaset.**

# Alternativa investeringar

**Miljön talar för lång/kort-aktiestrategier även framåt. Ett ökat antal företagsaffärer globalt gynnar händelsestyrda strategier. Ökad stress i vissa delar av kreditmarknaden gynnar vår exponering mot bland annat *distressed debt*.**

2025 präglades av politisk osäkerhet och en stark rädsla för att missa AI-tåget. Men situationen har också lett till kraftigare rörelser både inom och mellan olika tillgångar och tillgångsklasser. Denna typ av miljö tenderar att gynna aktiv förvaltning, i synnerhet hedgefonder. 2025 var därför också ett bra år för DNB Carnegie Private Bankings portfölj Alternativa Investeringar. En majoritet av de externa förvaltare vi anlitar hade ett bra fjolår – våra förvaltare inom strategierna aktie lång/kort, *merger arbitrage* och kredit lång/kort lyckades särskilt bra relativt 2024.

Vår portfölj har två huvudkomponenter:

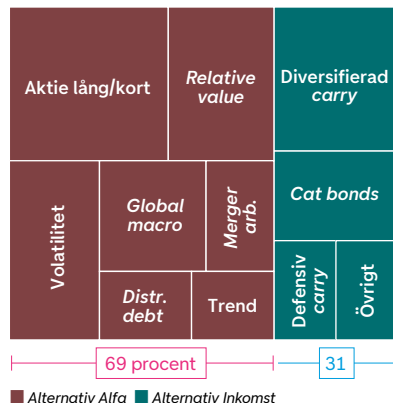
- **Alternativ Alfa** är mer opportunistisk och tar relativt sett högre risk i syfte att skapa oberoende avkastning.
- **Alternativ Inkomst** fokuserar på mer stabila och strukturella möjligheter att generera löpande avkastning.

I Alternativ Inkomst har vi under året, i samarbete med två globala investmentbanker, köpt två portföljer via certifikat där vi byggt upp en diversifierad exponering mot olika *carry*-strategier. Tänkbara exempel är optionsstrategier med premiegenerering samt positioner i valutarpar där man erhåller en avkastning genom ränte- och avkastningsskillnader.

## Ökad dispersion gynnar aktie lång/kort

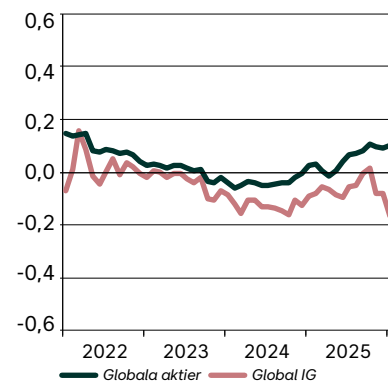
Vår exponering mot aktie lång/kort har utvecklats väl under året, i linje med vår bedömning att marknadsmiljön präglas av förhöjd dispersion (utfallsspridning) och minskad korrelation mellan enskilda aktier. I denna så kallade *stock*

## PORTFÖLJANALYS



## LÅG SAMVARIATION

Portföljbeta, rullande 12 månader



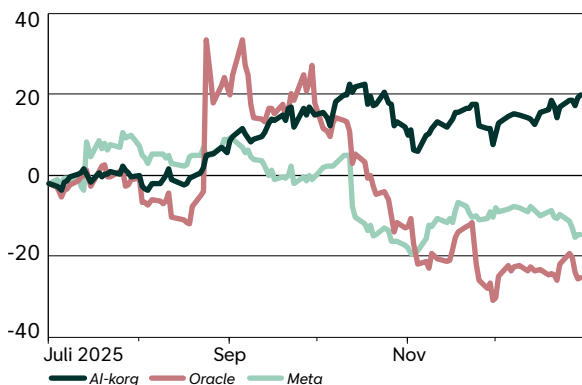
## Aktuell portfölj

Positioner och förändringar

- Stark avkastning i ett flertal strategier under 2025 – en bra miljö för hedgefonder.
- Vi tror på strategierna aktie lång/kort och *distressed debt*, i synnerhet på en ökande dispersion.
- Många bra möjligheter i denna del av kreditleken för vår externa *distressed debt*-förvaltare.

**AI: STARK SEKTOR MED SPRIDDA UTFALL**

Utveckling 6 månader, procent, lokal valuta



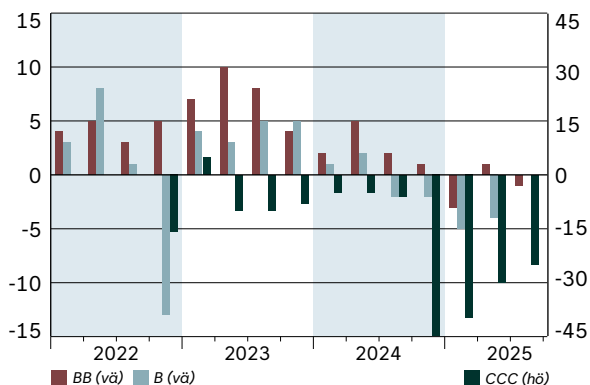
*picking*-miljö, där ny information kan resultera i att en sektor höjs till skyarna under ena kvartalet och ratas under nästa, uppstår en dynamik som leder till tydliga vinnare och förlorare inom och mellan sektorer, vilket gynnar aktiva förvaltare.

I portföljen har vi bland annat en marknadsneutral systematisk aktie lång/kort-förvaltare som avkastade 13,6 procent i fjol. Aktören lyckades kapitalisera på det stora sambandet mellan signaler och utfall. Detta var särskilt tydligt inom AI-temat, som präglade en stor del av aktienarrativet under 2025. Som grafen ovan till vänster visar har AI-temat som helhet visserligen avkastat över 20 procent i lokal valuta de senaste sex månaderna, men marknaden har tydligt markerat att bolag som gör fel vägval (som Oracle och Meta) straffas kursmässigt.

**Kreditsprickor skapar möjligheter**

Även för hedgefondstrategier som tar långa och korta kreditpositioner bjöd fjolåret på fler möjligheter. Trots att de breda kreditindexen fortsatt signalerar relativt lugna marknadsförhållanden har utvecklingen under ytan varit mer differentierad, med ökad räntespridning mellan bolag med samma kreditkvalitet och i samma sektor.

Under året har flera enskilda kredithändelser uppmärksamats, däribland konkurserna i amerikanska bildelsfirman

**AFFÄRSTILLFÄLLEN FÖR DEN KUNNIGE**Eur. *high yield*, andel upp- och nedgraderingar, procent

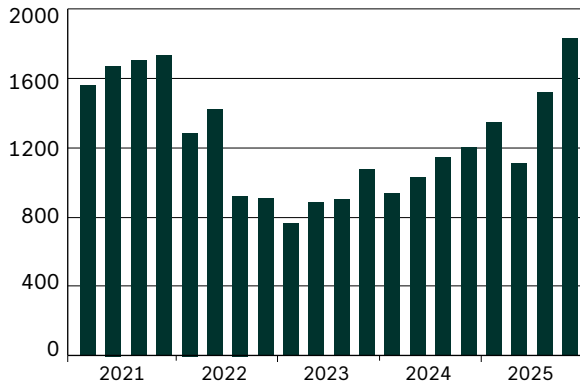
First Brands och billåneaktören Tricolor. Även om det här till stor del handlat om långvariga bolagsspecifika problem, illustrerar fallen den selektiva stress som kan uppstå sent i en kreditcykel. Storbanken J.P. Morgans vd Jamie Dimon använde ordet "kackerlackor" – en kommer sällan ensam.

Vi förväntar oss ingen bred våg av bedrägerier eller systemiska kreditproblem, men svaghetstecken börjar skönjas i de lägre kreditkvalitetssegmenten. Detta återspeglas bland annat i fler kreditnedgraderingar under 2025 (se graf ovan till höger), särskilt bland emittenter med sämre finansiell motståndskraft (betyg CCC). För förvaltare med stark kompetens inom fundamental kreditanalys skapar detta goda förutsättningar att selektivt positionera sig: De kan investera i krediter i bolag med starka balansräkningar och stabila kassaflöden, samtidigt som de spekulerar emot krediter i bolag där räntebördan riskerar att bli ohållbar.

Vår externa förvaltare inom *distressed debt* hade ett mycket starkt år och genererade avkastning från flera oberoende källor trots avsaknaden av större globala kredithändelser. Relativa värdestrategier och kapitalstruktur-arbitrage var de främsta bidragsgivarna. Mot slutet av året ökade dispersionen även inom kreditmarknaden, vilket bidrog till fler unika affärsmöjligheter.

### BÄTTRE FART PÅ TRANSAKTIONERNA

Transaktionsvolym (M&A) per kvartal, globalt, miljarder USD



Denna selektiva stress på kreditmarknaden, i kombination med ett fortsatt relativt positivt risksentiment och god hälsa för de största namnen i de breda indexen, har bidragit till ett gynnsamt läge för strategier som fokuserar på snedvridningar mellan olika kreditderivat. Detta har även vår andra, mer derivatinriktade externa kreditförvaltare framgångsrikt kunnat kapitalisera på under året.

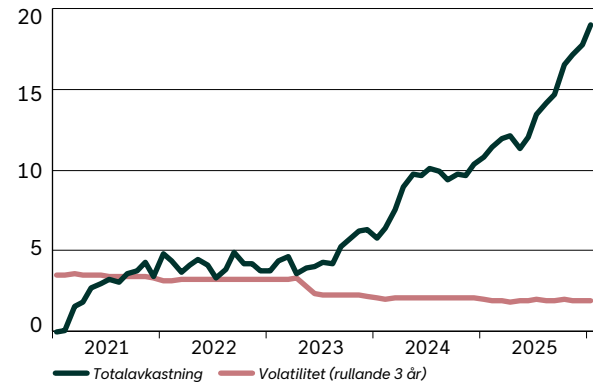
### Ökat transaktionstempo stödjer händelsedrivet

Efter en period av osäkerhet och uppskjutna affärer började under 2024 fler företagsaffärer genomföras, och under 2025 kom även volymerna igång. Sentimentet för bolagstransaktioner har således förbättrats de senaste kvartalen.

Potentiellt problematisk är emellertid den geopolitiska risken, som kan skapa mer marknadsturbulens – det kan i sin tur resultera i osäkerhet och därefter återhållsamhet i långsiktiga strategiska beslut. Icke desto mindre tycks nu en flera år lång period av väldigt låg transaktionsaktivitet vara över, samtidigt

### STARK AVKASTNING UNDER 2025

Avkastning och risk, Carnegie Alternativa Investeringar, procent



som mycket annat har hänt i det globala företagslandskapet inom många sektorer. Vårt grundscenari är därför att nya möjligheter för event-drivna strategier uppträder under 2026.

### Diversifiering i fokus

Klimatet för hedgefonder är gynnsamt men risker finns i form av betydande geopolitisk osäkerhet, att vissa positioner blivit för populära samt risken för att många aktörer under stressade marknadsförhållanden snabbt behöver reducera sin risknivå. I denna miljö är en bred diversifiering mellan olika hedgefondstrategier avgörande för att kunna fånga möjligheter och samtidigt begränsa nedsidan.

Alternativa investeringar utgör alltså en stabil bas i portföljen. Låg korrelation med traditionella tillgångslag stärker portföljens riskjusterade avkastning, i en miljö präglad av politisk osäkerhet, hög volatilitet och ökande fragmentering. Sammantaget är vi optimistiska inför 2026 och ser goda förutsättningar för fortsatt alfagenerering.

**Efter en period av osäkerhet och uppskjutna affärer började under 2024 fler företagsaffärer genomföras, och under 2025 kom även volymerna igång. Sentimentet för bolagstransaktioner har således förbättrats de senaste kvartalen.**

# Våra förvaltningsprinciper

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

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

### **Aktiv allokering**

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

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

## **Skräddarsytt erbjudande**

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

### **Diskretionär förvaltning**

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

### **Rådgivande förvaltning**

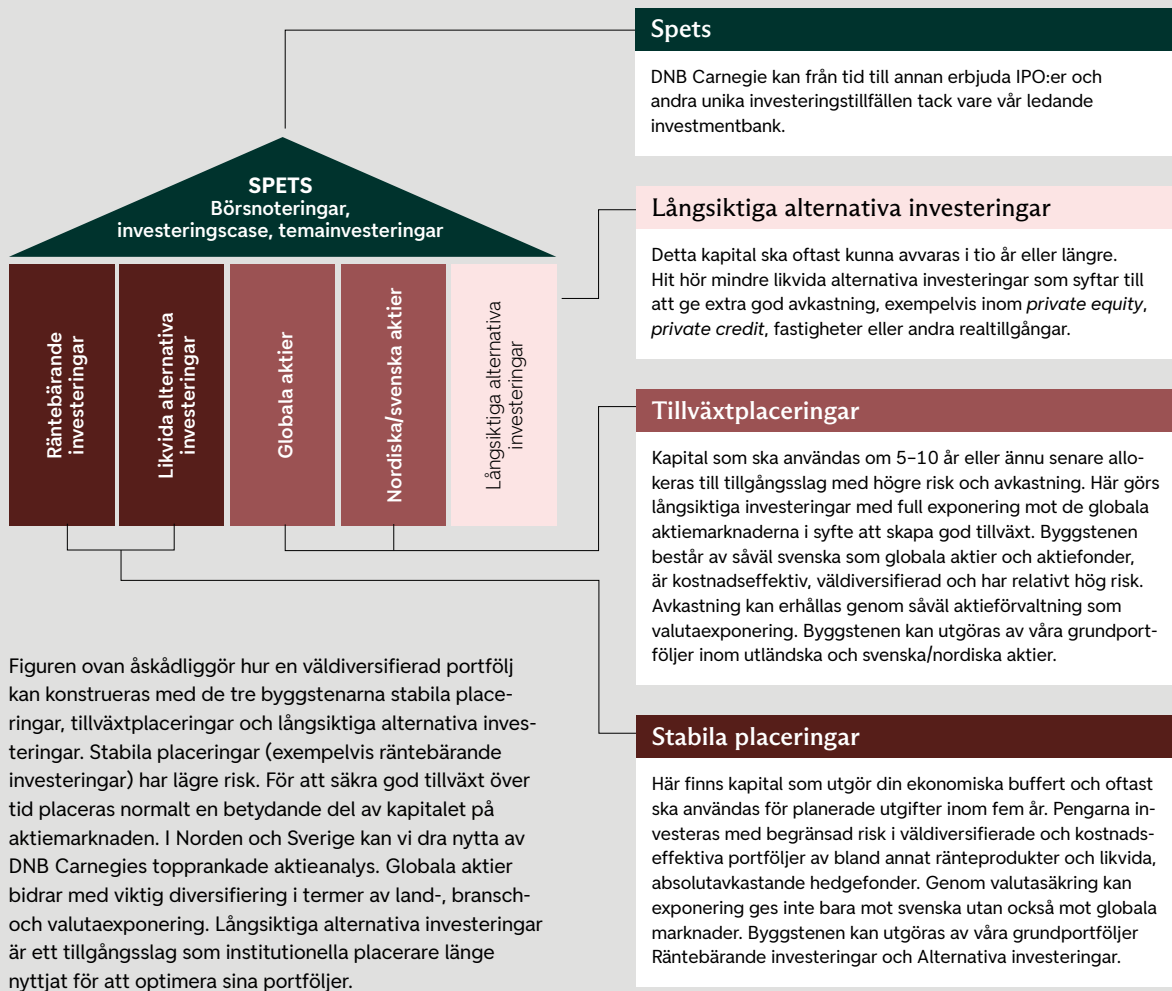
För dig som vill ta en aktiv roll i förvaltningen i samråd med rådgivare eller mäklare erbjuder vi rådgivande förvaltning. Vi har korta beslutsvägar och enkla processer, både i arbetet med dig som kund och i vår förvaltning. Genom oss får du tillgång till DNB Carnegies topprankade analys.

### **Aktiemäklari**

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

## DNB Carnegies förvaltningsmodell

Portföljkomponenter



# Disclaimer

## Viktig information

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

## Intressekonflikter

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

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

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

## Källor

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

## Ansvar

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

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

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

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

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

Ansvarig utgivare är Brian Cordischi.

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





I denna rapport presenterar vi vår marknadssyn vintern 2026.

[www.dnbcarnegie.se](http://www.dnbcarnegie.se)



PRIVATE BANKING