

EN KRITISK FAS.

Räntevapnet svingas och biter. Men går inflationen att kuva utan att skapa förödelse i ekonomin, eller på börsen? Vi hittar portföljankare och ser möjligheter inom energisäkerhet.



Private Banking



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

Rapportens innehåll bygger på uppgifter och analyser tillgängliga i slutet av september 2022.

Omslagsfoto: Peepo/Istockphoto

Redaktion:

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

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

Martin Theimer
Investeringsstrateg
martin.theimer@carnegie.se

Jonas Elofsson
Redaktör
jonas.elifsson@carnegie.se

Johan Holtsjö
Portföljförvaltare
johan.holtsjo@carnegie.se

Niklas Lindeke
Portföljförvaltare
niklas.lindeke@carnegie.se

Joakim Braun
Art director
redaktionen@carnegie.se

Joakim Karlsson
Portföljförvaltare
joakim.karlsson@carnegie.se

Jens Öhlund
Portföljförvaltare
jens.ohlund@carnegie.se

Helena Haraldsson
Makroanalytiker
helena.haraldsson@carnegie.se

ALLOKERING OCH PORTFÖLJSTRATEGI

Hösten 2022

Innehåll

Inledning	5
Sammanfattning	6

Investeringsklimat	9
---------------------------------	---

Konjunkturen försvagas • Inflationen kvar på hög nivå • Dystra konsumenter • Energikris i Europa • Aggressiva centralbanker pressar marknaden • Fortsatt fallhöjd i vinstestimat • Lägre börsvärderingar • Fler räntehöjningar inprisade • Kraftig dollaruppgång

Framtidsutsikter och portföljstrategi	22
--	----

Fortsatt defensiv aktiesyn • Recession i antågande • Svag svensk börs • Globalt aktieindex valutadöpat av stark dollar • Undervikt i aktier koncentrerad till svenska aktier • Utländska aktier: neutral • Fortsatt motvind för räntepapper • Övervikt alternativa tillgångar

Tema: Säker energiförsörjning	30
--	----

Tema: Alternativa investeringar	42
--	----

Rekommendationer kring tillgångsslagen	50
---	----

Utländska aktier.....	50
-----------------------	----

Övervikt Storbritannien, frontier markets och Kina • Energibolag ny position i USA • Minskat småbolag i USA • Förvärv lyfter biotech

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

Mycket negativt inprisat • Föredrar kvalitetsbolag med bevisad historik • Letar rimligt värderade tillväxtbolag • Fler vinstvarningar

Räntebärande investeringar.....	64
---------------------------------	----

Unikt svag utveckling på räntemarknaderna • Undervikt nordiska företagsobligationer • Övervikt Cocos inom HY • Föredrar IG

Alternativa investeringar.....	69
--------------------------------	----

Motståndskraftig portfölj • Ny kinesisk long/short-fond • Något lägre exponering mot reallitgångar • Trendföljare ny position

Kapitalförvaltning på Carnegie	74
---	----

Disclaimer	76
-------------------------	----



Foto: Thomas Vogel/istockphoto

Kraft i portföljen

Energikrisen i Europa och övergången till en hållbar energiförsörjning skapar en rad intressanta investeringsmöjligheter. Kortsiktigt hittar vi störst värde i delar av den traditionella energisektorn.



Foto: istockphoto

Så dämpar du stötarna

När det stormar på börsen bidrar alternativa investeringar till stabilare avkastning. Fokus på tillgångar som har en låg samvariation med aktier och räntebärande investeringar, till exempel cat bonds.

Besk medicin

Centralbankerna bekämpar nu inflationen aggressivt. Ränteoron och inflationsuppgången måste lugna sig innan börsen kan böttna. Vi letar portföljankare och fokuserar på energisäkerhet.

Inflationshotet är tillbaka, efter att ha förskonat världsökonomi och investerarna i decennier. Tack och lov har USA:s centralbank Federal Reserve till sist vaknat, och öppnar sin verktygslåda för att möta utmaningen, om än kanske till priset av en recession. I Kina dämpas tillväxten i stället av en fastighetsbubbla som deflateras. I Europa ger kriget i Ukraina skyhöga energipriser, som utlöser produktionsstopp och nedläggningar. En konjunkturunedgång nalkas, men inflationstakten tvingar ECB att strama åt. För risktillgångar är detta historiskt sett en illavarslande kombination.

I väst står en populistisk finanspolitik på dagordningen, precis som 2020. Symtom relaterade till externa hot som virus eller en rysk diktator lindras med enorma transfereringar. Då ackumulerade centralbankerna statsobligationer och sänkte styrräntorna. Nu reducerar de sina enorma obligationslager, och skruvar upp räntorna. Högre obligationsräntor utgör därmed en fortsatt motvind.

Troligen får vi en recession i Europa. Världsekonomi och marknaderna påverkas dock mer av USA:s ekonomi, som hittills har klarat sig bra: Endast den räntekänsliga fastighetsmarknaden svalnar nu snabbt. Rysslands mobilisering höjer insatsen i Ukrainakriget. Risken för mer desperata åtgärder från president Vladimir Putins sida ökar, liksom sannolikheten för att konflikten blir ännu mer långvarig.

Försäljningstillväxten saktar in globalt, samtidigt tar lönekostnaderna fart – ingetdera bådar gott för marginalerna. Efter många års ultralåga räntor och likviditetsinjektioner från centralbankerna får vi nu ett mer normalt klimat. Miljöombytet kräver anpassningar som är smärtsamma och svårhanterliga: De senaste veckorna har Japan och Storbritannien gjort stora och plötsliga marknadsinterventioner för att motverka oönskade valuta- och ränterörelser. Diversifiering och dollarexponering fortsätter att utgöra ett inflationsskydd för svenska investerare.

På kort sikt är utsikterna fortsatt skakiga för traditionella nominella tillgångar som aktier och obligationer. Vi behåller därför den undervikt mot aktier, och övervikt mot alternativa investeringar, som vi initierade i april. Vårt ena nya investeringstema utgör en djupdykning i det brokiga stimmet av alternativa investeringar, där vi letar efter portföljankare som samvarierar så lite som möjligt med aktier och obligationer. Vårt andra investeringstema handlar om en europeisk ödesfråga, nämligen energisäkerheten och dess implikationer för investerare.



Brian Cordischi
CIO, Carnegie

Vår marknadssyn

Inflationsbekämpningen har intensifierats, med uppåttryck på räntor och nedåtpress på börsen. Vi behåller undervikten mot aktier.

MAKROEKONOMISKT KLIMAT

Oväntat hög inflation, men avtagande leveransstörningar. Energikris ger lågkonjunktur i Europa, medan Kina brottas med en fastighetskris. Vi ser risk för recession i USA 2023.

Vi behåller betyget 2 på en skala från 1 till 5.

VINSTUTVECKLING

Vinstprognoserna sänks, men ligger fortfarande runt 6 procents ökning globalt 2023. Börsen prisar ännu inte in en kraftig lågkonjunktur. Svagare försäljnings-tillväxt och lägre marginaler kan ge vinstfall.

Vi sänker betyget från 3 till 2.

VÄRDERING

Stigande räntor har pressat ned P/E-talen till mer rimliga nivåer, och utanför USA är aktieriskpremien alltjämt attraktiv. Det har också skett en sund omvärdering i bubbelvärderade bolag och dyr *tech*.

Vi behåller betyget 3.

TEKNISK ANALYS

Investerarsentimentet är nära bottenivåer, men de stora aktiemarknaderna är kvar i nedåttrend. Om USA-börsen varaktigt bryter juni-stödet får börsfallen ny kraft.

Vi behåller betyget 2.

RÄNTOR OCH LIKVIDITET

Aggressiva centralbanker lyfter både de korta och de långa obligationsräntorna. Ännu stramare penningpolitik väntar, men är redan inprisad. Krympande likviditet under hösten, främst från Fed, ger börsen motvind.

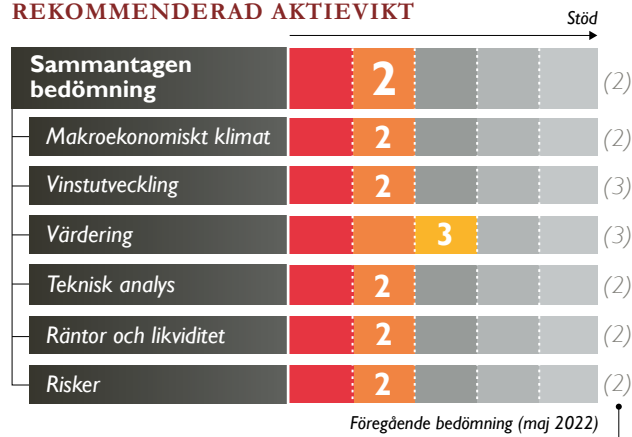
Vi behåller betyget 2.

RISKER

Vi ser börsrisker i en fortsatt noll-covid-politik i Kina och en mer desperat rysk reaktion i Ukrainakriget. Inflationssras, lägre energipriser och räntehöjningspaus skulle å andra sidan kunna lyfta börshumöret.

Vi behåller betyget 2.

REKOMMENDERAD AKTIEVIKT



Rekommenderad portfölj

Varje kund har sin egen individuella portfölj hos Carnegie. Vi behåller undervikten mot aktier. Ränteplaceringar blir gradvis mer intressanta, men vi överviktar alternativa investeringar.

UTLÄNDSKA AKTIER

- Minskad exponering mot tillväxtaktier globalt i kölvattnet av högre räntor. Vi går från under- till övervikt inom energi, med ny exponering i USA.
- Vi har minskat småbolag i USA. Hälsovård ger defensiv exponering. Allokeringen är neutral mellan regioner.

SVENSKA AKTIER

- Undervikten har fungerat och efter börsfallet blivit större. Vi är selektiva inom verkstad och sällanköp.
- Astrazeneca och AAK är konjunkturokänsliga. Vi tror på banker, som mår bättre i dagens högre ränteläge.

RÄNTEBÄRANDE INVESTERINGAR

- Ränteplaceringar har fallit i år. Efter ränteuppgången ökar vi nu duration, men inte kreditrisk.
- Vi har tagit hem vinst i nordiska företagsobligationer som vi nu underviktar. Vi köper global *investment grade*.

ALTERNATIVA INVESTERINGAR

- Vi gillar exponering mot realtillgångar, men har tagit hem viss vinst i vår fastighetsexponering.
- Marknadsklimatet gynnar *distressed debt*, trendföljare samt volatilitetsstrategier. Ny exponering i en aktivt förvaltat kinesisk *long/short*-fond.

För ytterligare investeringsidéer och affärsförslag, se nästa sida.

Grundtillgångsslag	Stark undervikt	Undervikt	Neutral vikt	Övervikt	Stark övervikt
Utländska aktier					
Svenska aktier					
Räntebärande investeringar					
Alternativa investeringar					

■ Aktuell vikt ■ Tidigare vikt

CARNEGIES GRUNTILLGÅNGSSLAG

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

Marknadsmiljön är fortfarande utmanande: Hög inflation och kraftig ränteuppgång innebär risk för vinstrecession 2023. Vi underviktar aktier, främst svenska, och har neutral vikt i utländska aktier efter kronfallet. Dollarn är i upptrend och konjunkturoro brukar pressa den svenska börsen mer än andra. Vi behåller övervikt i Alternativa investeringar och neutral vikt i Räntebärande investeringar. Även om duration är mer intressant nu, så ökar kreditriskerna.

Affärsförslag

NYA TEMAINVESTERINGAR

Säker energiförsörjning

Energiomställningen är ett tema med många strukturella drivkrafter. En diversifierad energiportfölj bör innehålla såväl förnybar energi som utvalda delar av traditionell energi. Även exponering mot kärnkraft är intressant.

Alternativa investeringar

Alternativa investeringar fokuserar på placeringar som i minsta möjliga mån korrelerar med aktie- och ränteutvecklingen. Volatilitetsstrategier och trendföljare gynnas av dagens miljö och ger bra avkastning trots fallande börs och stigande räntor.

ÖVRIGA AFFÄRSFÖRSLAG

	Position	Drivkrafter	Risk
Utländska aktier	Hälsovård	Konjunkturokänslig sektor med stark vinsttrend. Positiva nyheter och företagsaffärer inom <i>biotech</i> .	Prisreglering av läkemedel i USA.
	Kina	Fastighetskrisen tycks vara hanterbar. Positivt om covid-nedstängningarna blir färre.	Inhemsk recession. Inget mRNA-vaccin 2023. Taiwan-upptrappning.
Svenska aktier	Defensiva aktier	Konjunkturokänsliga vinster hjälper portföljen i låg-konjunktur. Vi har Astrazeneca och AAK i portföljen.	Konjunkturstyrka.
	Kvalitetsaktier	Bolag med bevisad motståndskraft, stark finansiell ställning och stabil vinsttillväxt är attraktiva i dagens miljö. Vi har bland annat Assa Abloy och Hexagon i portföljen.	Multipelkontraktion.
Räntebärande investeringar	Investment grade	Attraktiv värdering och låg konkursrisk även i recession.	Kraftig ränteuppgång.
	Cocos	Högre kreditspreadar än på vanliga företagsobligationer, och bankerna i Europa är välkapitaliserade.	Recessionsoro och kreditförluster.
Alternativa investeringar	Trendföljande strategier	Epoken med trenddödande stimulanser (QE) är över. Vi går mot åtstramningar (QT), vilket gynnar trendföljare.	Kortlivade trender.
	Diversifiering med valutor	Kraftiga valutarörelser och ränteskillnader. Vissa valutor har antifragila egenskaper.	Ökad riskaptit.

Din rådgivare ger dig gärna information om specifika placeringsalternativ kring dessa affärsförslag och teman.

Sköra vinster

INVESTERINGSKLIMAT. **Årets börsnedgång är i linje med en normal konjunktursvacka, men centralbankernas jobb är inte klart och vinstförsvagningarna har knappt börjat.**

NYTT SEDAN I SOMRAS

Hörnpelarna i vårt budskap har varit: seglivad inflation, påtaglig recessionsrisk och centralbanker som inte kan rädda läget med räntesänkningar på grund av inflationsmiljön. Samtliga trender har förstärkts och nyligen skapat turbulens på aktie-, ränte- och valutamarknaderna.

Nytt sedan strategirapporten *Tam eller vild?* i maj är:

- Centralbankerna höjer nu räntan aggressivt, i steg om 50–100 punkter.
- Räntemarknaden prisar redan in att styrräntan i USA höjs till strax över 4,50 procent.
- P/E-talen har fallit ytterligare.

- Inflationen kan ha toppat i USA, men inte i Europa. En kärninflation runt 6 procent är dock långt över målen om 2 procent.
- Europa har en energikris med dyr el och risk för elransonering.
- Konjunkturbarometrar försvagas och vinstvarningarna har blivit fler.

I ett längre perspektiv är mycket av det som nu sker nödvändigt för en sundare investeringsmiljö. Överdrivna värderingar har kommit ned. Centralbankerna har insett att inflationsproblemen är allvarliga. Energitkrisen kan påskynda Europas energiomställning. Vi har lämnat minusräntorna bakom oss. Övergångsperioden är likväl utmanande.

I KORTHET

Aggressiva centralbanker pressar kapitalmarknaden med stora räntehöjningar och minskad likviditet för att bekämpa den höga inflationen. Inflationen kan ha toppat i USA, men inte i Europa, som är mitt i en svårlöst energikris. Kina brottas med en tilltagande fastighetskris. USA:s ekonomi mår bäst.

Vi ser allt fler tecken på att konjunkturen försvagas och recessionsrisken är påtaglig. Bolagen har sett kraftigt stigande kostnader sedan tidigare och nu viker även efterfrågan för vissa bolag och sektorer.

Vinstprognoserna är alltjämt för höga, särskilt om det blir recession, då faller bolagsvinsterna alltid – i USA

ofta med 15–20 procent. Trots multipelkontraktion finns nedsiderisk på börsen, då markanta vinstnedrevideringar väntar.

Barometrarna ger ännu inga köpsignaler för aktier. Vi tror att både inflationen och obligationsräntepågången behöver lugna sig innan börsen fattar mod igen.

MAKROEKONOMISKT KLIMAT

Makrosignalerna är inte särskilt svaga ännu, men allt fler av dem trendar nedåt. Konjunktursvackor som orsakas av strukturella obalanser blir ofta djupa och långa, med ras i tillgångspriser – likt 1990-talskrisen i Sverige, eller finanskrisen i USA. Dagens situation är mer en klassisk nedgång orsakad av stramare penningpolitik. Å andra sidan finns för första gången sedan 1970-talets oljekriser en risk för stagflation (se graf till höger), det vill säga så svag konjunktur att arbetslösheten stiger samtidigt som inflationen förblir hög. Centralbankerna i Storbritannien och Sverige prognostiserar just detta.

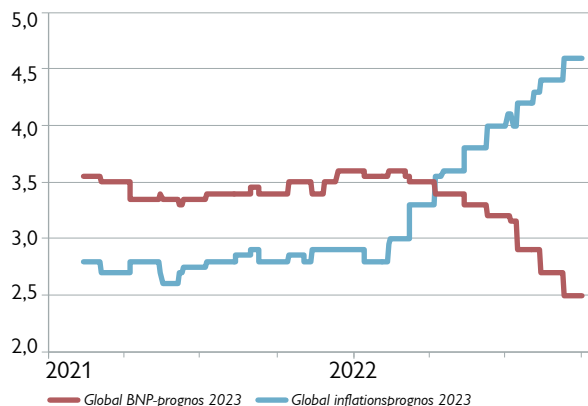
En hel del negativt är redan inprisat, men inte allt. Sedan andra världskriget har medianfallet på USA-börsen under *bear markets* (där nedgången överstiger 20 procent) pågått i fyra-fem kvartal och landat runt 35 procent. Fallet har varierat mellan 20 och 57 procent, och varaktigheten mellan 1 och 30 månader. Sedan USA-börsen toppade vid årsskiftet har den tappat 23 procent under tre kvartal – 70 procent av en genomsnittlig *bear market*.

Ingen köpsignal från ISM än

Historiskt har penningpolitik och barometrar fungerat ganska bra som köpsignaler. När USA:s industribarometer, ISM, har fallit under 45 har det ofta signalerat recession. När nivån fallit till 40 eller lägre, har det varit ett bra köpläge för aktier. I dag ligger industribarometern ISM på 53. Börsen brukar dock botten innan ISM gör det. Historiskt har en svagare arbetsmarknad (som Fed nu vill se) oftast gått hand i hand med en svag börs. Denna gång har dock börsen fallit med över 20 procent innan arbetslösheten börjat stiga.

RISK FÖR STAGFLATION

Global BNP och inflation, konsensusprognoser, procent



Ovanlig Fed-cykel

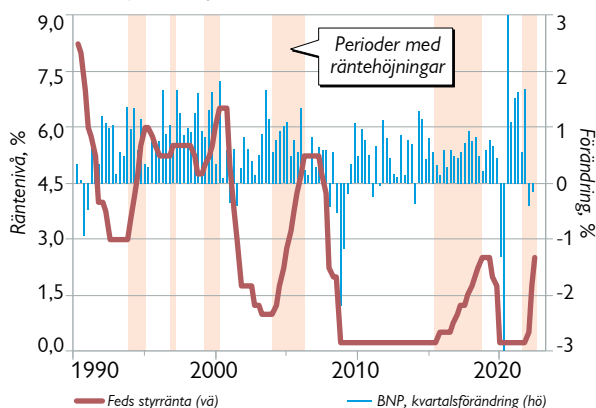
Nuvarande Fed-cykel sticker ut eftersom penningpolitiken stramas åt samtidigt som ekonomin är på väg in i en svagare konjunktur (se graf till vänster på motstående sida). Normalt brukar högre styrränta gå hand i hand med bättre konjunktur och vinststyrka, och är därför inte så illa för börsen på sikt. Aktiemarknaden brukar vända upp framåt mitten av recessionen, när Fed har lättat på penningpolitiken ett tag, men det kan också dröja tills Fed har sänkt färdigt. Vi tror att både inflationen och obligationsränteuppgången behöver lugna sig innan börsen gör detsamma. Detta kan ta några kvartal.

Europa har energikris

Även om naturgas- och elpriserna har fallit de senaste veckorna är nivåerna alltjämt höga (se graf till höger på motstående sida) och torde utlösa en europeisk recession, det vill säga några kvartals negativ tillväxt, med start här

STRAMARE IN I SVACKAN

Fed och konjunkturcykeln



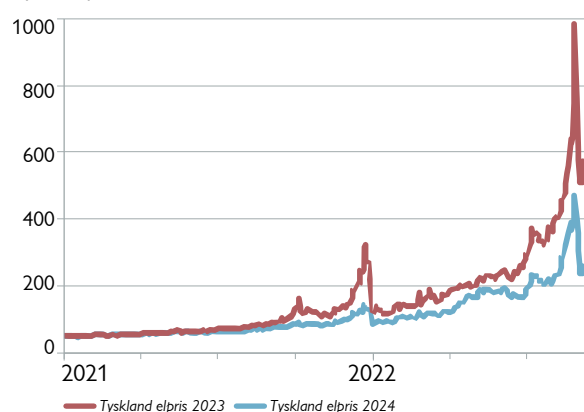
och nu. Hushållen drabbas, men dyr el har också tvingat fram produktionsstopp i energiintensiva sektorer som kemi, papper/massa och stål. Mycket avgörs av hur mild vintern blir och om annat energiutbud kan hittas.

Det är inte enbart Rysslands president och krigsherre Vladimir Putin som orsakat de höga energipriserna. Europa har inte byggt ut sin sol- och vindkraft, eller lagringskapacitet, i samma omfattning som kol- och kärnkraft fasats ut. (Läs mer i temaavsnittet om energisäkerhet på sidan 30.)

Många regeringar talar om stöd till hushållen på runt 1–2 procent av BNP. EU vill införa ett pristak på värme/el, vilket skulle lätta hushållens börda. Ännu

ELCHOCKAT EUROPA

Tyskt elpris, terminskontrakt 1 år, EUR/MWh



större ofinansierade stimulanser kan skapa turbulens. Konjunkturbilden skulle kanske ljusna, men inflationsproblemen riskera att förvärras och ge ännu högre räntor. Storbritannien ser i skrivande stund hur pundet faller och räntorna stiger efter att nya ofinansierade budgetstimulanser på 6–7 procent av BNP har presenterats.

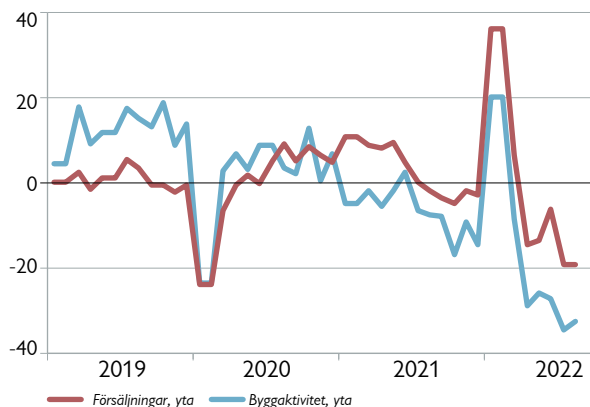
Kina har tappat en tillväxtmotor

I Kina pågår en fastighetskris som förefaller att vara hanterbar, men sannolikt tar lång tid att återhämta sig ifrån. Under tiden står landet utan den tillväxtmotor som bidragit med runt en tredjedel av tillväxten (se graf till vänster på nästa sida). Alltjämt pågår omfattande

I Kina pågår en fastighetskris som, även om den är under kontroll, sannolikt tar lång tid att återhämta sig ifrån, och landet står utan den tillväxtmotor som bidragit med runt en tredjedel av tillväxten.

KINAS TILLVÄXTMOTOR BACKAR

Fastighetsindikatorer, Kina, förändring 2 år, procent



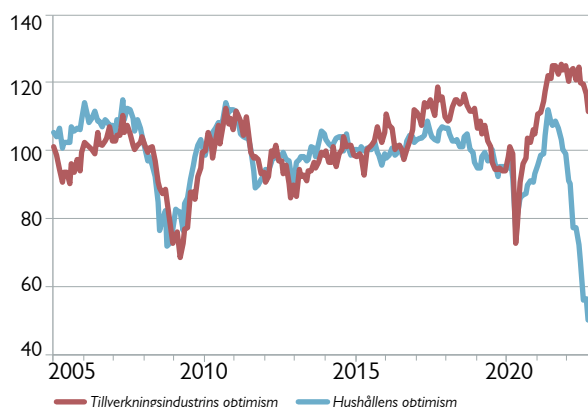
covid-nedstängningar. Omvärldsindikatorer pekar dessutom på stagnering efterfrågan på kinesisk export.

Amerikanska recessionssignaler på plats

USA:s ekonomi mår bäst. Hushållens konsumtion står sig än så länge bra tack vare stark arbetsmarknad, stort sparande och fallande bensinpriser. Svagare aktivitet har främst syns i den räntekänsliga bostadssektorn. Majoriteten av USA:s vd:ar väntar sig en grund och kort konjunktursvacka. Hälften planerar att öka personalstyrkan och hela 80 procent håller fast vid eller expanderar sina investeringsplaner. Om denna ljusare bild blir verklighet undviks recession.

UNIKT HUMÖRGAP

Konjunkturinstitutets barometer, Sverige



Tre varningssignaler, som inom två år brukar resultera i recession, är redan på plats i USA:

- *Inflation över 5 procent:* Då måste Fed strama åt kraftfullt.
- *Sluttande avkastningskurva:* Att tioårsräntan är lägre än tvåårsräntan tyder på konjunkturpessimism.
- *Fallande BNP två kvartal i rad:* Föregår ofta recession med stigande arbetslöshet.

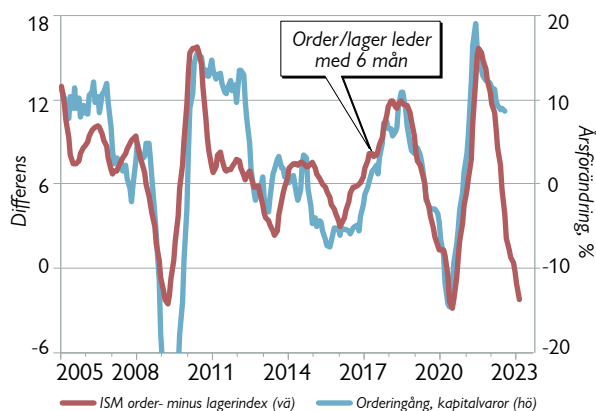
Industrin mer oroad

Dagens divergens mellan hushållens pessimism och tillverkningsindustrins optimism är helt unik. Förklaringen heter inflation – tillverkande bolag har höjt priserna för

Tre varningssignaler, som inom två år brukar resultera i recession, är redan på plats i USA: Inflation över 5 procent som tvingar Fed att strama åt kraftfullt, negativ avkastningskurva och fallande BNP två kvartal i rad.

STORA LAGER KAN GE SNABB NEDGÅNG

ISM-barometer och ordergång 12 resp. 3 mån snitt, USA



att skydda marginalerna mot kostnadsökningar, medan inflation och dyrare bolån (och börsfall) försämrar hushållens köpkraft. I Sverige är hushållens pessimism större än under finanskrisen (se graf till höger på motstående sida). Under 1990-talets recession var nivån ännu lägre och konsumtionen föll kraftigt, särskilt på sällanköpsvaror.

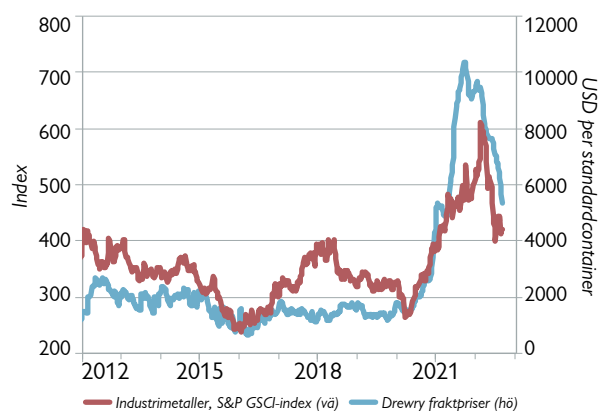
Även bolagens optimism har börjat försämrats. Kostnadsproblemen är stora, men nu anas ett skifte mot oro för efterfrågan – priserna håller uppe, men orderläget försvagas. Flera sektorer rapporterar onormalt stora lager, vilket talar för svagare produktion, ordergång och investeringar framöver (se graf ovan till vänster).

VINSTER: FALLER I RECESSION

Globalt har vinstvarningar från fraktbolaget Fedex och stålbolaget Nucor gjort börserna nervösa. Aktiekurserna har i flera fall pressats trots kraftiga kursras tidigare i år, vilket tyder på att allt inte är inprisat. I Sverige

BILLIGARE FRAKT OCH METALLER

Industrimetaller och fraktpriser



har vinstvarningar främst berört konsumentrelaterade branscher, men även där pressas redan låga aktiekurser ytterligare.

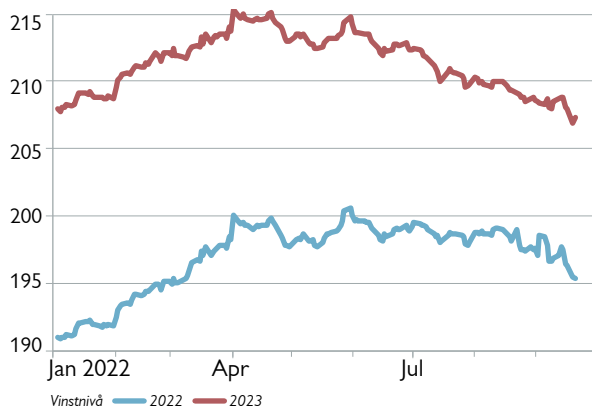
Vi ser viss vinstlättning från färre flaskhalsar, fallande fraktrater (se graf ovan till höger) samt lägre metall- och oljepriser. Skillnaden mellan producentpriser (insatskostnader) och konsumentpriser (försäljningspriser) har i USA minskat markant sedan i våras. I Europa, där producentpriserna har stigit med över 35 procent det senaste året, är marginalpressen värre.

Från multipelkontraktion till vinstkontraktion?

I recessioner faller bolagsvinsterna alltid – i USA ofta med 15–20 procent – och under finanskrisen med 30 procent. Vi ser en påtaglig risk för global vinstrecession 2022/2023. IMF:s prognos på 3,2 procents global BNP-tillväxt i år, och 2,9 procent för 2023, ligger precis på gränsen till att utlösa ett vinstfall.

ÖVERTRO PÅ 2023

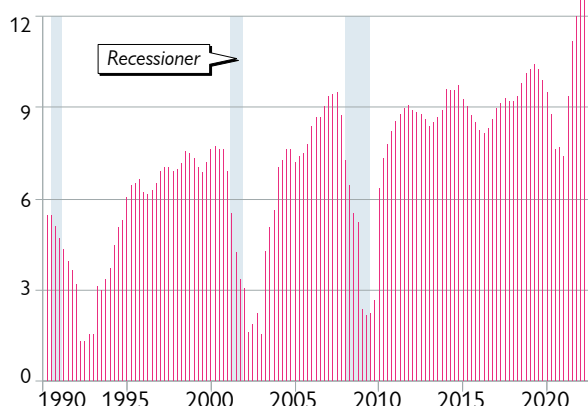
Vinstförväntningar i S&P Global 1200-index



De globala vinstprognoserna för 2023 har sänkts med knappa 4 procentenheter i år, men indikerar alltså 6 procent högre vinster 2023 (se graf ovan till vänster). Siffran kan vara svårtolkad efter pandemisvängningar och då energisektorn går från att mer än dubbla vinsterna 2022 till ett vinstfall 2023. Anmärkningsvärt är dock att samtliga sektorer förutom energi och råvaror förväntas behålla eller öka sina höga marginaler 2023. Detta rimmar illa med historien, som visar att börsbolagens marginaler i USA ofta faller kraftigt i lågkonjunktur (se graf ovan till höger). Allt färre bolag ser sin försäljning öka, medan kostnadsutvecklingen hotar lönsamheten – marginalindex i den amerikanska

PRESSADE MARGINALER VÄNTAR

USA, vinstmarginal S&P 500, procent



NABE-barometern indikerar att vinstmarginalen för bolagen i S&P 500-indexet kan halveras och vinsterna krympa med närmare 10 procent.

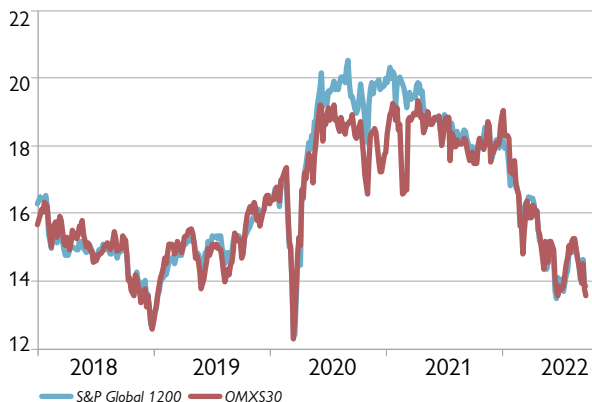
VÄRDERING: LÄGRE, MEN INTE LÅG

Värderingarna av förhoppningsbolag, kryptovalutor *et cetera* har varit extrema, och årets tillnyktring är ett sundhetstecken. Även breda börsindex har sett en kraftig multipelkontraktion från P/E 22x till 17,5x i USA och från 18x till 14x globalt (allt på tolv månaders framåtblickande vinster). Men med dagens tydliga nedsiderisk i vinstestimaten är värderingarna inte så låga som de ser ut.

Samtliga sektorer förutom energi och råvaror förväntas behålla eller öka sina höga marginaler 2023. Detta rimmar illa med historien, som visar att börsbolagens marginaler i USA ofta faller kraftigt i lågkonjunktur.

LÄGRE BÖRSVÄRDERINGAR

P/E-tal, 12 mån framåtblickande



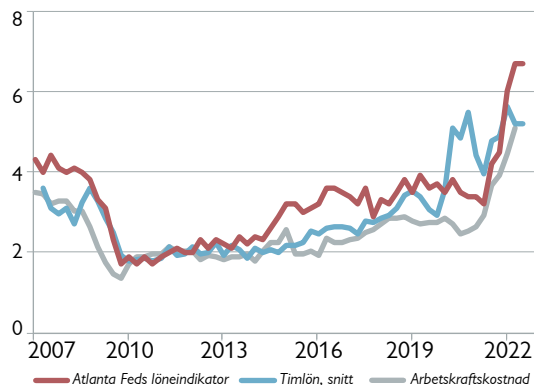
Fallhöjd kvar i P/E-talen

Fastän årets markanta fall i P/E-talet utan sänkta vinst-estimat inte hör till vanligheterna, befarar vi att det finns mer fallhöjd i dagens värderingar. Sedan 1990-talet har USA-börsens P/E-tal i recessioner ofta bottnat först runt 11–12x. Den svenska börsen har flera gånger nått P/E-tal kring 10x – andra gånger har börsen vänt kring dagens P/E-nivå. I Europa har recessionerna i genomsnitt bottnat runt P/E-talet 9,5x.

Hur brukar då olika sektorer gå i konjunktursvackor? Sektormönstren varierar från cykel till cykel. Några vinnarsektorer kan identifieras när ISM är lågt men alltså faller (vi är inte där riktigt än), liksom när BNP i USA fallit två kvartal i rad (så har redan skett). Sedan 1990-talet har hälsovård, banksektor och dagligvaror legat bra till i dessa lägen.

HETA JOBB, HÖGRE LÖNER

Löneindikatorer, årsförändring, procent, USA



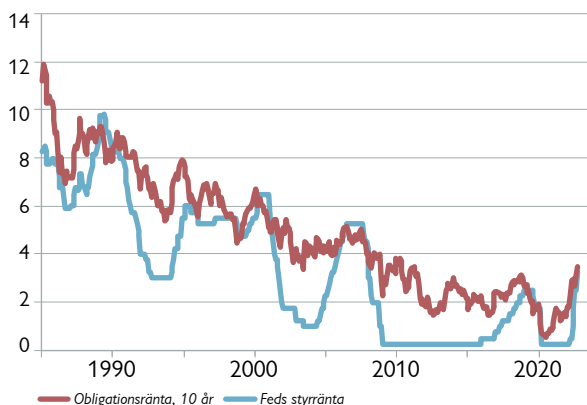
I USA finns dubbelt så många lediga jobb som arbetslösa. Det ger många företag ett kostnadsproblem. Lönekostnaderna stiger i dag med över 5 procent på årsbasis (se graf ovan), och 90 procent av vd:arna tror att de höjer lönerna med minst 3 procent under 2023 – löneökningar över 3,5 procent är oförenliga med inflationsmålet.

Jobbmarknaden i Europa är inte lika het, men i Tyskland är vakanserna lika många som de arbetslösa. Jättefacket IG Metall kräver 8 procent påökt. Strejker tyder på stor stridsvilja, men i somras fick stålarbetare 4–4,5 procents årlig höjning. Det är en reallönesänkning, men en så hög ökning har inte setts på tre decennier. I Storbritannien ses tvåsiffriga lönekrav, och strejker för tankarna till 1970- och 1980-talens inflationsmiljö.

I Sverige ska ett nytt tongivande industriavtal vara på plats till våren 2023. Experter bedömer att ökningarna runt 3,5 procent är sannolika – dessa estimer har dock kontinuerligt lyfts. Tonen är sansad, men höga avtal i Europa kan smitta av sig på Sverige.

KORT- OCH LÅNGRÄNTOR PÅ VÄG UPP

USA, långa och korta räntor, procent



RÄNTOR/LIKVIDITET: MYCKET INPRISAT

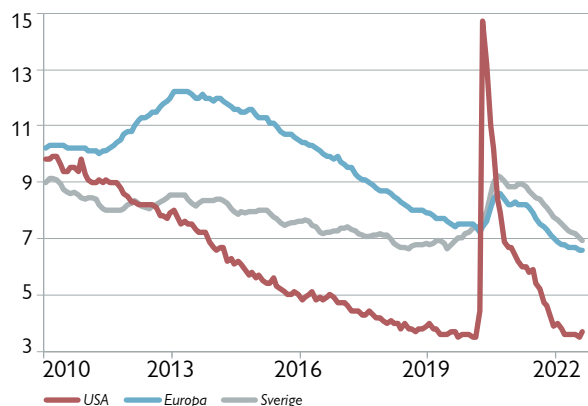
Det tog sin tid innan centralbankerna insåg att inflationsuppgången inte var tillfällig. Nu har poletten trillat ned, och att de är beredda att höja trots recessionsrisk har gjort börsen nervös. Räntemarknaderna prisar redan in fler aggressiva räntehöjningar, som att Fed höjer till över 4 procent redan i år och till 4,50 procent till våren 2023, och att en räntesänkning kommer först 2024. Detta är rimligt. (Läs mer i avsnittet *Räntebärande placeringar* på sidan 64.)

Inflationens väg avgörande

Om inflationen trendar nedåt och jobbsignalerna försvagas under 2023 kan Fed pausa höjningscykeln i vår och avvakta effekterna av sin framtunga åtstramning. Med seglivad inflation och fortsatt högt lönetryck kan Fed behöva höja än mer till runt 5–6 procent – i nivå med inflationen, vilket ofta krävts historiskt för att stoppa den.

REKORDSTARKA ARBETSMARKNADER

Arbetslöshet i olika regioner, procent



Vid tidigare höga inflationstoppar under 1970-, 1980- och 1990-talen har det tagit minst två år att få ned kärninflationen, och då kanske inte ens i närheten av 2 procent. Stramare penningpolitik har då föregått inflationstoppen. I år började Fed höja i mars när kärninflationen toppade. På 1990-talet tog det 2,5 år att sänka inflationen från runt 5 till 2,5 procent, och över 5 år att få ned den till 2 procent. Seglivad inflation verkar snarare vara regel än undantag. Fed skulle dock kunna kapitulera och nöja sig med 3 procents kärninflation – centralbanken har ju ett dubbelt mål, dels inflation och dels sysselsättning.

Vi har svårt att se hoppet om en räntesänkning lyfta börsen redan nu – det krävs betydligt större ras i ekonomi och börs innan Fed börjar överväga stimulanser igen.

Oblighationsräntorna pressas ofta ned i lågkonjunktur, men nu finns en uppåtpress från seglivad inflation och stramare penningpolitik. Vi tror på gradvis högre långräntor, upp mot 4–5 procent i USA. Historiskt har

VARGAVINTER

Från värmegolv till raggsockor?

Dyr el kan kosta de svenska hushållen flera månadslöner i vinter. Ett högt sparande utgör en stötdämpare, även för detaljhandeln.

Hushållen är under press. Rädslan för elkrisens effekter är stor. Vissa beräkningar baserade på terminspriser och en genomsnittlig villas förbrukning av el/värme indikerar kostnader uppemot 95 000 kronor i södra Sverige för perioden oktober till mars. Motsvarande siffror för Stockholm är 85 000 kronor – elkostnaderna kan trefaldigas jämfört med 2021¹. Ett elbolag har rekommenderat sina kunder att ha 50 000 kronor i buffert inför vintern. Enligt andra beräkningar förlorar vissa hushåll 1–2 månadslöner.

Hushållens höga belåning gör dem mer räntekänsliga än i många andra länder, och dubbelt så räntekänsliga

¹ Enligt Stockholms Handelskammare, sept. 2022.

som för 15 år sedan. Bolåneräntorna stiger kraftigt, och den fasta femåriga bolåneräntan har mer än fördubblats i år från 2 till över 4 procent. Arbetsmarknaden är lyckligtvis ännu stark och hushåll har kunnat binda elpris och bolån. Men för allt fler kommer inte vardagsekonomin att gå ihop.

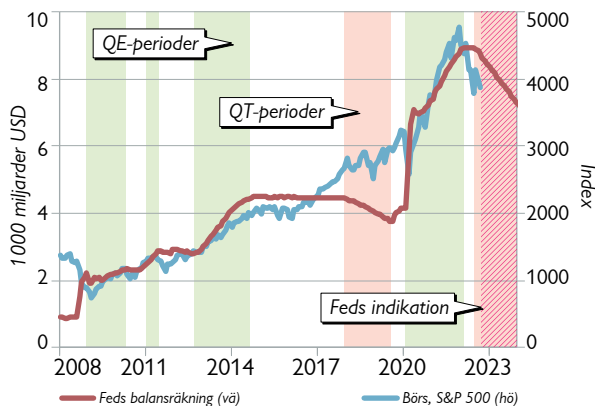
Detaljhandelsförsäljningen brukar följa hushållens optimism. I Sverige har försäljningsvolymerna i detaljhandeln visat historiskt stora fall och försvagats fyra månader i rad, vilket tidigare bara har skett under pandemin, finanskrisen och 1990-talskrisen.

Politikerna talar om elstöd (30 till 90 miljarder kronor nämns i Sverige) och pristak runt 2 kronor per kWh i EU (i dag är elpriset 4 kronor per kWh i södra Sverige) samt om en paus i amorteringskraven, vilket kan mildra kostnadschocken. Positivt är också att hushållen sedan före pandemin har ökat sitt sparande (kontanter och inlåning). Jämfört med den långsiktiga trenden uppgår ”överskottssparandet” till omkring 10 procent av den årliga disponibla inkomsten. Detta skulle kunna mildra de negativa konsumtionseffekterna av dyrare bolån, mat och energikostnader.

Foto: iStockphoto

NY LIKVIDITETSMILJÖ GER MOTVIND

Feds likviditetsåtstramning och USA-börsen



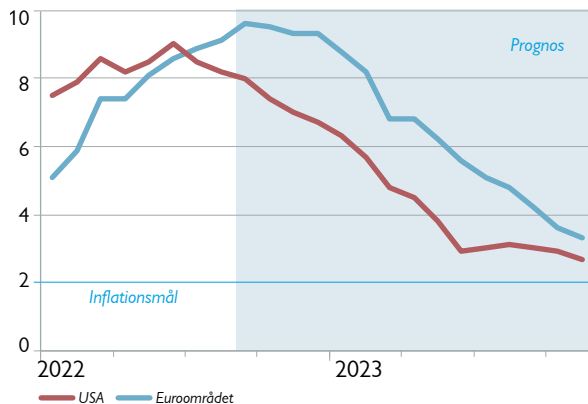
den tioåriga obligationsräntan i USA (i dag 3,75 procent) ofta nått upp till styrräntenivån (se graf till vänster på sidan 16).

Stramare likviditetsmiljö

Stimulanserna (*quantitative easing*, QE) har under lång tid, särskilt efter pandemin, varit en stark medvind för både aktier och obligationer – nu vänds detta till motvind. Fed krymper sin balansräkning (*quantitative tightening*, QT) och gör alltså en dubbel åtstramning. Tyvärr finns det få historiska perioder med QT att dra lärdom av då verktyget inte fanns före finanskrisen 2008/2009 (se graf ovan till vänster).

DRÖMSCENARIO FÖR INFLATIONEN?

Konsensusprognoser KPI, USA och Europa, procent



En annan utmaning för aktier (främst i USA) är att den reala obligationsräntan nu är positiv – strax över 1 procent. Sedan realränteraset efter finanskrisen har den legat under 1 procent och varit negativ under perioder, bland annat sedan pandemin. Om det räcker att bevara köpkraften, så är trygga reala statsobligationer i USA nu ett placeringsalternativ till mer volatila aktier.

ALTERNATIVA SCENARIER

- *Inflationsras*: Vi tror att inflationen kommer att avta, men i långsam takt då den redan hunnit bita sig fast. Skulle den däremot snabbt falla mot 2,5–3 procent i slutet av 2023 så minskar ränte- och konjunkturrisken.

Dessvärre skulle vintern 2023/2024 kunna innebära ännu större utmaningar, för i år kunde EU fylla på sina gaslager bland annat med rysk naturgas. De större, fasta LNG-terminaler som ska byggas i Tyskland dröjer några år.

(se graf till höger på motstående sida). Om många prisuppgångar verkligen var tillfälliga, eller energipriserna (som påverkat nästan alla priser) faller, vore det goda nyheter för börserna. Om inflationen däremot dämpas av en tvär konjunkturinbromsning gynnar det knappast aktier.

- *Mildare energikris i Europa:* Har energioron kulminerat? En mild vinter skulle minska uppåtpressen på energipriserna. Det ska också noteras att Tyskland redan har fyllt gasdepåerna till 90 procent. Till årsskiftet kan troligen två LNG-terminalfartyg tas i bruk i Tyskland. Mer el kommer att produceras med kol och kärnkraft i Tyskland och Frankrike.

DOLLARN FLYGER

Kronan har satt ett nytt bottenrekord mot USA-dollar, och Japan har för första gången sedan Asienkrisen 1998 stödköpt yen. Centralbankerna sätter nu punkt för billiga pengar och låg ränta. Valutamarknaden blir mer volatil och valutarelaterade portföljriser allt viktigare.

Dollarns uppgång i år är tvåsiffrig mot euro, yen, yuan och kronan. Fed har höjt styrräntan med 3 procentenheter under 2022 och USA har därmed sprungit ifrån stora länder med mer avvaktande centralbanker. Tillväxtförväntningarna har stått sig bättre i USA än i Europa och Asien, som tyngs av kriget i Ukraina

respektive den kinesiska fastighetsbubblan och "noll covid"-politiken. Olje- och gaspriserna förskräcker, men USA har sin energiförsörjning tryggad jämfört med andra stora ekonomier.

Alla värderingsmodeller säger att dollarn är dyr. Ett stort hål gapar i bytesbalansen. Ändå är dollarns uppåttrend urstark. För att vända så envisa trender brukar det krävas politiska eller geopolitiska skrällar. Om Fed 2023 flaggar för en räntepaus, eller om det blir fred i Ukraina – ja, då kan dollarn svalna.

Ett globalt aktieindex ger nu över 60 procents exponering mot USA och

Dessvärre skulle vintern 2023/2024 kunna innebära ännu större utmaningar – för i år kunde EU fylla på sina gaslager bland annat med rysk naturgas. De större, fasta LNG-terminaler som ska byggas i Tyskland dröjer några år.

- *Kriget och Putin:* Ukraina vinner mark i kriget. Risken är att Putin använder massförstörelsevapen eller taktiska kärnvapen. Om Putin kastar in handduken och sluter fred, sanktioner mildras och en återuppbyggnad börjar skulle det lyfta börserna kraftigt. Mest sannolikt är ett utnötningskrig där Putin rustar och rekryterar soldater och väst fortsätter att skicka militär materiel till Ukraina.



The Bald Eagle har luft under vingarna.

Foto: iStockphoto

dollarn – drygt 10 procentenheter mer än för tio år sedan. Investerare gör klokt i att inte bara diversifiera sina portföljer utan även ombalansera dem då och då. Kanske är tiden nu inne att taktiskt ta hem lite vinst i dyra, dollarnoterade USA-aktier, till förmån för billigare aktier från andra länder.

TEKNISK ANALYS

Börsen i nedstigningsfas

Vi är i en tydlig nedtrendsfas. Sommarbotten är en viktig stödnivå för USA-börsen – bryts den varaktigt, så kan börsfallet ta ny fart.

SVERIGE: KVAR I NEDTREND

Sedan *all time high* den 4 januari har OMXS30 uppvisat en sekvens med stegvis lägre toppar och bottenar. Samtidigt noteras index under 200-dagars medeltal som dessutom pekar ned. Detta är en tydlig indikation på att den långa trenden är fallande. Nedgången från toppen den 4 januari fram till botten i somras mätte för övrigt runt 24 procent.

Så länge mönstret med stegvis lägre bottenar och toppar inte bryts råder nedtrend och därmed en *bear market*. Vi måste alltså få en förändring av detta negativa mönster. En första indikation ges om index vänder upp och passerar nivån 2065. Sker inte det, råder således fortsatt nedtrend. På nedsidan bevakar jag det viktiga stödområdet vid 1850/1900. Om detta område underskrids möter nästa viktiga stödområde vid runt 1700.

USA: JUNIBOTTEN AVGÖR

I våras effektuerades en säljsignal ur en stor toppformation (huvud/skuldra) när S&P 500 punkterade 4100. I sommarens strategirapport *Tam eller vild?* skrev jag så här i maj:

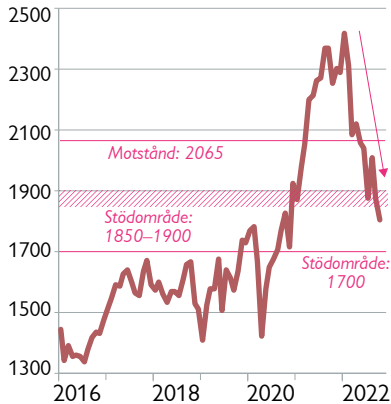
Nu borde index ned mot runt 3 600. Vad skulle konsekvenserna bli? När börsen faller beror det på att fler placerare blir pessimistiska. En alltmer pessimistisk population får konsekvenser på andra plan i samhället, till exempel i en dämpad konsumtion som försvagar ekonomin. En eventuell nedgång mot 3 600 skulle, tror jag, leda till en svagare ekonomisk statistik under de kommande månaderna/kvartalen.

S&P 500 föll till en lägsta notering på 3 636 och bottenade i juni. Detta har också, precis som vi indikerade, följts av en försvagad ekonomi.

Så länge index befinner sig under dels 200-dagars medeltal, dels den fallande trendlinjen som förbinder toppen i januari med toppen i slutet på mars, anser jag att vi är i en *bear market*-fas. Det positiva är dock att index inte har noterat en ny årslägsta nivå på tre månader, det vill

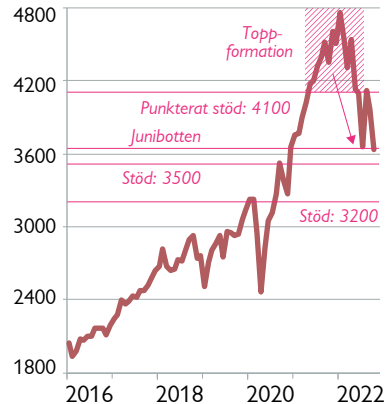
Hur långt fortsätter nedgången?

SVERIGE: BJÖRNMARKNAD OMXS30



säga sedan botten träffades i mitten på juni. I det större perspektivet så är de viktigaste nivåerna att beakta dels junibotten vid cirka 3636, dels 200-dagars medeltal. Alla rörelser mellan dessa ytterligheter kan betraktas som konsoliderande. Frågan är om vi har en ackumulationsfas (bottenfas) eller en distributionsfas, det vill säga en paus i en nedåtgående trend. Punkteras junibotten varaktigt, tyder det på att nedtrenden har fått ny kraft. Om så sker möter stöd därefter vid cirka 3500 respektive 3200. Passeras i stället 200-dagars medeltal ökar sannolikheten för en mer positiv utveckling.

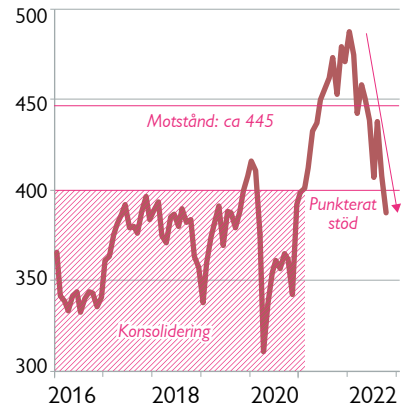
USA: KRITISKT LÄGE S&P 500



EUROPA: NEDTREND

Under ungefär fem års tid noterades Eurostoxx600 i en stor konsolidering mellan i runda slängar 300- och 400-nivån. I mars 2021 passerades motståndet och index steg därefter till strax under 500-nivån precis i början av januari i år. Därefter topade index och föll tillbaka ned mot 400-området, där vi fick en vändning upp enligt principen att tidigare motstånd blir till nya stöd. Efter detta har index vid flera tillfällen tangerat 400-området och vid varje tillfälle

EUROPA: SLUTTANDE PLAN Eurostoxx600



vänt upp. Om 400-området punkteras effektueras nya säljsignaler, vilket skulle tala för att *bear market*-fasen fortsätter – något som sannolikt triggas fortsatta nedgångar. För ett positivt scenario vill jag se att index ändrar beteende, det vill säga bryter mönstret av stegvis lägre toppar och bottenar, vilket sker om index passerar cirka 445.



Johnny Torsell
Teknisk analytiker

Ännu ingen bottenkänning

PORTFÖLJSTRATEGI. **Stigande räntor i ett läge med vikande konjunktur gör att vi behåller vår aktieundervikt. Vi har börjat öka räntedurationen, men föredrar alternativa strategier.**

Vi gick in i sommaren med en undervikt mot aktier och en övervikt mot alternativa investeringar, och förklarade vår marknadssyn i strategirapporten *Tam eller vild?* i maj. Vi hade en neutral hållning mot räntebärande tillgångar. Undervikten mot aktier var jämnt fördelad på svenska och utländska aktier. Anledningen till vår försiktiga inställning var att vi såg motvindar från högre räntor, försämrade konjunkturutsikter och det faktum att USA:s centralbank, liksom flera andra centralbanker, skulle börja montera ned sina stora stimulansprogram (så kallad *quantitative tightening*, QT).

Sommaren och början av hösten har mest bjudit på dåliga makroekonomiska nyheter. Som vi befarade har räntorna fortsatt att stiga, även om uppgången tog en paus i juli. Inflationen har inte gett med sig. Många bedömer

att vi har nått inflationstoppen, men nivån är fortsatt alarmerande hög. Tillväxtprognoser har skrivits ned, och USA inledde i september sin QT-process på allvar. Till detta kommer den eskalerande energikrisen. Kriget i Ukraina har inte funnit någon lösning och ser ut att bli en långdragen historia. Givet utvecklingen hade man faktiskt kunnat förvänta sig än större börsfall. Att börsbolagen under sommaren i huvudsak har rapporterat god vinstutveckling och uttalat sig hyfsat positivt om framtiden har dock sannolikt bidragit till viss optimism hos placerarna.

För en svensk investerare har den svaga kronan, och i synnerhet den starka amerikanska dollarn, bidragit avsevärt till fin avkastning på investeringar i utländsk valuta. Faktum är att ett globalt aktieindex endast har tappat marginellt i värde i år – den svensk som vågat

I KORTHET

I år har svenska aktier utvecklats betydligt svagare än utländska aktier om avkastningen mäts i kronor. Givet den starka dollarn, har ett globalt aktieindex endast tappat marginellt i år. En konsekvens av den stora avkastningsskillnaden är att hela vår undervikt i aktier har hamnat i svenska aktier, medan vi nu har en neutral vikt i utländska aktier.

Ränteuppgång kombinerat med stigande riskpremier för företagsobligationer har skapat negativ avkastning i räntebärande tillgångar, och fortsatt motvind väntar. Vi behåller vår försiktiga aktiesyn. I svenska aktier prioriterar vi stabila, robusta bolag med lägre värdering. Utländska aktier erbjuder bättre diversifiering i orostider och har medvind från den starka dollartrenden.

Räntebärande och alternativa tillgångar är mer intressanta: Vi överviktar de senare, som kan hantera inflationsrisker bättre. Detta har varit en framgångsrik? strategi hittills i år. Alternativa investeringar uppvisar egenskaper som är okorrelerade med aktier och ränteplaceringar. Vi har reducerat vår fastighetsexponering efter en bra utveckling.

GRUNDPORTFÖLJER

Allokering

Grundtillgångsslag

	Stark undervikt	Undervikt	Neutral vikt	Övervikt	Stark övervikt
Utländska aktier					
Svenska aktier					
Räntebärande investeringar					
Alternativa investeringar					

■ Aktuell vikt ■ Tidigare vikt

sig utanför landets gränser har således inte haft något särskilt tufft börsår. Vi fortsätter därför att dra en lans för diversifiering. Många svenskar har en alltför stor andel svenska aktier i sin portfölj. Förutom valutakomponenten ger globala aktier även exponering mot sektorer som är ganska små i Sverige, till exempel läkemedel och energi. Dessa sektorer ser vi dessutom positivt på i nuläget.

REALRÄNTOR LÄMNAR KRISNIVÅERNA

I föregående utgåva av *Allokering och portföljstrategi* konstaterade vi att stigande räntor och stramare penningpolitik utgjorde ett hot. Vår bedömning nu är att en hel del av detta bör vara inprisat på världens börser. De långa realräntorna i USA har exempelvis lämnat krisnivåerna (det vill säga är inte negativa längre), och börjat röra sig mot mer normala tal (se graf ovan till höger). Realräntorna kan stiga ytterligare, men vi bör ha en hel del av rörelsen bakom oss och kanske kan hotet från högre räntor börja tonas ned något.

Som vi beskriver i avsnittet *Investeringsklimat* (se sidan 9) är makroläget dock alltjämt mycket bekymmersamt. En hel del talar för att vi har en recession i antågande, i synnerhet i Europa. Vill det sig illa kan så även ske i USA.

MINUSRÄNTANS TID ÄR FÖRBI

USA, realränta 10 år, procent

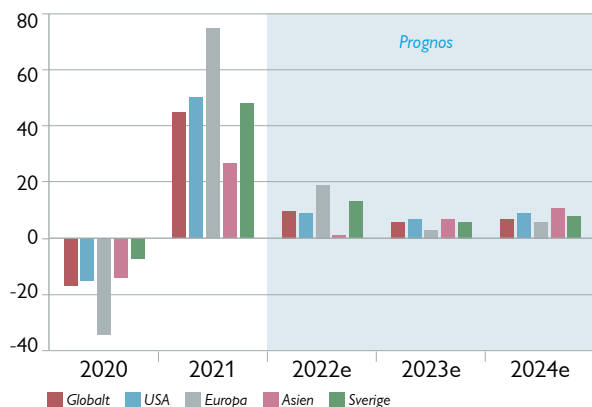


Kina har också sina problem. Vi är betydligt mindre säkra på hur mycket av en recession som är prissatt i aktiemarknaderna än i räntemarknaderna. Visst är alla nu inställda på tuffare tider, men vinstprognoserna är fortfarande åt det optimistiska hållet. Hushållens avtagande köpkraft borde börja påverka inte bara konsumentsektorerna utan även övriga näringslivet. Vinstprognoserna för nästa år ser därför väl höga ut (se graf till vänster på nästa sida). Det är ovanligt att börsen deppar så mycket som den gjort i år utan att vinstförväntningarna också har fallit. Slutsatsen blir att vi kan ha ganska stora nedrevideringar framför oss. I ett recessionsscenario skulle vinsterna mycket väl kunna falla med 20 procent eller mer från nuvarande nivåer. I så fall är börsnedgången knappast över.

Givet denna osäkerhet väljer vi att tills vidare behålla vår defensiva aktiesyn. Vi konstaterar också att recessioner typiskt sett leder till börsras på 30–50 procent från topp till botten, och att det således finns mer nedsida

FÖR STOR VINSTOPTIMISM

Vinststillväxt, procent



kvar ifall den negativa makrobilden består. Alla cykler är olika, men historiken föranleder ingen optimism ännu. Den geopolitiska situationen gör inte saken bättre. Efter Ukrainas senaste offensiv har Ryssland inlett en större mobilisering, och det finns en oro för att president Vladimir Putin blir desperat och sätter in taktiska kärnvapen. Konflikten kring Taiwan har inte heller utvecklats gynnsamt. Det kommer hårda ord från Kina, som är rejält irriterat på USA:s inblandning. En militär upptrappning runt Taiwan är det sista marknaderna behöver givet det redan ansträngda läget.

KÖPLÄGE I SVENSKA AKTIER?

Som nämnts ovan har utländska aktier klarat sig mycket bättre än svenska i år. Den främsta förklaringen är att kronan har tappat kraftigt mot dollarn: Bara i år har dollarn stärkts med spektakulära 22 procent (se graf ovan till höger). Den svenska börsen anses vara mer riskfylld än

DOLLARN PÅ REKORDNIVÅER

Växelkurs, SEK per USD



det globala snittet – andelen konjunkturkänsliga industri-bolag är hög och kronan pressas ofta i orostider. Det är således inget ovanligt att Sverige går sämre i dåliga tider och bättre i goda. Kronsavgheten kan också bero på att Riksbanken avvaktat så länge med att avbryta sin stimulanspolitik. Möjligen har även den heta svenska bostadsmarknaden och hushållens stora räntekänslighet bidragit till en kronrabatt.

Divergensen mellan svenska och utländska aktier har stuvat om våra portföljer så att hela undervikten har hamnat i Sverige, medan den utländska exponeringen har glidit upp i ett neutralt läge. Avkastningsgapet är anmärkningsvärt (se graf till vänster på motstående sida) och det kan tyckas lockande att börja skifta kapital från utlandet tillbaka till Sverige igen. Vi håller detta under noggrann uppsikt, men bedömer att det behövs lite bättre riskapit i marknaden för att vända trenden. Vår svaga valuta är inte bara av ondo.

FÖRDEL UTLÄNDSKA AKTIER

Indexerad utveckling

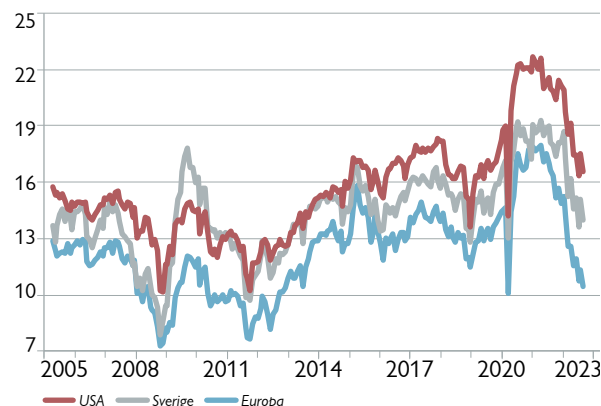


Alla exportberoende bolag gynnas kraftigt, liksom de som har större verksamheter utomlands.

Sammantaget kvarstår vi med vår syn att undervikta aktier och tar denna position företrädesvis i vår hemmamarknad. Givet den komplicerade makrobilden är det frestande att bli svartsynt och tro på fortsatta börsras. Men börsen blickar framåt och spanar ständigt efter nya trender. Det mesta av det vi vet i dag är rimligen redan inprisat. Några faktorer skulle dock kunna tala för bättre marknader framöver. Fallande inflation är den uppenbara katalysatorn för piggare börser, även om inflationen behöver komma ned ganska mycket för att mer långsiktigt lätta på räntetrycket. En annan, mer psykologisk omständighet är investerarnas negativa stämningsläge. Flera mätningar visar att placerarna är rekordpessimistiska och redan har minskat sin exponering mot aktier. En gammal sanning är att det är dags att bli optimist när alla blivit pessimister – kanske nalkas ett sådant läge. Slutligen har aktier blivit

MER NORMAL VÄRDERING

P/E-tal, 12 mån framåtblickande



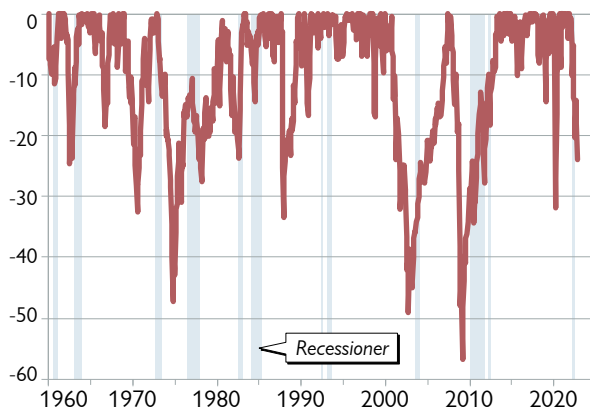
billigare givet kursfallen. Värderingen är inte låg, men om aktier var dyra för ett år sedan, så värderas de nu mer normalt (se graf ovan till höger). Värderingen påverkar den långsiktiga avkastningen: Ju billigare man köper, desto bättre avkastning får man.

VI SPELAR DEFENSIVT

När börsavkastningen är låg blir räntebärande och alternativa tillgångar mer intressanta. I år har ränteplaceringar inte alls fyllt sin roll som stabiliserande faktor. Ränteuppgången i kombination med stigande kreditspreadar (riskpremier för företagsobligationer) har skapat negativ avkastning i tillgångsslaget. 2022 är faktiskt ett av de i särklass sämsta åren hittills. Givet vår makrosyn ser vi fortsatt viss motvind för räntepapper. Om vi går mot en djupare recession kommer det att slå mot företagets kreditvärdighet och öka risken för konkurser. (Vi utvecklar resonemanget i avsnittet *Räntebärande investeringar* på sidan 64.)

RECESSIONER GER STÖRST BÖRSRAS

S&P 500, nedgång från topp, procent



Den ljusa sidan av högre räntor och riskpremier är att värderingen har blivit fördelaktigare, vilket förbättrar utsikterna till framtida avkastning. Får vi en recession lär räntorna förr eller senare börja falla igen, vilket i så fall påverkar avkastningen positivt. När vi balanserar dessa risker och möjligheter mot varandra landar vi i en neutral exponering mot tillgångsslaget.

I stället överviktar vi alternativa tillgångar. Det har varit en framgångsrik strategi hittills under året, och stora delar av vår portfölj Alternativa Investeringar uppvisar egenskaper som är okorrelerade med aktier och ränteplaceringar. Den alternativa portföljen består av ett flertal strategier på en rad marknader, vilket ger

bra diversifiering mot olika marknadsklimat (läs mer om alternativa investeringar i temaavsnittet på sidan 42).

Inte minst medför tillgångsslaget exponering mot realtillgångar, till exempel fastigheter och råvaror, som även framöver torde ge ett bra skydd mot hög inflation. Visserligen har alternativa tillgångar generellt sett sämre likviditet, men vi tycker att det uppvägs av möjligheten till bättre avkastning. Vi har en hel del exponering mot realtillgångar i våra aktieportföljer genom investeringar i energisektorn, gruvor och metaller samt skogsbolag. De skulle också påverkas av en global recession, men värderas i utgångsläget lägre än många andra sektorer och kan därmed stå emot bättre.

ALLOKERING

Utländska aktier: Neutral

Portföljen är relativt neutral mellan regioner. Vi behåller dock vår position mot Storbritannien, som gynnas av goda tider för energi, bank och gruvindustri. Vi har minskat i amerikanska småbolag och i stället placerat i defensiva läkemedelsbolag. Vi har kortsiktigt investerat i energisektorn, där kassaflödena är starka och värderingen aptitlig. Inom tillväxtmarknader har vi siktat in oss på Kina mot bakgrund av en något mindre restriktiv covid-politik och vissa stimulanser. I temadelen fokuserar vi på bolag inom naturtillgångar, som bjuder på en intressant kombination av låg värdering och inflationsskydd.

Vi överviktar alternativa tillgångar sedan april. Det har varit en bra strategi hittills under året, och stora delar av vår portfölj Alternativa Investeringar är okorrelerade med aktier och ränteplaceringar.

Svenska aktier: Undervikt

Energikrisen och den svaga konsumenten är i fokus och i den osäkra miljön har vi en preferens för stabila bolag som kan hantera tuffa tider. Atlas Copco, ABB, Assa Abloy, Volvo, SEB och SCA är några exempel. Höga värderingar har inte varit ett framgångsrecept i år och vi håller oss generellt borta från dyra aktier. Två undantag är Nibe och Fortnox, som båda gynnas av fina långsiktiga tillväxttrender. I bolagskategorin ”tillväxt till ett rimligt pris” återfinns innehav som Hexagon, AAK och Astrazeneca.

Räntebärande investeringar: Neutral

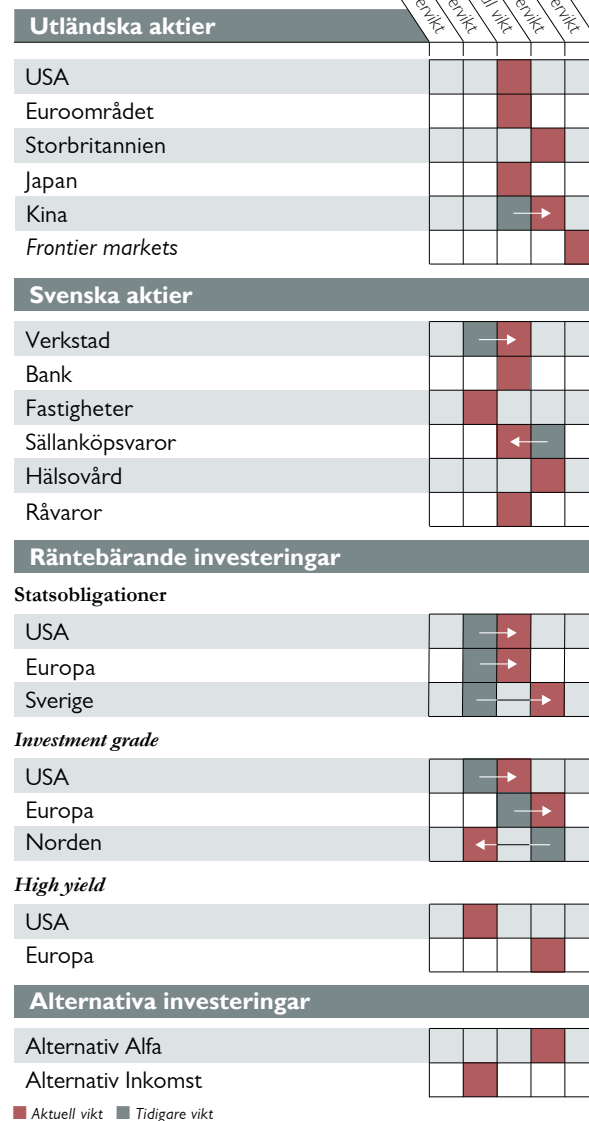
Räntorna har redan stigit kraftigt. Vi har därför fortsatt att minska vår durationsundervikt i portföljerna och är nu nästan neutrala duration. Vi behåller kinesiska obligationer, som en bra diversifiering. Nordiska företagsobligationer har gått betydligt bättre under året än utländska marknader, och vi har valt att ta hem en del av denna relativa vinst. Vi har nu i stället en övervikt mot global *investment grade*.

Alternativa investeringar: Övervikt

Sedan 2021 har vår portfölj relativt sett tjänat på inflation genom exponering mot realltillgångar som råvaror, fastigheter och infrastruktur. Vi har minskat exponeringen mot aktiehedgefonder och *global macro*-förvaltare, som tenderar att ha viss korrelation med börsen. I den osäkra omvärld som råder ser vi möjligheter inom områden som trendföljare, katastrofobligationer, *distressed debt* och volatilitet. Vi har dragit ned fastighetsexponeringen något efter en bra utveckling, och vi har en ny förvaltare inom kinesisk *long/short*.

GRUNDPORTFÖLJER

Viktförändringar i urval



EKONOMISK POLITIK

Spaningar på Sveriges omstart

Valresultatet blev jämnt och den parlamentariska situationen är skör. Här är sex insikter om hur det politiska läget påverkar investerarna.

Sverige har ett valresultat, och samtidigt ännu inte någon ny regering. Mycket förhandlas parallellt i regeringsbildningsprocessen: samarbetsformer, sakfrågor och statsbudget.

Här presenteras sex insikter för

investe-
rare oavsett
utfallet av
regeringsför-
handling-
arna.

Moderaternas
Ulf Kristersson:
snart startklar.



1 NY REGERING FÅR TA TID

Den svenska regeringsbildningen kommer att ta lite tid – men marknadsreaktionerna torde bli små.

De starka svenska statsfinanserna skapar säkerhet. I Sverige har vare sig regeringens svaga parlamentariska stöd eller pandemikrisen pressat upp den offentliga sektorns skuldsättning. Tvärtom faller nu Sveriges skuldsättning under 35 procent av BNP. Investerarna är också vana vid att regeringsbildningsprocesser tar tid i Europa, Sverige sticker inte ut i jämförelse med andra länder.

2 EXPANSIV, KRISSTYRD, SPRETIG FINANSPOLITIK

Nya regeringskonstellationer som aldrig tidigare förhandlat med varandra tenderar att bli mer kostsamma. Finanspolitiken har efter

pandemin dessutom försetts med nya verktyg i form av stora stödpaket (till både hushåll och företag), och det finns en förväntan på att regeringar ska använda verktygen.

Så länge regeringens reformagenda inte är färdigförhandlad formas finanspolitiken utifrån plötsliga omvärldshändelser och kriser. Finanspolitiken blir sannolikt också spretig utifrån att en ny konstellation har interna motsättningar om den ekonomiska politiken.

3 NYTT POLICYDILEMMA FÖR FINANSMINISTERN

Sverige är på väg att byta finansminister, riksbankschef och chef för Finansinspektionen – mitt i en höginflationsmiljö. Nu ställs krav på en väl avvägd balanspunkt mellan finans- och penningpolitik. Det finns en begränsning för hur expansiv

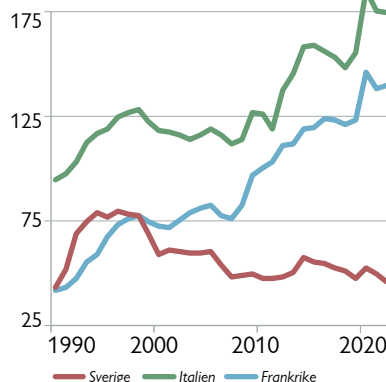
finanspolitiken kan bli, en ny regering vill inte (som nyligen i Storbritannien) starta med att elda på hög inflation och underminera Riksbankens arbete. Just att söka balanspunkten är ett nytt dilemma och skiljer den annalkande lågkonjunkturen från pandemi och finanskris där både finans- och penningpolitik var expansiv. Riksbankens räntehöjningar gör också Sveriges ekonomi mer sårbar för skuldsättningen på bo- och fastighetsmarknaden. Det är i flera avseenden ny terräng för nästa finansminister.

4 MINSKAD SKATTERISK FÖR INVESTERARE

Valresultatet eliminerar närapå sannolikheten för nya eller skärpta kapitalskatter i Sverige, såsom ny förmögenhetsskatt, arvsskatt, ISK, ny fastighetsskatt eller skärpt beskattning av företagsäggande. Utsikterna för skattelättnader är samtidigt mer begränsade och kommer att balanseras mot det ekonomiska läget och ökande tryck på statens utgiftsida. Sannolikt prioriteras sänkt skatt på pensioner och låg- och

PAUSA AMORTERINGEN?

Statsskuld, procent av BNP



medelinkomsttagare. Under mandatperioden kan Sverige på marginalen få en något lägre samlad skattekvot.

5 ENERGIPOLITIK HÖGT PÅ DAGORDNINGEN

På kort sikt måste den nya regeringen utforma stöd till hushåll och företag via högkostnadsskyddet för elpriser. På medellång sikt hör ökad energiproduktion till de viktigare ekonomisk-politiska frågorna, med koppling till hushållens trippelsmäll i form av hög inflation, höjda räntor och fortsatt höga elräkningar

som tillsammans ger en betydligt åtstramande effekt. Investerare kan räkna med mer statligt stöd till kärnkraft, mer gynnsam prissättning av planerbar elproduktion och sänkta skatter som ger drivkrafter att producera mer el.

6 SATSNINGAR PÅ INRE OCH YTTRE SÄKERHET

Försvarsutgifterna stiger gradvis under mandatperioden, mot en varaktig ökning med 40 miljarder kronor per år. Denna minuspost söker finansiering, samtidigt som upprustning av den inre säkerheten – fler poliser, höjda polislöner, ökade resurser till brottsbekämpande myndigheter – också ökar de offentliga utgifterna substantiellt. Uteslut inte att även en M-ledd regering omprövar överskotts målet i det finanspolitiska ramverket, och prövar en finansiering med minskade amorteringar på statsskulden.



Henrik von Sydow
Omvärldsstrateg

TEMA. **Det är ont om ved och sotartider, och IKEA har börjat sälja luftvärmepumpar. Elkrisen i Europa gör energisäkerhet superhett just nu. Miljöpaket och övergångsbehov skapar långsiktig, strukturell efterfrågan på både förnybar och traditionell energi.**

Allt är energi

Den energikris som har drabbat Europa, med rusande gas- och elpriser efter Rysslands invasion av Ukraina, visar hur beroende vi fortfarande är av fossila bränslen. Trots att Europa ligger i framkant med utbyggnaden av förnybar energi får vi fortfarande 71 procent av vår energi från fossila bränslen. Vid årets början importerade Europa 40 procent av sin naturgas och 30 procent av oljan från Ryssland. När Ryssland nu använder gasen som geopolitiskt vapen har energisäkerhet seglat upp som en katalysator för att snabba på energiomställningen.

EU avser att via sin investeringsplan Repower EU fasa ut rysk olja och gas så snabbt som möjligt (senast 2030), samt öka investeringstakten inom förnybara

energikällor och energibesparingar. En intressant vändning är att EU:s taxonomi nu klassificerar kärnkraft och naturgas – från andra källor än Ryssland – som hållbara under en övergångsperiod (för kärnkraft fram till 2045 och för gas till 2030). Energiomställningen krävs för att nå uppsatta miljö- och klimatmål, men detta tar tid och det befintliga energisystemet kan inte avvecklas innan det nya är på plats. De investeringar som måste göras är i sig energikrävande. Kärnkraft torde behövas även i det nya systemet, liksom olja och gas under en längre övergångsperiod. Om vi slutar investera i dessa energikällor samtidigt som den globala efterfrågan på energi fortsätter att växa enligt prognos, riskerar den nuvarande

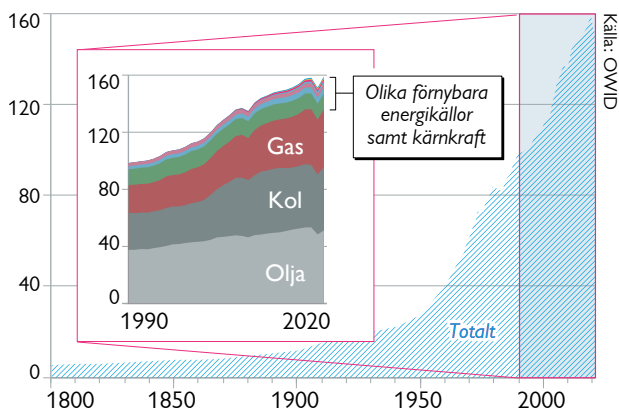


Många förknippar energiomställningen med sol, vindkraft och elbilar. En rad andra intressanta vertikaler drivs av samma underliggande trend – i många fall med attraktivare värderingar.

1800-talets energisystem byggde nästan helt på kol och ved. I vår egen tid har nya energikällor tillkommit som hjälper oss att ställa om till förnybar produktion. Att fasa ut fossil energi kommer dock att ta många decennier. Foto: Istockphoto

OMÄTTLIG ENERGIHUNGER

Primärenergikällor, tusental TWh



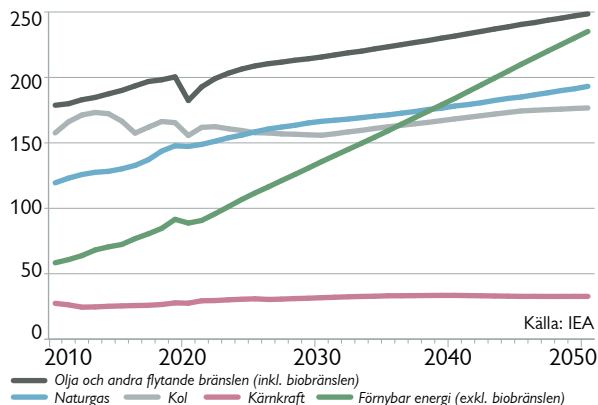
situationen i Europa (med dyr energi och hög inflation) att bli det nya normalläget.

Energiomställningen är vår tids största utmaning, men ger ur ett investeringsperspektiv en rad intressanta möjligheter. Många förknippar temat med sol, vindkraft och elbilar, men även en rad andra intressanta vertikaler drivs av samma underliggande trend. Vi har i tidigare rapporter lyft fram områden som batterier, ”gröna” metaller, hållbart jordbruk och smarta material. Dessa minst lika viktiga delar av omställningen har i många fall attraktivare värderingar än temats mest uppenbara vinnare.

En annan potentiell och kanske lite oväntad vinnare är den traditionella energisektorn. Omställningen riskerar att bli en period med strukturellt högre oljepris drivet av begränsade kapitalinvesteringar. Den kombinationen innebär dock ökade fria kassaflöden, som kan återföras till energibolagens aktieägare samtidigt som värderingarna

FOSSILT ÖKAR TROTS OMSTÄLLNINGEN

Primärenergikällor, 10^{15} BTU



är fortsatt låga. Vi anser därför att även utvalda delar av den traditionella energisektorn platsar i en bredare portfölj på temat energiomställning och energisäkerhet.

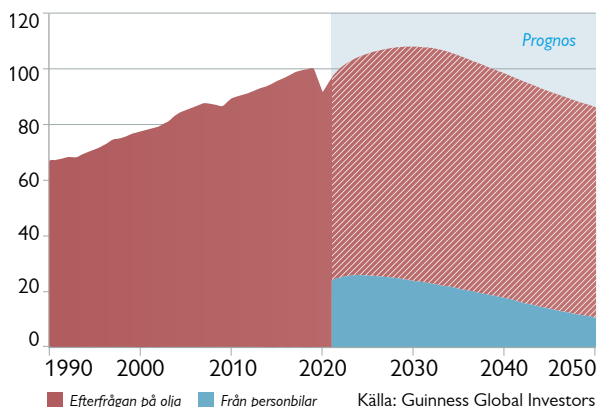
VÄLSTÅND PÅ FOSSIL GRUND

De senaste 200 åren har både jordens befolkning och dess välstånd utvecklats exponentiellt. Vi har gått från knappa 2 miljarder människor till närmare 8 miljarder. Ett samhälle där jordbruk var den huvudsakliga sysselsättningen har transformerats till dagens digitala, automatiserade värld. En otänkbar utveckling utan tillgång till billig energi, primärt fossila bränslen.

För miljö och klimat har konsekvenserna varit negativa. Mängden koldioxid i atmosfären har ökat dramatiskt över samma tidsperiod, naturliga ekosystem har förstörts och den biologiska mångfalden minskat. Omställningen är nödvändig och brådsakande, men kommer att ta sin tid. I dag utgör fossila bränslen alltjämt 82 procent av den

OLJAN HAR EN ROLL ATT SPELA

Oljebehov, miljoner fat per dag



globala energikonsumtionen. Utfasningen har så långt varit besvärlig, eftersom efterfrågan på energi successivt har ökat (och väntas fortsätta öka under decennier), drivet av växande befolkning och välstånd, framför allt i tillväxtmarknader (se grafer på motstående sida). Kol utgör visserligen en allt mindre andel av den totala energiproduktionen, men eftersom denna ökar så snabbt är kolkonsumtionen ändå nära *all time high*.

ENERGIOMSTÄLLNINGENS DELAR

Utbud: Att fasa ut oljan tar tid

Som framgår ovan går det inte att avveckla fossila bränslen över en natt. Enligt nuvarande prognoser toppar efterfrågan på olja först 2030, för att sedan långsamt falla tillbaka till strax under dagens nivåer år 2050 (se graf ovan). Emellertid är inte alla fossila bränslen lika skadliga för människor och klimat – ur detta perspektiv är kol överlägset sämst (se graf på nästa sida). I valet mellan



Den norska operatören Equinors oljefält Johan Sverdrup är det tredje största på den norska kontinentalsockeln, med 2,7 miljarder fat oljeekvivalenter i oljereserver. Produktionen startade 2019 och förväntas producera 690 000 fat per dag i slutet av 2022. Johan Sverdrup-fältet upptäcktes år 2010.

Foto: Ole Jørgen Bratland/©Equinor

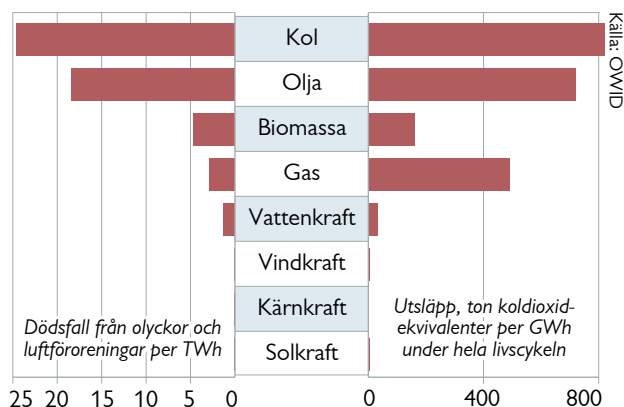
olika fossila bränslen bör således en så stor del kol som möjligt ersättas med naturgas. En avsevärd andel av oljekonsumtionen kommer från transporter. Här kan en elektrifierad bilpark göra skillnad för att minska efterfrågan.



En framgångsrik energiomställning kräver att transportsektorn bidrar genom att minska användningen av fossila bränslen. Volvo Lastvagnar har sex eldrivna lastbilsmodeller i serieproduktion globalt, och började under 2019 sälja sin första elektriska lastbilsmodell, FL Electric. Foto: Volvo Truck Corporation

KOL ÄR FARLIGAST

Dödsfall och klimatpåverkan från olika energikällor



Sol- och vindkraft kommer att växa mer framöver. Kostnaden har sjunkit drastiskt de senaste tio åren (se graf till vänster på sidan 36), vilket gör ett skifte från fossila bränslen ekonomiskt även utan subventioner. Sol och vind kan dock inte på egen hand bära upp ett fungerande energisystem: Elförsörjningen behöver väderberoende, planerbar baskraft. Fossila bränslen, kärnkraft och lagrad vattenkraft fyller i dag denna funktion. Gas och vattenkraft utgör reglerkraft som snabbt kan slås på och av beroende på efterfrågan. I ett nytt system med stora inslag av förnybart är förhoppningen att energilagring – via batterier, vätgas eller vattenkraft (*pumped storage*) – ska ersätta fossila bränslen som baskraft.

Utbyggnaden av ny kärnkraft i västvärlden har mött motstånd på grund av olycksrisk, höga kostnader och projekt som dragit ut på tiden. Modern teknik och forskning, särskilt kring mindre reaktorer, skulle kunna lösa en del problem.

I dagsläget är tyvärr lagringskapaciteten otillräcklig och relativt dyr. Det är en annan anledning till att kärnkraft sannolikt har en viktig roll att spela även i det nya systemet. De få olyckor som skett har fått stor uppmärksamhet och slutförvaringen är en utmaning, men kärnkraft hör ändå till de säkraste och renaste energikällorna, med lägst koldioxidutsläpp

per GWh (se graf på motstående sida). Utbyggnaden av ny kärnkraft i västvärlden har de senaste åren mött motstånd på grund av olycksrisk, höga kostnader och projekt som dragit ut på tiden. Modern teknik och forskning, särskilt kring småskaliga modulära reaktorer (så kallade *small modular reactors*, SMR), skulle dock kunna lösa en del av problemen (se faktaruta nedan).

SÄKER, SMÅSKALIG, BILLIG KÄRNKRAFT?

Kärnkraft har ett koldioxidavtryck nära noll och producerar mycket energi i förhållande till den mängd naturresurser som tas i anspråk. Höga kostnader och oro kring säkerheten utlöser skepsis på många håll. Nya typer av reaktorer kan öka kärnkraftens säkerhet, hållbarhet och effektivitet, samtidigt som de är billigare. Vissa kan utnyttja kärnbränslet 100–300 gånger mer effektivt än i dag. De kan drivas med återanvänt högaktivt kärnavfall, och deras eget avfall är bara farligt i århundraden, snarare än i årtusenden. Denna "fjärde generationens kärnkraft" finns ännu bara på forskningsstadiet.

Småskaliga modulära reaktorer (SMR) finns däremot redan i dag och väntas kunna tas i kommersiellt bruk det närmaste årtiondet. SMR kan producera upp till 300 MW, runt en tredjedel av dagens

stora reaktorer. SMR kan stationeras där efterfrågan på el är stor, och effekten kan lättare anpassas till behovet. Dagens stora kärnkraftverk måste skräddarsys, och projekten går ofta över tid och budget. SMR är mer kostnadseffektiva: delarna serietillverkas i fabrik och monteras ihop på plats. Den mindre storleken gör det också enklare att garantera säkerheten. SMR har mindre resteffekt (kvarvarande värme i bränslet när reaktorn är avstängd), och reaktorn kyler ned sig själv om en incident inträffar, utan att vara beroende av yttre elförsörjning. Flera länder driver SMR-projekt.

Nyligen fick bolaget Nuscale sin SMR-modell godkänd av USA:s energimyndighet och räknar med

att den första anläggningen ska tas i drift år 2029. Microsoftgrundaren Bill Gates

Terrapower, GEH och X-Energy har fått 160 miljoner USD för att bygga två avancerade demonstrationsreaktorer.

Kärnkraft är i dag synonymt med fission, där energi genereras genom klyvning av tunga atomkärnor. Ända sedan 1950-talet har forskning bedrivits inom fusion, där energi frigörs genom att atomkärnor sammansmälts – samma process som sker i solen. Fusion ger inga utsläpp av växthusgaser, det är gott om potentiellt bränsle och avfallet är mycket lättare att hantera. Kommersiellt gångbar fusionskraft har "alltid" legat minst 20 år bort i tiden, och kommersiella lösningar är alltjämt avlägsna. Den största nu fungerande fusionsmaskinen är experimentreaktorn JET (Joint European Torus) i England. Nästa steg är ITER (International Thermonuclear Experimental Reactor), som just nu byggs i Cadarache i Frankrike och väntas stå klar 2025.

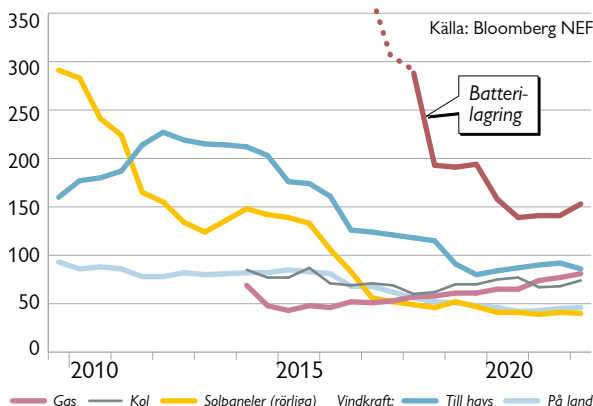


Reaktor
Höjd: 20 meter.
Bredd: 5 meter.
Effekt: 80 MW

Ångturbin

FÖRNYBART BLIR ALLT BILLIGARE

Energikostnad (LCOE), USD per MWh

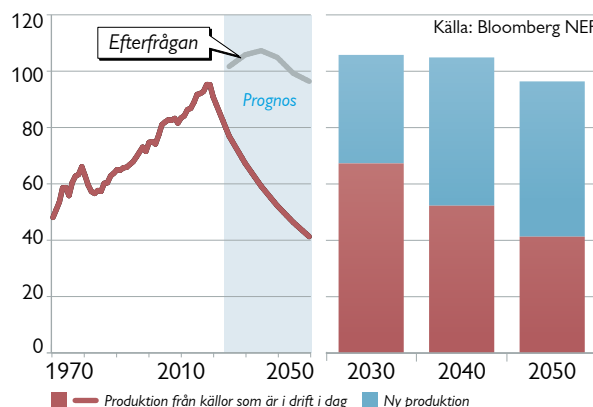


Efterfrågan: Eftersatta investeringar

Energiomställningen äger även rum på efterfrågesidan. Under covid-nedstängningarna 2020 minskade faktiskt den globala efterfrågan på energi, men vi är nu på väg tillbaka mot den tidigare tillväxttakten. Givet de senaste tio årens begränsade investeringar i fossila bränslen finns risken att utbudet inte räcker för att tillgodose efterfrågan (se graf ovan till höger). Det kan resultera i en längre period av höga energipriser. Fördelen med högre priser är att de ökar incitamenten till energibesparingar. Som vi illustrerat i tidigare temaartiklar kan effektivare byggnadsmaterial och uppvärmningssystem, smartare och lättare material inom industrin samt återvinning sänka förbrukningen drastiskt.

OLJEBRIST UNDER ÖVERGÅNGSFASEN?

Oljeproduktion och efterfrågan, miljoner fat per dag



EN DIVERSIFIERAD ENERGIPORTFÖLJ

Energiomställningen är ett brett tema med många strukturella drivkrafter. Därför bör en energiportfölj innehålla ett brett spektrum av exponering såväl mot förnybar energi som mot utvalda delar av traditionell energi. I ett sådant universum ingår även bolag som gynnas av ökad elektrifiering, har exponering mot ”gröna” metaller eller är verksamma inom energieffektivisering.

Förnybar energi och elektrifiering

De flesta förknippar energiomställningen med just detta område, det vill säga sol- och vindenergi, elfordon, batterier, biobränslen samt utbyggnad av elnätet. Här finns

Vi kan stå inför en längre period med strukturellt högre oljepris än det senaste årtiondet. Väldigt lite av detta avspeglas i bolagens värderingar. Energisektorn handlas långt under sitt historiska snitt relativt marknaden.

de självklara vinnarna på ökade gröna satsningar, bolag som ofta handlas på ganska höga värderingsmultiplar. Lite längre ned i värdekedjan kan man dock hitta intressanta underleverantörer som gynnas av samma trender men har en mer attraktiv värdering. Givet de starka strukturella medvindarna bör portföljen ha en strategisk övervikt mot detta område. Skillnaderna i lönsamhet och värdering är stora mellan bolagen, så det är viktigt att vara selektiv.

Traditionell energi

Efterfrågan på fossila bränslen väntas fortsätta öka, men dagens höga oljepris har ännu inte resulterat i ökade kapitalinvesteringar enligt det historiska mönstret. Osäkerheten är nämligen större än någonsin för långsiktiga projekt. Alla prognoser till trots är det egentligen omöjligt att veta hur snabbt omställningen kommer att gå och hur det politiska landskapet ser ut framöver. Nya ESG-mandat har fått många institutionella investerare att helt exkludera traditionell energi från sina portföljer. Kvarvarande aktieägare och *private equity* har i stället prioriterat bättre lönsamhet och kassaflöden. Om oljepriset förblir högt en längre tid kan viljan att inleda riskfyllda projekt öka, men ledtiderna är långa. Vi kan därför stå inför en längre period med strukturellt högre oljepris än vi har haft det senaste årtiondet.

Väldigt lite av detta avspeglas i bolagens värderingar. Trots en stark utveckling hittills i år handlas energisektorn fortfarande långt under sitt historiska snitt relativt marknaden (se graf på nästa sida). Analytikerna använder ganska konservativa estimat för det långsiktiga oljepriset i sina modeller, kring 60–70 USD per fat, vilket är långt under dagens nivåer (och ännu längre från uppsidescenariot,



EU-ländernas energiministrar klubbade nyligen ett energikrispaket som bland annat innehöll ett frivilligt mål om att minska elkonsumtionen med 10 procent. Flera EU-länder har lanserat kampanjer för att spara energi, inkluderat tilläggsisolering, att byta till energieffektiva fönster samt kortare bastubad (Finland).

Foto: Thomas Trutschell/Getty Images

där oljepriset parkerar över 100 USD per fat en längre tid). Samtidigt genererar bolagen höga fria kassaflöden som (givet att de inte investeras i nya projekt) kommer att delas ut till aktieägarna eller användas för aktieåterköp (se graf till vänster på sidan 39). Sannolikt ska bolagen ha



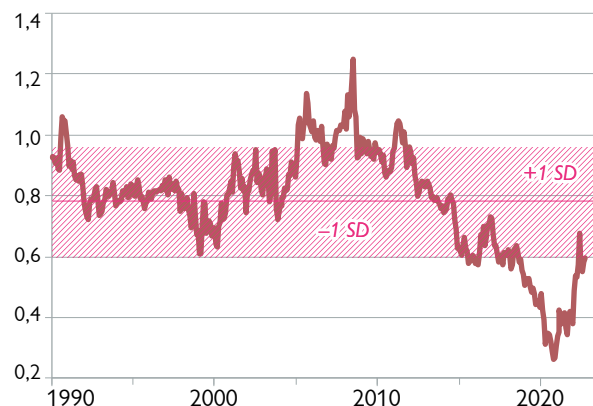
Människans resursbehov är en drivkraft på en rad områden som vi tidigare berört i *Allokering och portföljstrategi*, såsom batterier, smarta material, *agritech*, vatten och e-metaller.

en högre riskpremie än historiskt givet den osäkra framtiden, men det är till stor del redan inprisat. Givet de stora vinsterna krävs ingen multipelexpansion för att räkna hem investeringen.

En lågkonjunktur som på kort sikt pressar ned efterfrågan, högre skatter och bolagsspecifika risker finns så klart att ta hänsyn till. Här utgör dock värderingen ett tydligt stöd, och vi rekommenderar därför fortsatt en taktisk

ENERGIBOLAG ÄR HISTORISKT BILLIGA

P/B-tal, energisektorn relativt S&P 500

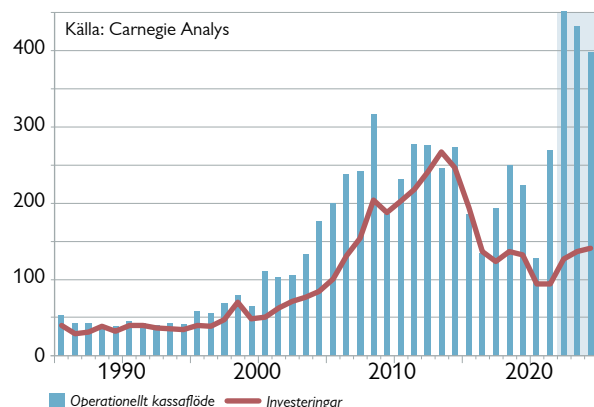


övertikt mot den traditionella energisektorn. På längre sikt rekommenderar vi större selektivitet, med exponering mot de områden som behövs under en längre övergångsperiod. Det handlar dels om oljebolag, men framför allt om bolag inom naturgas och LNG (*liquefied natural gas*). Om Europa menar allvar med att göra sig oberoende av rysk gas behöver stora mängder naturgas från andra källor importeras, framför allt i form av LNG från USA. För att kunna möta en ökad efterfrågan på LNG behövs dels en ökad produktion, dels en storskaligt utbyggd LNG-infrastruktur med nya terminaler, fraktmöjligheter *et cetera*. Vi undviker kol, oljesand och de mest miljöskadliga delarna av den traditionella energisektorn i vår temaportfölj.

På kortare sikt kan man taktiskt placera i en bred energisektor-ETF. På längre sikt rekommenderar vi en aktiv förvaltare som tar selektiv exponering mot de delar av sektorn som gynnas av energiomställningen, och exkluderar kol och oljesand.

YMNIGA KASSAFLÖDEN I OLJESEKTORN

Kassaflöde och investeringar i oljesektorn, miljarder USD



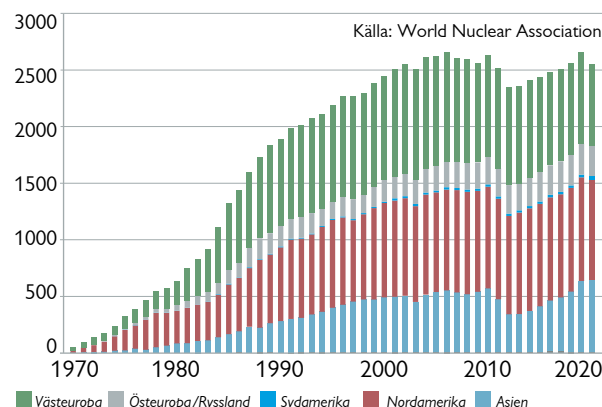
Kärnkraft

Kärnkraft ger minimala koldioxidutsläpp, är en baskraft i energisystemet och skulle utan större svårighet kunna ersätta kolkraft. Ett problem har varit den negativa opinionen efter Fukushima-katastrofen, samt höga kostnader. På senare tid syns tecken på en omsvängning både i USA och delar av Europa, men även i Japan, som nu börjar återstarta reaktorer. Tekniska framsteg gör förhoppningsvis snart SMR kostnadsmässigt konkurrenskraftigt.

Möjligheterna att investera direkt i kärnkraftsteknik är tyvärr begränsade (de flesta bolag är onoterade). Det alternativ som återstår är exponering via uran, bränslet i dagens reaktorer. Vissa bolag har som affärsidé att ha uran i lager,

ASIENS KÄRNKRAFT VÄXER MEST

Energiproduktion från kärnkraft, TWh



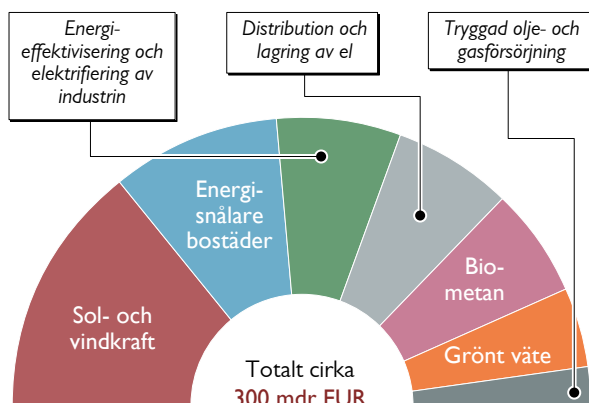
och dessa ger en indirekt exponering mot uranpriset, liksom gruvbolag som utvinner uran. Efter många år av låga priser är dock få av de senare lönsamma, och risken i sektorn är hög. För ett högre uranpris talar att få investeringar har gjorts i nytt utbud de senaste tio åren (efter Fukushima), och att ledtiderna för nya projekt är relativt långa. Tar efterfrågan fart drivet av ny kärnkraftsutbyggnad kan ett stort uranunderskott uppstå. Givet att uran utgör en marginell del av ett kärnkraftverks operativa kostnader kan priset stiga ganska mycket utan att påverka efterfrågan.

Den potentiella uppsidan är stor, men volatiliteten är hög och det finns alltid en risk att opinionen svänger och blir mer negativ om en ny större olycka skulle inträffa.

När efterfrågan på LNG ökar behövs dels en större produktion, dels en storskaligt utbyggd LNG-infrastruktur. I vår temaportfölj undviker vi kol, oljesand och de mest miljöskadliga delarna av den traditionella energisektorn.

300 MILJARDER EURO TILL 2030

Miljöprogrammet Repower EU

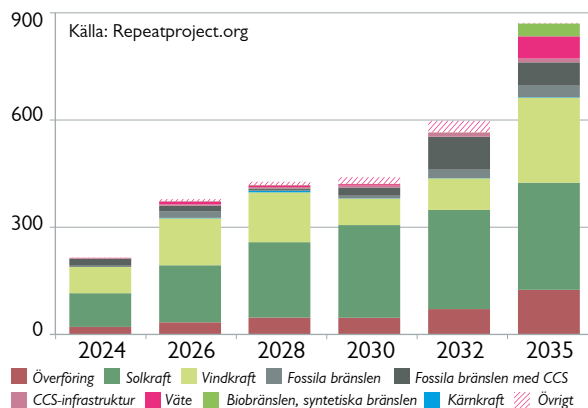
**Energieffektivisering**

Minskad efterfrågan på energi är den andra viktiga delen av ekvationen för att nå klimatmålen. Som vi berättat tidigare¹ kan energiförbrukningen sänkas med relativt enkla medel: bättre värmesystem, optimerad elförbrukning i byggnader och effektivare byggnadsmaterial. I industrin finns stor förbättringspotential genom processoptimering, smartare material och energisnåla system. Här fungerar koldioxidrapportering och ett högre pris på koldioxid (via utsläppsrätter) som påskyndande faktorer. Återvinning av material är också ett viktigt område.

¹ Se temaavsnitt i *Allokering och portföljstrategi* sommaren 2021.

BIDENS GRÖNARE USA

Energiinvesteringar i Inflation Reduction Act, mdr USD



Det senaste året har energieffektivisering lyfts högre upp på dagordningen. Området spelar en viktig roll i miljöprogrammen Repower EU (se graf ovan till vänster) och amerikanska Inflation Reduction Act (se graf ovan till höger). Europas dyra el är en uppenbar katalysator som ökar behovet av energieffektiviseringar.

Försäljningen för många bolag som bidrar med effektiviseringslösningar är dock kopplad till den generella byggecykeln. Kortsiktig konjunkturoro har delvis fått det långsiktiga strukturella tillväxt-caset att hamna i skymundan. Det här återspeglas i värderingarna, som börjar se attraktiva ut för flera bolag inom temat. Vi ser därför ett intressant läge att öka denna exponering framöver.

Det senaste året har energieffektivisering lyfts högre upp på dagordningen. Området spelar en viktig roll i miljöprogrammen Repower EU och amerikanska Inflation Reduction Act. Europas dyra el är en katalysator.

PORTFÖLJMIXEN: TILLVÄXT OCH VÄRDE

Kombinationen av ovanstående komponenter ger en diversifierad energiportfölj med omställningen som underliggande drivkraft. Vissa delar – såsom förnybar energi, elektrifiering och batterier – är tydliga tillväxt-investeringar som drar nytta av de enorma satsningar som krävs under årtionden för att klara klimatmålen. Här är värderingarna högre och vinsterna ligger längre fram i tiden. Inom traditionell energi är situationen den omvända: Här väntas stora delar av vinsterna komma i närtid och värderingarna är låga. Oviljan att investera i den traditionella sektorn har sänkt värderingen på bolag i hela värdekedjan, trots att vi kan räkna med fortsatt tillväxt i efterfrågan för vissa delar av olje- och gassektorn under en längre övergångsperiod. De ”gröna” metallerna är naturtillgångar som vi måste använda allt mer av i det nya systemet, medan vi med energieffektiviseringar förhoppningsvis kan minska tillväxttakten för efterfrågesidan. Kärnkraft är svårare att investera i, men vi adderar ändå en mindre exponering mot uran i portföljen, som en option på att kärnkraft kommer behövas för att nå klimatmålen.

Vår portfölj innehåller inte så många defensiva inslag, men har en tydlig mix mellan tillväxt och värde, bolag med längre och kortare duration. Det ger också möjlighet att taktiskt anpassa portföljmixen till värderingar och ränteläge. Just nu rekommenderar vi en taktisk övervikt mot de lägre värderade delarna av portföljen, och selektivitet inom tillväxt, drivet av en makromiljö med högre räntor och minskad likviditet (se temaavsnittet om ”verkliga värden” i januariutgåvan av *Allokering och portföljstrategi*).



Det amerikanska paketet Inflation Reduction Act omfattar bland annat investeringar om 369 miljarder USD i energisäkerhet och klimatteknik. Den 16 augusti undertecknades lagen av president Joe Biden. Till höger vicepresident Kamala Harris, till vänster hennes make Doug Emhoff och presidenthustrun Jill Biden.

Foto: Anna Moneymaker/Getty Images

Vi har flera aktiva fonder och ett antal ETF:er som lämpar sig för en sådan portfölj – kontakta din rådgivare om du vill veta mer. I våra portföljer Carnegie Utländska aktier, Global Tema och Global Stock Picking är energiomställningen det dominerande temat. Portföljen Global Stock Picking har ingen exponering mot traditionell energi, och är ett bra alternativ för den som inte vill eller kan investera i sektorn.

A King penguin stands prominently in the center of a large colony of its fluffy brown chicks. The adult penguin has a black head and neck with a bright yellow patch on its cheek and a blue-grey body. The chicks are covered in thick, brown down and have dark blue beaks. They are all looking in various directions, creating a sense of a busy, crowded colony.

I idealfallet tillhandahåller alternativa investeringar en diversifierad avkastning som har låg samvariation med traditionella tillgångar.
Foto: Jeremy Richards/Alamy

Det finns många sätt att hitta avkastning som är kvalitativt frikopplad från börsens rörelser. Rådande makroekonomiska läge ger intressanta möjligheter för vissa alternativa strategier.

TEMA. **Recession och marknadsturbulens skapar bra livsmiljöer för distressed debt- och volatilitetsstrategier. En ny ränteregim bådär gott för trendföljare. Alternativa investeringar kan både hjälpa portföljavgastningen och dra fördel av ett nytt marknadsklimat.**

Går sin egen väg

Traditionella investeringar som aktier och obligationer har ofta svårt att skapa positiv avkastning i en miljö med hög inflation. Första halvan av 2022, med inflation kring 5–10 procent i Europa och USA, var inget undantag. Under året har inflationsförväntningar reviderats upp och ekonomiska förväntningar reviderats ned. Centralbankerna har efter en lång period av lätt penningpolitik fått möta en hård verklighet, och tvingas nu till tuffa beslut för att tämja inflationen och återvinna förtroendet för institutionerna. De höjer styrräntan med historiskt stora steg, och minskar samtidigt sina balansräkningar genom att inte återinvestera förfallna obligationer. Hösten 2021 skrev vi i strategirapporten *Ökad friktion* om inflationens

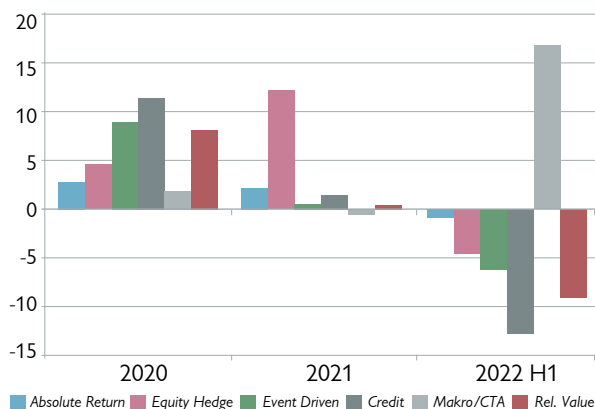
återkomst i kölvattnet av alla finans- och penningpolitiska stimulanser samt andra pandemirelaterade konsekvenser.

I denna artikel ska vi återbesöka ämnet med en uppdaterad analys av hur man kan diversifiera sin investeringsportfölj. Vi ser i rådande makroekonomiska läge intressanta möjligheter för vissa alternativa strategier.

I april underviktade vi aktier till förmån för alternativa investeringar. Uttrycket ”alternativa” syftar på alternativ till traditionella investeringar, såsom börsnoterade aktier och obligationer som handlas på likvida och reglerade marknader. Det alternativa investeringssegmentet utgörs till stor del av fondstrukturer som *private equity*, *private debt* och *venture capital* – dessa kan vara

STARKA TRENDFÖLJARE I TUFF MILJÖ

Avkastning, olika hedgefondkategorier, procent



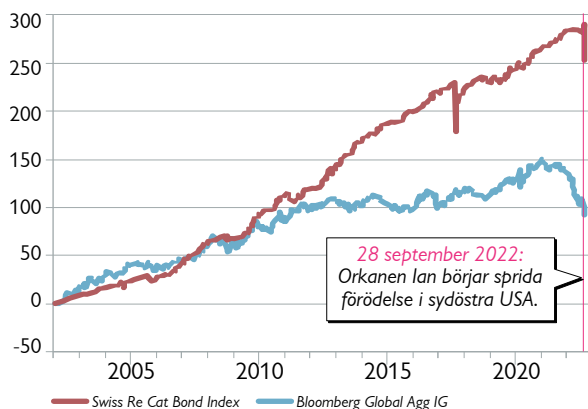
bra investeringar på lång sikt, men är oftast illikvida, med löptider på flera år. Över tid har de även en viss samvariation med aktier, vilket gör att den diversifierande effekten inte blir så stor.

Hedgefonder: Håll koll på avgifterna

En annan kategori alternativa fonder är hedgefonder, en bred samlingsterm för mer flexibla fondstrukturer. Hedgefonder får ta långa och korta positioner, med eller utan hävstång, med en bredare palett av instrument som terminer, optioner, swappar och andra derivat. Många hedgefonder investerar i en rad olika tillgångslag, endast begränsat av repektive fonds fördefinierade

RÄNTELIK AVKASTNING, MEN ANNAN RISK

Cat bonds och globalt ränteindex, utveckling, procent



investeringsstrategi och tillhörande investeringsreglemente. Denna flexibilitet har ett pris: Hedgefonder tar ofta ut högre förvaltnings- och prestationsbaserade avgifter än vanliga aktie- eller obligationsfonder. Historiskt har hedgefonder haft dåligt rykte på grund av avgiftsnivån och då vissa ibland inte har levererat den förväntade diversifieringen när volatiliteten ökat. Därför är det viktigt att välja rätt förvaltare, så att man inte betalar höga avgifter i onödan.

Aktiehedgefonder: Den största och mest kända hedgefondkategorin är *long/short*-aktieförvaltning. Som namnet antyder går dessa strategier ut på att ta långa och korta

Historiskt har hedgefonder haft dåligt rykte på grund av avgiftsnivån och då vissa inte har levererat förväntad diversifiering. Därför är det viktigt att välja rätt strategi och förvaltare, så att man inte betalar höga avgifter i onödan.

positioner i aktier för att tjäna på att kursen stiger eller sjunker. Balansen mellan långa och korta positioner kallas för nettoexponering. En positiv nettoexponering innebär exponering mot aktiemarknaden, och således samvariation med denna. Ju större nettoexponeringen är desto högre blir samvariationen (medan den diversifierande effekten minskar i motsvarande mån). *Equity long/short* var en besvikelse under börsnedgången 2018, då det visade sig att många förvaltare inte hade balanserat sin nettoexponering på ett lämpligt och förväntat sätt.

Marknadsneutrala strategier balanserar nettoexponeringen nära noll och kan därmed bidra med låg samvariation och bra diversifiering. Då beror avkastningen enbart på förvaltarens förmåga att vara smartare än marknaden och generera alfa, vilket enligt akademisk litteratur är sällsynt, men inte omöjligt.

På grund av de många fallgroparna beträffande samvariation med börsen har vi en förhållandevis låg andel *long/short*-aktiefonder i vår alternativa allokering.

Cat bonds: Frikopplade från börsen

Det finns många sätt att hitta avkastning som är kvalitativt frikopplad från börsens rörelser. Ett exempel är förvaltare som investerar i försäkringsrelaterade instrument, till exempel katastrofobligationer (*cat bonds*, se *Allokering och portföljstrategi* sommaren 2018). Förenklat fungerar katastrofobligationer så att kupongrättan utgör en riskpremie för att en viss naturkatastrof inträffar. Om en fördefinierad försäkringshändelse (till exempel en översvämning) inträffar kan pengar behöva betalas ut till den drabbade försäkringstagaren, med följd att *cat bond*-innehavets värde minskar. Uteblir



En *cat bond*-relevant riskexponering, frikopplad från marknadsutvecklingen: Den 28 september började kategori 4-orkanen Ian härja delstater i sydöstra USA. I skrivande stund rapporterar *Washington Post* ett femtiotal omkomna och skador för 60 miljarder dollar enbart i Florida. Försäkringsbranschen talar om inkomna ersättningskrav på runt 1,5 miljarder dollar. Foto: Nasa

katastrofen, så återbetalas investerat kapital när obligationen löper ut. *Cat bond*-investeraren får alltså en stabil intäktskälla över tid, med riskerna kopplade till vädret snarare än till makroekonomiska händelser (se graf till höger på motstående sida).

Stressade obligationer: Intressant miljö

Det finansiella klimatet hårdnar för företagen. Vissa marknadsspecialister inriktar sig på att skilja bolag som får det kroniskt tufft framöver från andra som kan komma ut starkare efter en tids finansiell stress.



Den franska logistikkoncernen CMA CGM driver närmare 600 fraktfartyg och har 150 000 anställda. Bolaget blev föremål för *distressed debt & special situations*-förvaltares intresse under 2019 och 2020. Året därpå blev ett kraftigt lyft för CMA CGM, som ökade omsättningen med 78 procent (till 56 miljarder USD) och fördubblade EBITDA-marginalen till 41 procent. Foto: TT

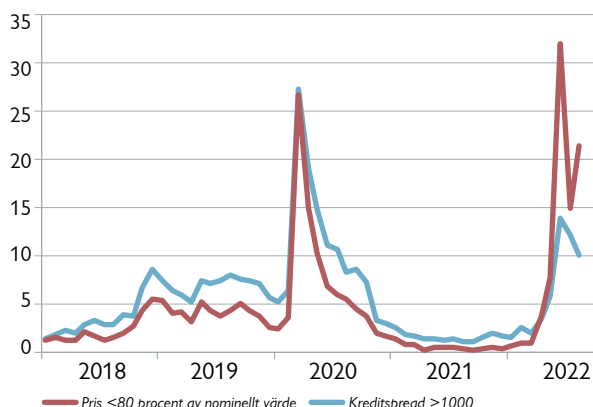
Två snarlika kategorier vi gillar är *distressed debt* & *special situations* och *long/short credit*, där förvaltarna tar positioner i finansiellt stressade bolag vars obligationer handlas långt under sitt nominella pris. När konjunkturen vänder ned och osäkerheten ökar kan dessa specialister hitta bra investeringsmöjligheter (se graf till vänster på motstående sida. De får chansen att köpa lågvärderade krediter i hälsosamma bolag med stabila kassaflöden, och att blanka krediter som är övervärderade sett till bolagens återbetalningsförmåga under bistrare finansiella förhållanden. Förvaltarna kan även ge värdefullt stöd till bolagen, genom finansiell omstrukturering eller andra förfaranden som hjälper dem att bemästra läget.

Skuldsättningen ökade redan före 2020. Trenden accelererade under pandemin, då väldigt många företag, inklusive finansiellt hälsosamma, behövde låna pengar för att överleva. De flesta bolag har sedan dess dragit ned skuldsättningen i takt med att konjunkturen återhämtat sig. Andra, som har kvar sin höga skuldsättning, börjar nu få det betydligt svårare att hantera situationen när räntorna stiger. Tillsammans med utflöden från *high yield*-fonder innebär detta att krediter som värderas på stressade nivåer utgör en större andel av den totala *high yield*-marknaden än någon gång sedan finanskrisen 2008.

Vår externa förvaltare inom *distressed debt* & *special situations* har kunnat utnyttja denna trend väldigt bra de senaste åren. Givet förutsättningarna tror vi att förvaltaren har fortsatt goda utsikter att kunna skapa avkastning som har låg samvariation med traditionella tillgångar.

BRA MÖJLIGHETER FÖR *DISTRESSED DEBT*

Stressade *high yield*-obligationer, procent av marknaden

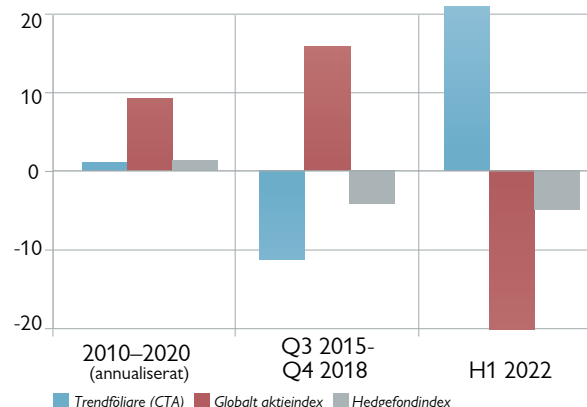


Trendföljare: Gynnas av regimskifte

Trender har alltid varit en central aspekt av prISRÖRELSE på publika marknader. Trenderna blev mer urvattnade efter finanskrisen 2008, när centralbankerna valde att stimulera varje gång det uppstod oönskad volatilitet. Nu har denna regim förändrats diametralt, med bättre förutsättningar för investerare som vill kapitalisera på trender. En stor kategori hedgefonder gör detta och brukar kallas för "trendföljare". Andra benämningar är *managed futures* och CTA (*Commodity Trading Advisors*). Sistnämnda förkortning avspeglar vad förvaltkategorin jobbade med för nästan 40 år sen: De handlade med råvaruterminer. Dagens CTA-förvaltare försöker identifiera och investera

AVKASTNINGSREKORD FÖR TRENDFÖLJARE

Trendföljare, aktier och hedgefonder, utveckling, procent



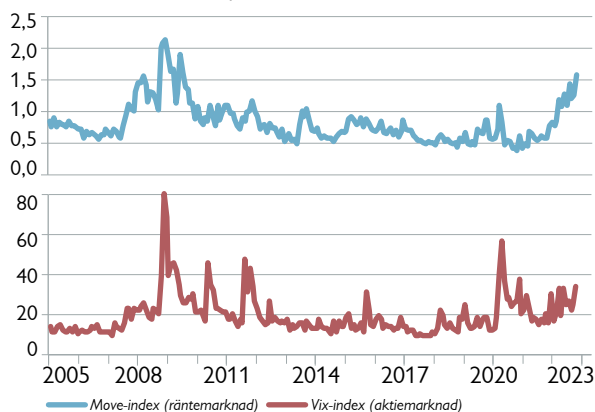
i upp- eller nedtrender inom olika tidshorisonter och tillgångsklasser. Oftast baseras strategierna på avancerade matematiska och statistiska modeller, för att hitta trender och hantera risk.

Trendföljarnas historik är dock inte alldeles fläckfri. Under tio år, 2010–2020, var snittavkastningen för CTA-index ynka 1 procent per år, men till en mycket hög volatilitet. Framför allt var perioden från slutet av 2015 till slutet av 2018 en besvikelse, då CTA:er avkastade -11 procent. 2018 blev särskilt problematiskt genom att CTA:ernas negativa avkastning sammanföll med fallande börser. Det fick många investerare att vakna upp och inse att trendföljarna inte diversifierade portföljen som förväntat.

En ny penningpolitisk regim gynnar trendföljare. Under första halvåret 2022 hade segmentet sin bästa halvårsavkastning hittills, och var med stor marginal den bäst presterande hedgefondkategorin.

MER STÖK, SÄRSKILT PÅ RÄNTEMARKNADEN

Volatilitetsindex, USA, procent

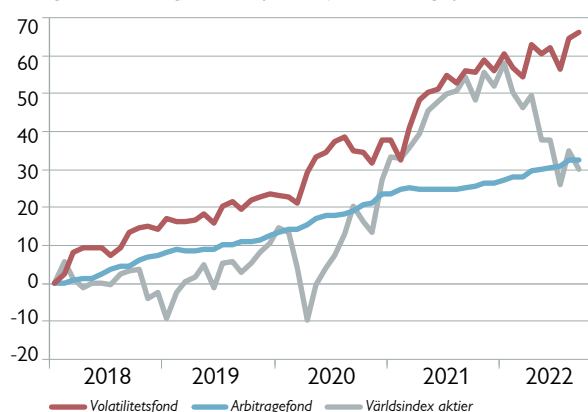


Nu tycks situationen vara en annan: Under första halvåret 2022 hade CTA-index sin bästa halvårsavkastning i indexets historia, och segmentet var med stor marginal den bäst presterande hedgefondkategorin (se graf till höger på föregående sida).

Vilka makroekonomiska krafter dominerande under årtiondet före 2022, och hur är situationen i dag? Skillnaden är markant. Epoken av låga räntor och kvantitativa lättnader är över och har ersatts av hökaktiga centralbanker och kvantitativa åtstramningar. Det påverkar trendföljarna, vars algoritmer behöver långa och stora trender (uppåt eller nedåt) för att de ska tjäna pengar. Under årtiondet efter finanskrisen var marknadstrenderna mer kortlivade än tidigare, och i genomsnitt svagare än historiskt. Centralbankerna hade iklätt sig en väktarroll för att förhindra stök på olika tillgångsmarknader, i synnerhet räntepapper, aktier och valutor. I dag kan de inte längre göra detta

OKORRELERAD AVKASTNING

Hedgefondstrategier i vår portfölj, utveckling, procent



utan att helt rasera förtroendet för sina institutioner. Det talar för att trendföljare numera möter en mer gynnsam makroekonomisk miljö.

Volatilitet och arbitrage: Rätt i orostid

En unik kategori av strategier som kan lämpa sig för en eventuell miljö präglad av oro (se graf ovan till vänster) och hög inflation är volatilitets- och arbitragestrategier. Dessa förvaltare klarar sig ganska bra i alla väder, förutom i perioder med extremt låg volatilitet (exempelvis 2017).

Volatilitetsinriktade förvaltare utnyttjar snedvridningar i prissättningen på optionsmarknaden för att generera avkastning. Snedvridningarna kan uppstå av flera anledningar. Ett exempel är när större institutioner köper strukturerade produkter, vilket indirekt gör dem till köpare eller säljare av optioner, varför vissa prisrelationer mellan derivaten snedvrids. Eftersom snedvridningen

uppstår på grund av finansiella flöden, och inte beror på underliggande fundamenta, kan man anta att sådana felprissättningar försvinner över tid, och ta positioner som utnyttjar detta (se graf till höger på motstående sida).

Arbitragestrategier är ett annat sätt att utnyttja felprissättningar. Förvaltarna kan exempelvis ta en lång position i guld i London och samtidigt en kort position i guld i Shanghai, om de har sett något som talar för att en snedvridning på guldmarknaden blir kortvarig.

Dessa strategier fungerar i de flesta marknadsmiljöer, och en volatilitetsmiljö som 2017 torde inte återkomma i närtid. Förvaltarens kompetens och erfarenhet blir således av högsta vikt för volatilitets- och arbitragestrategier, eftersom det gäller att snabbt hitta möjligheter, förstå varför de uppstår, och veta hur man ska positionera sig för att kunna utnyttja dem. Inte minst måste risken för positionerna hanteras, inte alldeles trivialt för denna typ av strategier. God riskhantering är sällsynt, har vi kunnat konstatera, och vi anser att den är värd att betala för.

INVESTERINGSMÖJLIGHETER

Alternativa strategier kräver specialistkunskaper och lång erfarenhet. Inträdesbarriärerna för trendföljande strategier är låga, utbudet av trendföljande förvaltare är stort och deras prestationer i olika marknadsmiljöer varierar. Det kan bero på att vissa förvaltare investerar i esoteriska



Arbitragestrategier innebär att utnyttja felprissättningar. Den som tror sig ha identifierat en snedvridning av marknaden – till exempel i guld – kan ta en lång position på en marknad, och en kort position på en annan. Foto: Istockphoto

Förvaltarens kompetens och erfarenhet är av högsta vikt för volatilitets- och arbitragestrategier. Inte minst måste risken för positionerna hanteras, inte alldeles trivialt för denna typ av strategier. God riskhantering är sällsynt.

marknader, medan andra lägger mer energi på att förfinas sina matematiska modeller. Den som vill sprida förvaltar-risken kan köpa en ETF som replikerar stora positioner hos 20 trendföljande förvaltare.



Den amerikanske ekonomen Stephen Ross initierade flera viktiga teorier och modeller inom finansiell ekonomi, främst *arbitrage pricing theory* (APT). APT hjälper investerare att förstå avvägningen mellan risk och avkastning. Stephen Ross skrev flera böcker och är medförfattare till en bästsäljande lärobok i *corporate finance*. Han avled 2017. Foto: Daniel Acker/Getty Images

Inom *long/short credit* och *distressed debt* är förvaltarens lokala kompetens och erfarenhet en relevant faktor. Landsspecifika lagar och regler kan ha stor inverkan på hur rekonstruktionsförfarande går till.

Samma princip går att tillämpa på förvaltare inom volatilitet och arbitrage. Erfarenhet från en större institutions tradingavdelning eller liknande ger unik insikt i vilka typer av motparter som handlar, och ibland även i varför vissa flöden ser ut som de gör.

I Carnegies portfölj Alternativa Investeringar har vi sedan en tid exponering mot *distressed debt* & *special situations*, som tar långa och korta positioner i företagsobligationer, samt mot förvaltare inom volatilitet och arbitrage. Vi har under året ökat exponeringen mot förnämnda externa förvaltare.

Vi har också tagit en exponering mot trendföljare i samband med regimskiftet i centralbankspolitiken.

- Vill man investera i trendföljande fonder finns det UCITS-fonder som är tillgängliga för privatpersoner, samt en USA-registrerad ETF.
- Arbitrage- och volatilitetsfonder tenderar att inhysas i mer komplicerade fondskal och privatpersoner kan sällan investera i dem direkt. Dessa strategier är en betydande del av allokeringen i vår portfölj Alternativa Investeringar.
- Vi har exponering mot försäkringsrisk genom katastrofobligationer och *distressed debt* i portföljen Alternativa Investeringar. Professionella investerare kan ta direkt exponering mot segmenten.

Utländska aktier

REKOMMENDATIONER. **Vi gillar hälsovård, energi och råvaror, men har sålt småbolag i USA och minskat andelen aktiv förvaltning. Vi överviktar Storbritannien, frontier markets och Kina.**

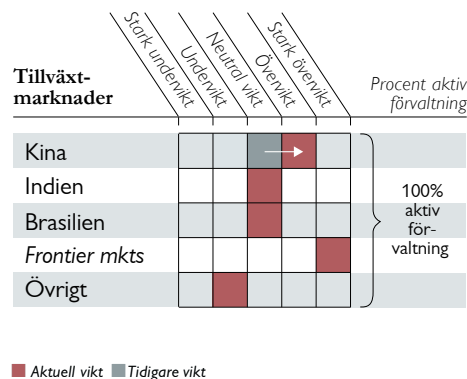
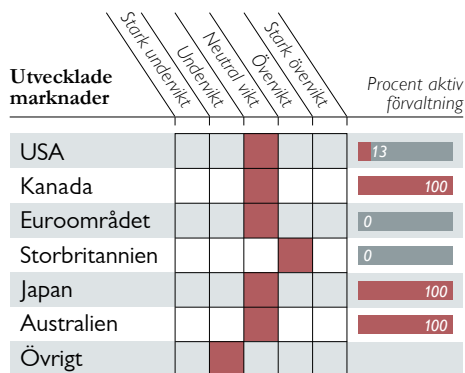
Högre räntor, högre inflation och rädsla för recession har fått investerarna att flytta fokus från ”tillväxt till varje pris”-aktier till den defensiva aktiekategorin ”stabila kassaflöden till varje pris”. Årets investeringsströmmar har gynnat sektorer som dagligvaror (Procter & Gamble, Nestlé, Coca-Cola) och hälsovård (Johnson & Johnson, Astrazeneca), som relativt börsen har klarat sig väl med nedgångar på runt 15 procent. Bolagen har defensiva egenskaper med kassaflöden som påverkas mindre av vad som sker i omvärlden. De senaste årens vinnarsektorer IT (Apple, Microsoft), kommunikation (Facebook, Google) och sällanköp (Amazon, Tesla) tillhör förlorarna i år, med nedgångar på över 30 procent. En sektor har fullständigt

utklassat allt motstånd: energisektorn, som är upp 23 procent (se graf till vänster på nästa sida). Den globala energikrisen gynnar även sektorn *utilities*, där bolag i segmentet ny energi (till exempel Sempra Energy, Constellation Energy) är upp 15–60 procent. (Alla siffror i USD.)

ATTRAKTIV ENERGI

Generellt har marknaden justerat ned vinstförväntningarna för bolagen, för att spegla den tuffare makromiljö som nalkas. En del elände är redan diskonterat, vilket framgår av att ett globalt aktieindex är ned dryga 20 procent i år (i dollartermer). Värderingen har fallit ännu mer och är därmed något lägre än det historiska snittet kring 15x

EXPONERING Förändringar sedan maj 2022



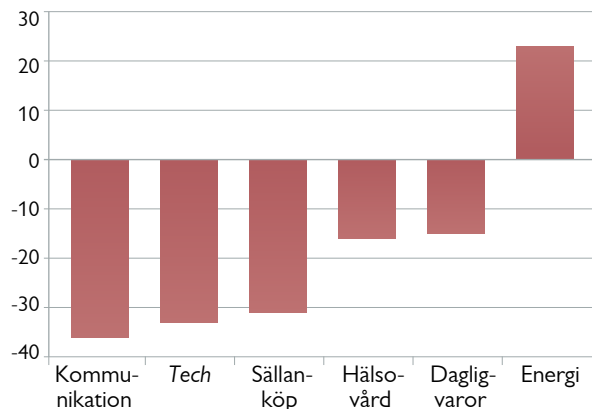
AKTUELL PORTFÖLJ

Positioner och förändringar

- Vi behåller vår position i amerikanska banker
- Vi har en ny position mot energibolag i USA.
- Vi har sålt gruvbolags-ETF:er.
- Ökar inom aktiv förvaltning av naturtillgångar, men minskar andelen aktiv förvaltning generellt.

ENERGI UPP, TECH NED

Kursutveckling hittills i år, USA, procent

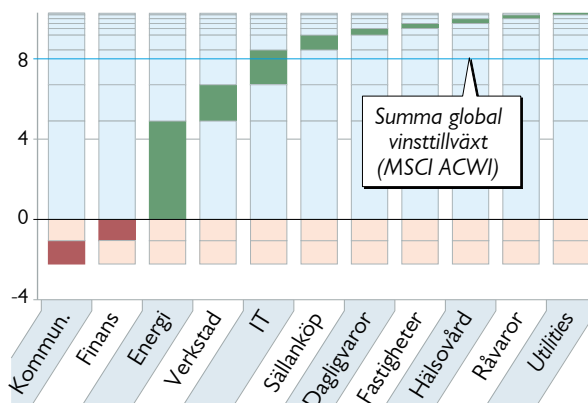


den förväntade vinsten tolv månader framåt. För bolagen i världsindex förväntar marknaden att vinsttillväxten fortfarande landar på 8–9 procent i år. Däremot har nästa års vinsttillväxt krympt till 6 procent från tidigare runt 9–10 procent. Bedömningen försvåras av den viktiga energisektorns omsvängning från en vinsttillväxt om 120 procent i år till vinstfall om 14 procent nästa år. Marknaden räknar med att marginalerna globalt ligger kvar på dryga 11 procent, men att försäljningstillväxten sjunker från 12 procent i år till 3,5 procent nästa år. Vi ser risk för vinstfall.

Den defensiva dagligvarusektorn värderas nu högst (tillsammans med IT-sektorn), både sett till sin egen historik och jämfört med andra sektorer. Teslas värdering på runt 50x den förväntade vinsten tolv månader framåt drar upp hela sällanköpssektorn till samma nivåer som IT. Hälsovård har en något lägre värdering jämfört med sin

ENERGI I EN KLASS FÖR SIG

Sektorbidrag till förväntad global vinsttillväxt, 2022, procent



egen historik och ligger i mitten relativt andra sektorer. Energisektorn är historiskt och relativt andra sektorer fortsatt väldigt lågt värderad. Råvaru- och finanssektorerna sticker också ut med historiskt låga värderingar.

EUROPA: FORTSATT NEUTRAL VIKT

Portföljen är relativt ett världsindex neutral mellan regioner. Europa ser attraktivt ut, men det har sina skäl (se tabell på motstående sida). Kontinenten är epicentrum för en rad bedrävelser, där krig och ohållbara priser på el och naturgas sticker ut mest. Representanter för energiintensiva bolag (inom kemi, metall och cement) har krävt att EU agerar – skenande energipriser tvingar både stora och små bolag att stänga. När elräkningen ska betalas riskerar hushåll att förpassas från medelklass till under existensminimum. Breda index för Europa exklusive Storbritannien är ned 14 procent i år och den

ALLT BILLIGARE – FRÄMST I EUROPA

P/E-tal, 12 mån framåtblickande

	Per 20 sep	Högsta 2021	Förändring, procent
Frankrike	9,9	18,4	-46
Euroområdet	10,4	18,1	-43
Storbritannien	8,9	14,9	-40
Tyskland	9,9	16,4	-39
Tillväxtmarknader	10,6	16,5	-36
Japan	12,1	18,7	-35
Världen	14,7	21,2	-31
USA	16,5	22,9	-28

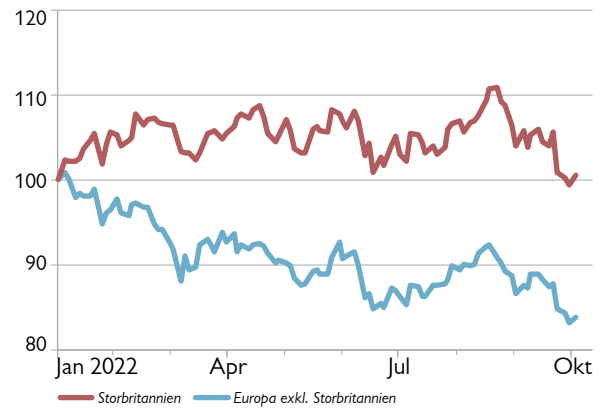
framåtblickande värderingen är ned 30 procent (i SEK) till 11,5x den förväntade vinsten tolv månader framåt. Stöd för regionen är värdering, stora finanspolitiska stimulanser och att Europa redan är underviktat i många globala aktieportföljer. Ett förhöjt geopolitiskt riskläge, hög inflation och bestående energikris (inte bara höga priser, utan också brist på energi) gör emellertid en recession sannolik på kort sikt. Vi behåller därför vår neutrala vikt mot breda Europa.

STORBRITANNIEN: BEHÅLLER ÖVERVIKT

I början av året initierade vi en övervikt mot Storbritannien. Inte på grund av ekonomin, utan för att den brittiska börsen gynnas av goda tider för energi, banker och

STORBRITANNIEN SLÅR EUROPA

Europeiska och brittiska aktier (SEK), indexerade

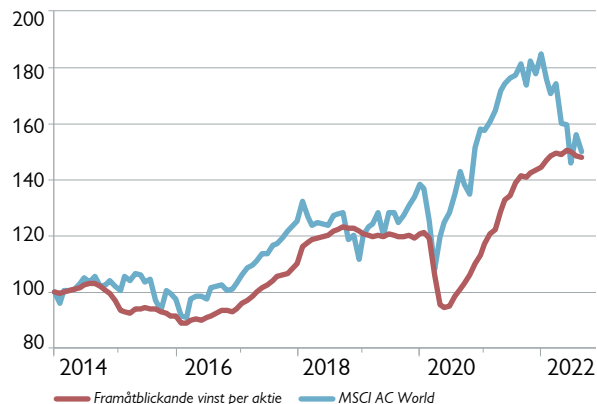


gruvindustri. I år har Londonbörsen knappt fallit. Ändå är den framåtblickande värderingen fortsatt rekordlåg relativt övriga marknader, även justerat för sektorfördelning. En förklaring är att årets vinstestimat har reviderats upp med 25 procent, klart bäst av de stora börserna. Till och med om energisektorn exkluderas är Storbritannien bäst i klassen på upprevideringar. Börsen har också högst direktavkastning, närmare 4 procent, jämfört med andra regioner (världsindex: drygt 2 procent). Positionen behålls.

I början av året initierade vi en övervikt mot Storbritannien. Inte på grund av ekonomin, utan för att den brittiska börsen gynnas av goda tider för energi, banker och gruvindustri. I år har Londonbörsen knappt fallit.

LÄGRE VINSTER ETT BÖRSHOT

Globala aktier och globala vinster, indexerade



USA: VI GILLAR ENERGISEKTORN

USA är som vanligt högt värderat relativt övriga regioner, med vinster på toppnivåer. Å andra sidan utgör USA en trygg hamn i perioder av stor geopolitisk osäkerhet. IT-sektorn i USA genererar enorma vinster, men med en högre ränta som pressar värderingen är *safe haven*-statusen inte lika självklar längre. Totalt har portföljen en neutral allokering mot USA – värderingen har visserligen kommit ned, men den amerikanska konjunkturrisken är stor.

Den amerikanska börsen har övertagit ledningen från Europa. Stora sektorer i Euroområdet, som energi och banker, har gått starkt, medan teknikbolag, som dominerar det amerikanska börsindexet, har ett svagare år. Förklaringen till den stora skillnaden i utveckling är en ovanligt stark dollar, som är upp 15 procent relativt en valutakorg.

Dystrare utsikter för småbolag

Inom USA har vi minskat andelen mindre bolag genom att avyttra en aktiv småbolagsförvaltare. Vi gillar amerikanska småbolag, som ofta har en större hävstång på konjunkturen än större bolag, men med en global lågkonjunktur i antågande mörknar utsikten. Omvärderingen av covid-vinnare pressade också förvaltarens exponering mot lönsamma internetbolag. Vi ökade i stället exponeringen mot lågt värderade och defensiva läkemedelsbolag via en börshandlad fond (ETF). Vi behåller positionen mot likaviktad USA-exponering, som per automatik ger mindre tyngd åt stora IT-bolag till förmån för billigare sektorer som *utilities*, verkstad, fastigheter, finans och råvaror. Det ger oss en mindre koncentrerad exponering (fem av USA-börsens största bolag utgör 22 procent av index) och en lägre värdering. Vi behåller vår investering i värdebolag inom finans, hälsovård och energi, branscher som historiskt har utvecklats bäst när inflationen är hög.

Riktad investering mot energi

Energikrisen visar hur beroende världen fortfarande är av fossila bränslen som olja och gas. Vi har haft en strukturell undervikt mot denna sektor, eftersom portföljens temadel utöver gruvbolag består av banbrytande teknologi och innovation, områden som normalt inte förknippas med energibolag. På lång sikt föredrar vi fortfarande digitalisering framför oljebolag. På kort sikt väljer vi att göra en riktad investering mot energisektorn via ETF. Likviden tas från amerikansk indexexponering.

Även om priset på olja sjunker igen (på grund av vikande konjunktur), så kommer bolagen i sektorn

fortfarande att ha fria kassaflöden på 10–20 procent av börsvärdet, varav stora delar går tillbaka till aktieägarna via utdelningar och aktieåterköp. Enligt Internationella energirådet (IEA) förväntas efterfrågan på olja öka med 2,1 miljoner fat per dag under 2023, vilket talar för ett fortsatt högt oljepris. Som jämförelse förväntas den globala konsumtionen av råolja under tredje kvartalet i år landa på 99,5 miljoner fat per dag.

Trots uppgången under 2021–2022 (totalt cirka 180 procent i SEK) har energisektorn en låg värdering kring 8–9 gånger den förväntade vinsten tolv månader framåt. Det är långt under det historiska snittet på 16,5x. Värderingen är också lägre än under andra perioder med lika högt oljepris som i dag. Samtidigt har energibolagen såväl bättre lönsamhet som lägre skuldsättning än tidigare.

En förklaring till branschens låga värdering kan vara att många institutionella investerares ESG-policyer ganska fyrkantigt utesluter hela sektorn. Carnegies förvaltning har en annan syn: Under en omställningsfas där beroendet av fossila bränslen fortfarande är stort anser vi att det är bättre att ta del av vinsterna som dessa bolag genererar och använda dem till att exempelvis investera i energiomställningen. Som ägare kan vi också vara med och påverka bolagens riktning framåt. Läs mer om energisäkerhet i temaavsnittet på sidan 30.

KINA: ORO FÖR FASTIGHETSKRIS

Kina upplever en delvis självförvällad avmattning, som vi berättat om i tidigare strategirapporter. Nolltolerans mot covid och utjämningspolitik under parollen ”gemensamt välstånd” har lett till omfattande regleringar av framför allt de stora internetbolagen, vilket har fått tillväxten och börsen att surna. Kinas covid-politik, med nedstängningar som omfattar hundratals miljoner människor, står fast och gemensamt välstånd framför tillväxt är en hörnpelare i landets långsiktiga plan. Kina går sannolikt mot en period av svagare tillväxt. Utan nya kraftfulla stödåtgärder från politiskt håll bromsas sannolikt alla tre huvudmotorer i Kinas ekonomi in ytterligare – fastighetssektorn, exportindustrin och infrastrukturinvesteringarna.

Kärnan i Kinas ekonomiska problem är den pågående fastighetskrisen. Staten har selektivt gått in och garanterat att vissa pågående byggen ska färdigställas. Staden Zhengzhou i Henan-provinsen beordrade nyligen bostadsutvecklare att starta om alla avbrutna byggnadsprojekt senast den 6 oktober. Åtgärdernas verkan återstår att se, men intentionerna är tydliga. En fullskalig fastighetskrasch skulle vara kraftigt negativ för Kinas ekonomi och skaka om hela det politiska etablissemang. Det vill Kinas kommunistiska parti undvika till varje pris. Hur notan för fastighetskrisen fördelas mellan stat, banksektor och hushåll får stor betydelse för konsumtionen i Kina.

Vi behåller positionen mot likaviktad USA-exponering, som per automatik ger mer tyngd åt billigare sektorer som *utilities*, verkstad, fastigheter, finans och råvaror. Det ger oss en mindre koncentrerad USA-exponering.

Vi ser även vissa lättnader i hur nolltolerans-policyn tillämpas, och de stora regleringarna mot IT-bolagen är redan genomförda. För att stabilisera tillväxten har Kina även lättat på den viktiga kreditillgången. Börsen har tappat 10 procent i år och värderingen har kommit ned ytterligare. De politiska åtgärderna talar för Kina, och vi har därför koncentrerat portföljens tillväxtmarknads-exponering dit. Portföljens aktiva Kinaförvaltare fokuserar på landets stora omställning från exportland till en mer konsumtionsdriven ekonomi, samt undviker statsägda bolag och krisande fastighetsbolag.

FRONTIER MARKETS: STARK VINSTILLVÄXT

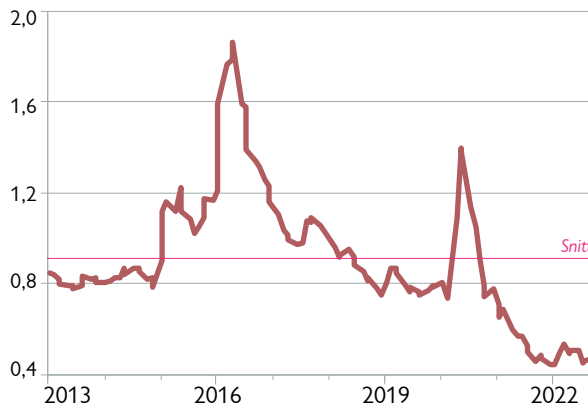
Vår externa *frontier markets*-förvaltare är upp 6 procent i år. Årets framgångar drivs av bolag inom finans, sällanköp och råvaror i länder som Vietnam, Kazakstan och Rumänien. Avkastningen har varit motståndskraftig mot den starka dollarn, som annars kan tynga dessa marknader. Förvaltaren investerar inte i Sri Lanka och Pakistan på grund av social oro i dessa länder, och inte heller i Nigeria och Kenya på grund av ländernas ekonomiska utveckling. Vinsttillväxten är väldigt stark, kring 25 procent, och värderingen fortsatt mycket attraktiv på 11,5x den förväntade vinsten tolv månader framåt. Vi behåller övervikten mot *frontier markets*.

TEMAINVESTERINGAR

De temainvesteringar som inkluderas i portföljen ska alla ha en underliggande strukturell tillväxt, men behöver inte nödvändigtvis klassas som tillväxtsektorer. För att erhålla en intressant kombination av bolag med låg värdering

ATTRAKTIVA RÅVARUPRODUCENTER

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



som också kan bli relativa vinnare på stigande inflation, har vi i portföljen successivt investerat i bolag med fokus mot naturtillgångar, vilket i dag är portföljens största aktiva position. Sektorns låga värdering innebär begränsad nedsida. Den starka vinstutvecklingen kan ge bra avkastning även utan multipelexpansion.

Energi: Omställningen ger stark efterfrågan

Huvudtesen är att världen står inför en längre period med brist på flera viktiga naturtillgångar, drivet av ökad efterfrågan (befolkningstillväxt, urbanisering och växande medelklass i *emerging markets*-länder) i kombination med många år av underinvesteringar. Klimatförändringarna och omställningen till ett koldioxidneutralt system är andra viktiga faktorer som bidrar till trenden. Det handlar framför allt om energi och "gröna" metaller (koppar, litium med flera), men också om jordbruksprodukter

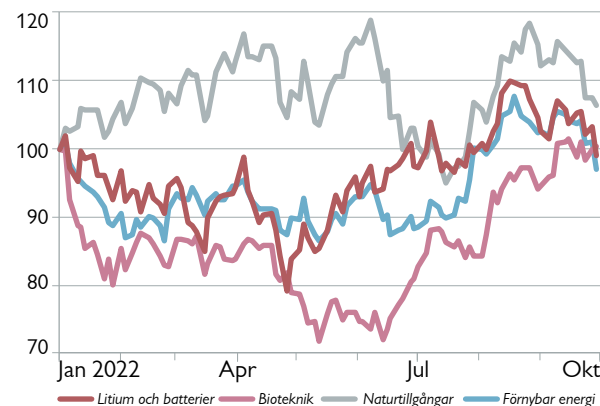
(gödningsmedel) och vatten. Botemedlet mot höga råvarupriser är just höga råvarupriser, som skapar incitament för nya investeringar. Det är dock långa ledtider för att starta nya gruvprojekt (utbud), till skillnad från att starta en batterifabrik i Skellefteå (efterfrågan). I dag genererar gruvsektorn stora kassaflöden som kan delas ut till ägarna. Många av bolagen handlas fortfarande till rekordstor rabatt mot marknaden (se graf på motstående sida). De här investeringarna ökar diversifieringen, skyddar mot inflation och minskar portföljens räntekänslighet.

Bioteknik: Förvärv höjer temperaturen

Bioteknik, som genomgått en svår period, har sedan botten i somras stigit över 40 procent (i SEK, se graf till höger). Därmed ligger portföljens förvaltare före världsindex i år. En förklaring till sommarens uppgång är ökad förvärvsaktivitet (se vårens strategirapport *Utan skyddsnet*). Bland annat har Pfizer förvärvat Biohaven (11,6 miljarder USD) och Global Blood Therapeutics (5,4 miljarder USD), Glaxosmithkline har köpt Affinivax (3 miljarder USD) och Amgen lagt beslag på Chemocentryx (4 miljarder USD). Förvärven kan fortsätta under hösten och utgör tillsammans med positiva kliniska data ett fortsatt stöd för sektorn, medan minskad riskaptit är en motvind. Vi behåller positionen, men ökar inte exponeringen.

FÖRVÄRV LYFTER BIOTECH

Utveckling, SEK, indexerad



Många energi- och råvaruproducenter handlas fortfarande till rekordstor rabatt mot marknaden. Sådana investeringar ökar diversifieringen, skyddar mot inflation och minskar portföljens räntekänslighet.

Svenska aktier

REKOMMENDATIONER. **Vi väljer stabila och defensiva bolag samt undviker höga värderingar. Exponeringen i verkstad har ökats, och vi föredrar banker framför fastighetsbolag.**

2022 har så här långt inte varit ett roligt år för en place-rare på Stockholmsbörsen. Alla index står tydligt på minus och många aktier har bjudit på spektakulära fall. Vid första anblicken ser svenska aktier ut att ha gått klart sämre än omvärlden, men faktum är att underavkastningen främst avspeglar den svaga utvecklingen för den svenska kronan (eller, om man så vill, en synnerligen stark USA-dollar). Men även i lokal valuta har Stockholmsbörsen gått sämre. En stark dollar är dessutom absolut inte bara av ondo, utan har positiva effekter för alla svenska bolag som genererar vinster i den amerikanska valutan. Många industribolag drar således också nytta av utvecklingen.

Även om börshumöret till övervägande delen är dystert, kan vi konstatera att nedgångarna varit ganska blygsamma sedan vår förra strategirapport i maj, trots att makrosenariot försämrats ytterligare under sommaren. Mycket negativt är redan inprisat efter vårens stora tapp. På aktienivå ser vi ett ganska tydligt mönster att bolag med koppling till bygg, fastigheter eller höga värderingar har straffats extra hårt i år. Till exempel syns molntjänstbolaget Sinch, fastighetsbolaget SBB och investmentbolaget Kinnevik högt upp på förlorarlstan. Å andra sidan har aktier med koppling till energi, bank eller tydligt defensiva sektorer klarat sig betydligt bättre. Tobaksjätten Swedish Match tronar som den stora vinnaren, vilket beror på ett bud från Philip Morris. Men även mindre

EXPONERING

Förändringar sedan maj 2022

■ Aktuell vikt ■ Tidigare vikt

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

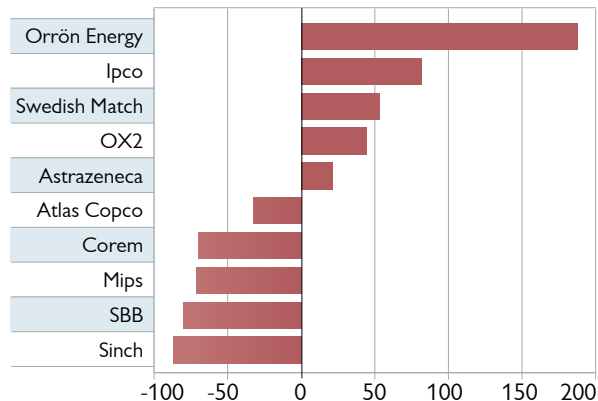
AKTUELL PORTFÖLJ

Positioner och förändringar

- Vi är stock pickers, men strävar efter att hålla en viss balans mellan sektorer för att undvika snedvridning.
- Våra innehav i Hexagon, Addnode, Lagercrantz och Fortnox resulterar branschmässigt i en övervikt mot teknologi.
- Fokus på stabila bolag som klarar besvärliga tider har lett till ökade innehav i Hexagon, Assa Abloy och Atlas Copco.
- Astrazeneca har minskats efter stark utveckling. Sinch och Storskogen har lämnat portföljen på svaga finanser.
- Vi föredrar bank framför fastighetsbolag.

VINNARE OCH FÖRLORARE

Kursutveckling under 2022, procent



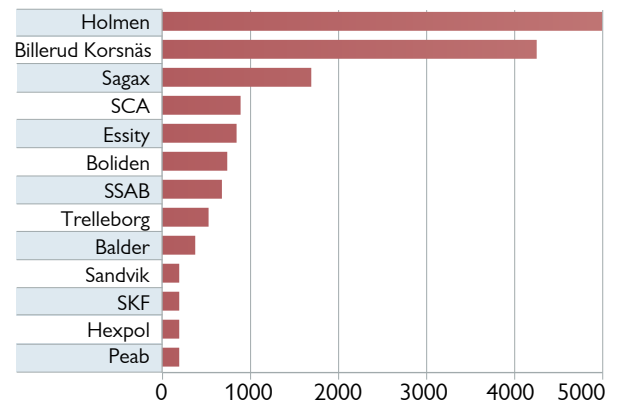
bolag som Orrön Energy, OX2 och IpcO har gått mycket starkt. Läkemedelsjätten Astrazeneca står också ut på den positiva sidan (se graf ovan till vänster). Givet omvärldscenariot med energikris, stigande räntor och försämrade konjunkturutsikter ser reaktionerna ganska logiska ut, även om storleken på kursrörelserna i vissa fall är uppseendeväckande.

ENERGIFRÅGAN I FOKUS

Stigande energipriser, och en eventuell annalkande brist, är ämnet som varit på allas läppar de senaste månaderna. I ett högst osäkert läge utan tillförlitliga prognoser blir det väldigt svårt att bedöma hur energisituationen ska påverka olika bolag (se graf ovan till höger). Marknaden försöker till exempel förstå hur stor del av kostnadsbasen som är energi för att kunna bedöma företags känslighet för prishöjningar. Men frågan är betydligt mer komplex

HÄR BLIR DYR ENERGI KÄNNBAR

Energiintensitet i förhållande till omsättning, MWh/MEUR

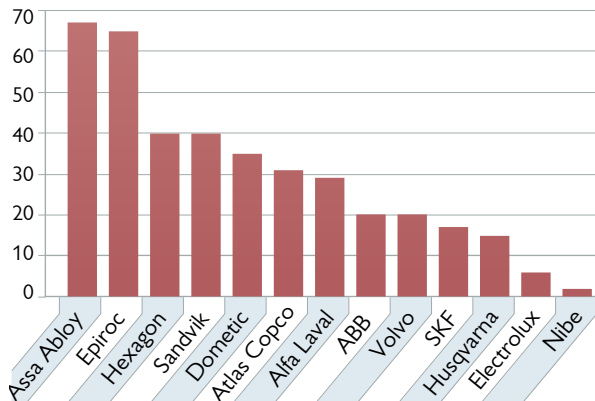


än så. Många företag prissäkrar sin energikonsumtion och mildrar därför effekten av svängande energikostnader. Om prisuppgången är ihållande inträder dock den negativa effekten förr eller senare. Bolagen har oftast även en mix av olika energikällor, vilka ökar olika mycket i pris. Stora globala företag har dessutom oftast sin produktion utspridd i flera länder, vilket ytterligare försvårar analysen. En fabrik i Tyskland som drivs med gas skulle kunna drabbas väldigt hårt, medan motsvarande eldrivna enhet i Norge kan klara sig mycket bättre. Marknaden är orolig för att Europa ska ta till elransonering framåt vintern. Investeringarna har därför blivit alltmer skeptiska till bolag som har en stor andel energikrävande tillverkning på kontinenten.

Energiintensiva sektorer som stål, kemi, processindustri och skogsprodukter har redan drabbats och det kommer allt fler uppgifter om produktionsenheter som ställs

BOLAG MED MOTSTÅNDSKRAFT

Andel eftermarknad av försäljningen, procent



av på grund av för höga kostnader. Svenska skogsbolag har en stor fördel genom att i många fall vara självförsörjande på el. Energi är även en viktig kostnadspost för fastighetsbolagen, men dessa har ofta en klausul i sina kontrakt som skickar vidare kostnaden till hyresgästerna.

På Stockholmsbörsen är snarare fordons- och verkstadsbolagen i skottgluggen. Autoliv, Trelleborg, Sandvik, SKF, Hexpol och Electrolux är några namn som ser sårbara ut (se graf ovan). Samtidigt värderas dessa aktier redan väldigt lågt av aktiemarknaden. Bolagen är cykliska och givet konjunkturutsikterna har placerarna dragit öronen åt sig. Vi har innehav i Sandvik, Autoliv och Electrolux, men undviker de övriga, då vi hellre letar investeringar bland bolag som är mer stabila. Atlas Copco, Epiroc och ABB är exempel på verkstadsbolag som ser ut att ha bättre förutsättningar på energisidan och som också återfinns i vår svenska aktieportfölj.

Man kan naturligtvis inte stirra sig blind på energins kostnadssida, utan måste också ta hänsyn till hur företagens marknader påverkas. Det råder ett enormt sug efter allt som kan tänkas minska energianvändningen. Villaägares elräkningar domineras av uppvärmningskostnader, och värmepumpar har en bevisad förmåga att minska förbrukningen. Därmed ter sig framtiden ljus för tillverkare av värmepumpar och relaterade produkter.

Nibe

För aktieinvestorare med energifokus är Nibe ett uppenbart val. Ett högt elpris är snarast till fördel för Nibe, även om den egna energinoten också stiger. Nibe har en stor marknadsandel i Norden, men det finns mycket att göra för företaget i länder som Tyskland och Storbritannien, där användningen av värmepumpar avses öka de kommande åren. Vi investerade i Nibe i våras, när aktien rekylerade kraftigt från sin makalösa uppgång under 2021. Nu har dock värderingen åter blivit rejält hög, och det krävs en lång tidshorisont för att motivera nuvarande kurs.

Beijer Ref

Kylgrossisten Beijer Ref är en annan vinnare på samma tema. Värmepumpar ingår även i deras sortiment, liksom andra produkter som kan spara energi åt företagskunder. Precis som för Nibe är värderingen emellertid väl tilltagen.

Boliden

Gruvbolaget Boliden är ett annat innehav i vår svenska portfölj som brukar diskuteras när elpriserna stiger. Bolidens smältverk är mycket energikrävande, men vi bedömer samtidigt att bolaget kan vara en relativvinnare då flera av dess konkurrenter har verksamhet i regioner med ännu högre kostnader. Boliden ser än så länge ut att kunna föra vidare högre kostnader till sina kunder.

KONSUMENTEN PÅ RETRÄTT

Makroutvecklingen varslar om bistra tider för konsumenter i allmänhet, och europeiska sådana i synnerhet. Kombinationen av stigande räntor, höga matpriser, dyr bensin och diesel samt skenande elpriser bådär helt enkelt inte gott. Ovanpå detta kommer fallande värden på bostäder.

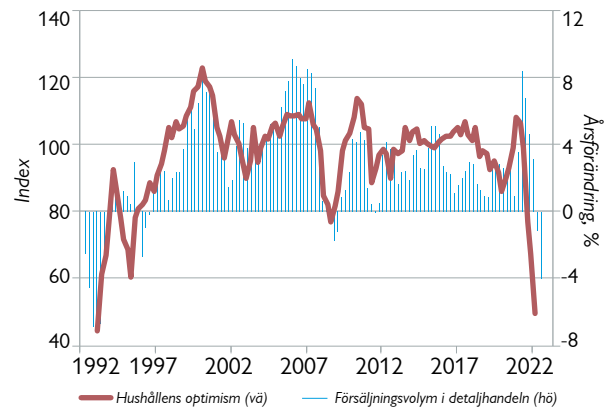
Det är således inte konstigt att hushållen ser rekordmörkt på framtiden, även om arbetsmarknaden fortsatt är stark.

När hushållen prioriterar bland sina utgifter verkar den räntedopade konsumtionsvågen ha nått vägs ände för den här gången (se graf intill). Bolag som Husqvarna, Electrolux, Thule, H&M, BHG och JM har sett sina aktiekurser sjunka ordentligt. Några av dem har dessutom fått en dubbelmäll då de gynnades av pandemin och nu möter väldigt tuffa jämförelsetal, samtidigt som kunderna alltså pressas.

Bistra tider stundar för konsumenter. Hushållen prioriterar bland sina utgifter och den räntedopade konsumtionsvågen verkar vara över. Vi har dock små innehav i Electrolux och Dometic, där vi ser begränsad fallhöjd.

RAS I DETALJHANDELN

Sveriges hushåll och detaljhandel



Vi undrar om inte hushållen har blivit lite väl pessimistiska. Så länge arbetslösheten inte ökar kraftigt kommer det trots allt att finnas en hel del konsumenter med köpkraft kvar när den värsta oron lägger sig. Men under hösten kommer vi fortsatt att vara mycket restriktiva med att lyfta in fler konsumentrelaterade bolag i portföljen. Vi har små innehav i Electrolux och Dometic, där vi helt enkelt tycker att marknaden redan har tagit ut så mycket negativt att fallhöjden borde vara begränsad.

TILLVÄXT TILL ETT RIMLIGT PRIS

Vår grundläggande strategi i den svenska aktieportföljen är att hitta kvalitetsbolag som historiskt har demonstrerat tillväxt, stabil vinstutveckling, stark finansiell ställning och en rimlig värdering. Dessa växer naturligtvis inte på träd och man får ofta göra avkall på någon parameter för att hitta tillräckligt många kandidater. I tider av stor osäkerhet, som nu, blir det än viktigare att hålla sig till säkra kort i form av bolag som bevisat sig i sämre tider. Visst är varje konjunkturcykel unik, men detta ger ändå en fingervisning om hur bra bolagen är på att anpassa sig till nya marknadsförutsättningar. En viktig parameter att väga in är hur stor exponering bolagen har mot eftermarknad (service och reservdelar) och återkommande intäkter. Dessa är betydligt stabilare än nyförsäljning och vinstprognoserna står därmed på fastare mark.

Några portföljinnehav som vi sorterar in i detta fack är Assa Abloy, Hexagon, Atlas Copco, Lagercrantz, Astrazeneca, Lifco och AAK.

Astrazeneca

Bland bolagen i den nämnda gruppen är nog Astrazeneca minst känsligt för de konjunktursvängningar som pågår. Astrazeneca gynnas av en allmänt åldrande befolkning som behöver mer läkemedel. Så länge bolaget har en konkurrenskraftig produktportfölj ligger vinstutvecklingen till stor del i egna händer. Just nu är Astrazeneca i en intressant fas med nya lanseringar. Även om värderingen har stigit en del under året framstår aktien ännu inte som dyr.

FÖRSÄLJNINGEN NED, KOSTNADERNA UPP

Vinstvarningar i september

Bolag	Sektor	Kommentar
Electrolux	Konsument	Lägre efterfrågan på vitvaror i USA och Europa.
Thule	Konsument	Vikande efterfrågan i cykelsegmentet fram till våren 2023.
Essity	Konsument	Kraftigt högre kostnader för energi, råvaror och transport.
Mips	Konsument	Svagare efterfrågan i cykelsegmentet hos återförsäljare.
NCC	Bygg	Lägre volymer i asfaltsverksamheten i Norge och Danmark. Nedskrivning av bostadsprojekt.
Intrum	Inkasso	Nedskrivning av kreditportfölj.
Profilgruppen Aluminium		Lägre volymer, högre kostnader.

AAK

Även AAK framstår som relativt konjunkturokänsligt. Huvudprodukten är vegetabiliska oljor som används i livsmedelsindustrin. Bolaget kombinerar organisk tillväxt med selektiva förvärv och har ett fint *track record*.

Assa Abloy, Atlas Copco, Lifco och Lagercrantz påverkas absolut om vi går mot en recession, men sannolikt blir nedgångarna måttliga. Dessutom har alla bolagen starka balansräkningar som ger manöverutrymme i tuffa tider.

UNDANTAG SOM BEKRÄFTAR REGELN

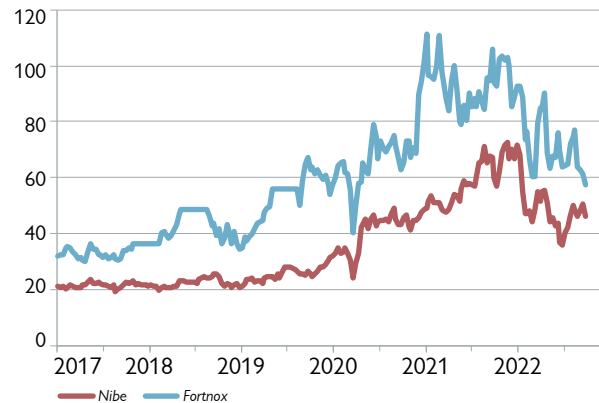
Vi lägger stor vikt vid värdering när vi väljer aktier till vår portfölj. Det straffade sig till viss del under 2021, när marknaden belönade snabbväxare rikligt oavsett hur dyra aktierna var. Vi missade flera kursraketer. I år har pendeln

svängt och många av fjolårets vinnare har fallit rejält. Vi har dock två innehav som får betraktas som direkt dyra, nämligen Nibe och affärssystembolaget Fortnox (se graf till höger). Nibe har vi kommenterat ovan – ett flerårigt positivt tillväxtscenario motiverar höga multiplar, men vi erkänner att luften börjar bli tunn om värderingen stiger ytterligare. Fortnox har en fantastisk affärsmodell med en stor andel återkommande intäkter och ger kunderna ett högt värde till en förhållandevis låg kostnad. Affären är väldigt skalbar och genererar således höga marginaler trots hög tillväxt. Visst skulle aktien vara känslig för en inbromsning i efterfrågan, men vi ser ändå Fortnox som en intressant krydda i portföljen.

Vinstvarningar har duggat tätt i september, med vikande efterfrågan och höga kostnader som tydliga trender (se tabell på motsstående sida). Under de två sista veckorna i september har Carnegie Analys justerat ned

DYRT, MEN MED GODA VINSTUTSIKTER

P/E-tal, 12 mån framåtblickande



vinstestimaten för 2023 för ett tjugotal bolag, primärt inom sektorerna konsument och verkstad. Vinstestimaten har justerats upp i defensiva aktier, som Axfood.

STÅR BANKERNA PALL?

Bankaktier har klarat sig klart bättre än börsen i stort i år, särskilt i Sverige. Stigande räntor anses allmänt gynna banksektorn, som brukar få ett högre räntenetto och således högre intäkter. Analytiker har följaktligen börjat höja sina vinstestimat för de svenska

bankerna den senaste tiden. Samtidigt kompliceras

bilden av de försämrade konjunktursutsikterna, som kan påverka lånevolymer, provisionsnetto och kreditförluster negativt. Den höga inflationen kan dessutom påverka bankernas kostnader.

Det bästa scenariot är således högre räntor i kombination med en mjuklandning för ekonomin. Om vi slipper en kraftig recession torde ett högre räntenetto mer än väl kompensera de negativa

effekterna av en sjunkande efterfrågan på lån och stigande kreditförluster. Tidigare erfarenheter visar att kreditförluster ofta inte blir så stora som befarat. Här har de svenska bankerna en fördel mot de europeiska, som historiskt drabbats mycket värre.

I Sverige står bankerna betydligt starkare, med bättre kapitalisering, högre lönsamhet och möjligen högre kvalitet i låneboken. Detta ger ett gynnsammare utgångsläge när konjunkturen försämras.

NERA FART

Riksbankens styrränta och räntebana, 2006–2025

Sep 2022:
1,75 procent

Räntebana

Räntebärande investeringar

REKOMMENDATIONER. **Motvinden från inflation och centralbankspolitik består. Vi föredrar *investment grade* och har efter ränteuppgången ökat durationen något.**

De globala räntemarknaderna har utvecklats mycket svagt i år. Både statsobligationsräntorna och creditspreadarna för företagsobligationer har stigit markant, vilket har resulterat i en kraftigt negativ avkastning (se graf på motstående sida). Under sommaren tog ränteuppgången en paus och räntorna föll, men i augusti började de stiga igen.

Globala statsobligationer har hittills i år avkastat –10,3 procent. För företagsobligationer har avkastningen varit –14,9 procent på *investment grade* och –13,8 procent på *high yield*. Nordiska företagsobligationer har klarat sig

bättre än globala, medan europeiska företagsobligationer har gått bättre än amerikanska.

Våra portföljer har klarat perioden bra ur ett relativt perspektiv, men i absoluta termer är även våra portföljer ned. Vi har kunnat skydda avkastning genom att under första halvåret undervikta statsobligationer, *investment grade* och duration, till förmån för en övervikt mot nordiska företagsobligationer, amerikanska bostadsobligationer och kinesiska obligationer i lokal valuta.

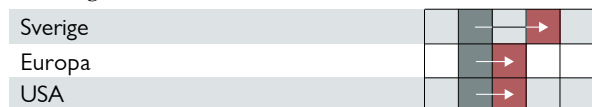
Utsikterna för de kommande månaderna är fortsatt osäkra, men eftersom räntorna har stigit kraftigt och marknaderna redan prisar in aggressiva räntehöjningar från centralbankerna tror vi att vi har de kraftigaste nedgångarna bakom oss. Vi har därför minskat vår durationsundervikt genom att öka exponeringen mot

EXPONERING

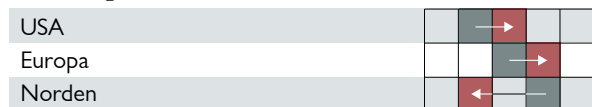
Förändringar sedan maj 2022

■ Aktuell vikt ■ Tidigare vikt

Statsobligationer



Investment grade



High yield



AKTUELL PORTFÖLJ

Positioner och förändringar

- Vi har fortsatt att minska vår undervikt i statsobligationer och är nu nästan neutrala duration.
- Även undervikten mot *investment grade* har reducerats och vi har nu svag övervikt.
- Vi underviktar nordiska företagsobligationer.
- Vi är neutrala *high yield*. Inom *high yield* överviktar vi fortsatt Cocos.

statsobligationer och *investment grade*, och är nu nästan neutrala duration. Tack vare stigande kreditspreadar ger företagsobligationer högre potentiell avkastning än på många år. Svagare konjunkturutsikter gör dock att vi tror på fortsatt hög volatilitet. Vi väljer därför en neutral exponering även mot kreditrisk och *high yield*.

KOMMER 1970-TALET TILLBAKA?

Världsekonomin växlar ned snabbt efter att ha vuxit kraftigt under 2021. Hög inflation och stramare penningpolitik fortsätter sannolikt att dra ned BNP-tillväxten, särskilt i Europa, som drabbats hårt av skyhöga gas- och elpriser sedan Ryssland strypt sina gasleveranser.

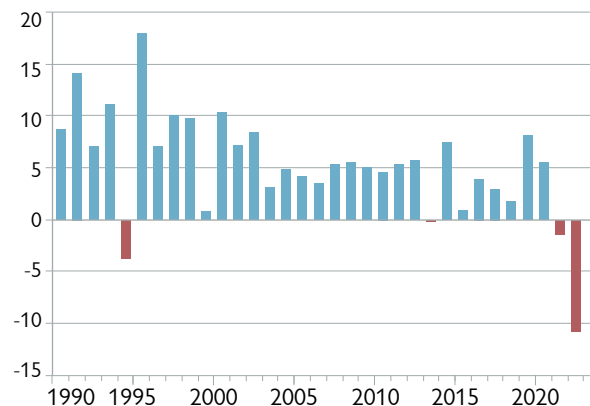
Inflationen i de utvecklade länderna har varit mycket stark och mycket mer ihållande än förväntat. Centralbankerna har därför blivit alltmer hökaktiga, och höjer nu styrräntorna aggressivt så att den höga inflationstakten inte biter sig fast. Centralbankerna vill förhindra återkomsten av den inflationsmentalitet som rådde på 1970-talet.

I USA föll visserligen konsumentprisindex i september till 8,3 procent på årsbasis, men den underliggande inflationstrenden är fortsatt stigande och bred och har ännu inte toppat. I Europa och Sverige är inflationen nu ännu högre än i USA, och ligger på 9,1 respektive 9,0 procent.

Goda nyheter är att en rad av de leveransutmaningar som bidrog till kraftiga prisuppgångar på många varor

OVANLIGT MED NEGATIV AVKASTNING

Årlig avkastning, globala stats- och företagsobl. (IG), procent



och råvaror har börjat lätta. Orsaken är troligtvis en kombination av leveranskedjor som återhämtat sig och efterfrågan som viker. Det är fortsatt högst osäkert hur energipriserna utvecklar sig och hur det kan förlänga inflationsförloppet. I Europa föreslår politiker nu pristak eller ekonomisk ersättning för höga el- och gaspriser.

Samtidigt är arbetsmarknaderna väldigt starka. I USA fortsätter sysselsättningen att öka och antalet lediga jobb har inte fallit mycket från toppen. Arbetslösheten i euroområdet är rekordlåga 6,6 procent, i Sverige har den fallit till 7 procent. Starka arbetsmarknader driver upp lönerna, vilket i sin tur riskerar att elda på inflationen.

Tack vare stigande kreditspreadar ger företagsobligationer högre potentiell avkastning än på många år. Svagare konjunkturutsikter gör dock att vi väljer en neutral exponering mot kreditrisk och *high yield*.

Hökaktiga centralbanker

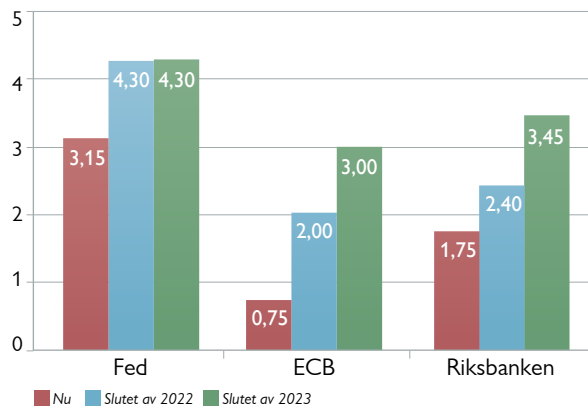
Federal Reserve-chefen Jerome Powell har gett klara besked om att fokus är på att bekämpa inflationen med högre räntor, trots att det försämrar tillväxtutsikterna. Fed har redan höjt styrräntan med 3 procentenheter i år och marknaden förväntar sig ytterligare knappt 75 punkters höjning i november och 50 punkter i december. Då hamnar styrräntan ungefär i intervallet 4,25–4,5 procent (se graf till höger). Marknaden prisar in en viss sannolikhet för ytterligare en 25 punkter-höjning under första kvartalet 2023, men därefter förväntas styrräntan sänkas i takt med en befarad konjunktur nedgång. Utöver räntehöjningar bantar nu Fed sin balansräkning (*quantitative tightening*, QT) genom att minska på återinvesteringar av obligationsförfall. Minskningstakten är som mest 60 miljarder dollar i månaden för statsobligationer och 35 miljarder för bostadsobligationer. Om takten bibehålls krymper Fed sin balansräkning med över 600 miljarder dollar under 2022, och med knappt 1 000 miljarder dollar under 2023.

Även från ECB:s håll har tongångarna ändrats drastiskt: Ledamöter framför att en recession samt högre arbetslöshet tyvärr kan vara nödvändigt för att få ned inflationen. ECB har höjt sin styrränta med 125 punkter i år och marknaden förväntar sig ytterligare knappt 140 punkters höjning fram till årsskiftet, och 100 punkter under 2023, vilket skulle ta styrräntan till 3 procent.

För att undvika att det för EMU-länderna uppstår skillnader i lånekostnaderna som inte går att motivera med ekonomiska fundamenta, lanserade ECB i somras ett nytt instrument för transmissionsskydd, TPI. Eftersom ränteskillnaden mellan Tyskland och Italien börjat

HÖGRE STYRRÄNTOR ÄR INPRISADE

Marknadens förväntade styrränta vid årsslut, procent



öka igen är det inte omöjligt att ECB aktiverar TPI före årsskiftet. Det blir då mindre sannolikt att ECB minskar sin balansräkning som Fed gör i USA, eftersom det kan förta effekten av TPI-verktyget.

I Sverige överraskade Riksbanken i september med att höja styrräntan med 100 punkter till 1,75 procent. Marknaden prisar in att styrräntan höjs med ytterligare 2 procentenheter till 3,5 procent under andra kvartalet 2023. Fallande bostadspriser och räntekänslig ekonomi, där många hushåll är högt belånade och har rörliga bolån, talar dock emot att räntorna stiger alltför högt härifrån.

STATSOBLIGATIONER: NEUTRAL

Sammanfattningsvis ser vi en risk för att centralbankerna kan fortsätta överraska på uppsidan, vilket skulle dra upp framför allt kort- men även långräntorna. Samtidigt har räntorna redan stigit kraftigt och marknaden prisar in

aggressiva räntehöjningar från centralbankerna. Vi har därför fortsatt att minska vår durationsundervikt i portföljerna och är nu enbart svagt underviktade duration.

Sverige: Övervikt

Vi har störst durationsövervikt mot svenska obligationer, och störst undervikt mot japanska ränteplaceringar – vi ser en risk för att Bank of Japan kan behöva släppa eller ändra på sitt *Yield Curve Control*-program (som centralbanken kontrollerar långräntorna med) för att stötta yenen, som fallit kraftigt.

Kina: Minskad övervikt

Kinas ekonomi har fortsatt att bromsa in under året till följd av regeringens nolltoleransstrategi mot covid samt krisen på bostadsmarknaden. För att stötta ekonomin har de kinesiska makthavarna lanserat en rad stimulanspaket och centralbanken PBoC har sänkt sina olika styrräntor. Tidigare i år valde vi att minska vår position mot kinesiska obligationer, eftersom den hade utvecklats mycket starkt och vi såg ökande risker för renminbin. Tillgångsslaget har dock fortsatt att gå starkt, och har levererat värdeökningar såväl från positiv ränteavkastning som genom stigande växelkurs relativt EUR och SEK. Vi bibehåller vår position, och bedömer fortsatt att kinesiska obligationer fyller en bra roll för att diversifiera en ränteportfölj.

FÖRETAGSOBLIGATIONER: NEUTRAL

Med andra kvartalets rapportsäsong bakom oss är det generella intrycket att bolagens kreditkvalitet ur en lönsamhets- och belåningsgradsynvinkel troligtvis har toppat. Kreditkvaliteten är dock fortsatt god, och belåningsgrad och räntetäckningsgrad har återvänt till nivåerna före pandemin. Kreditbetygstrenden ser också ut att toppat, och andelen höjda respektive sänkta kreditbetyg är i bättre balans bland såväl *high yield*- som *investment grade*-bolag.

Konkursstatistiken är än så länge inte bekymmersam och globalt har konkursfrekvensen för *high yield*-bolag de senaste tolv månaderna fallit till endast 1,4 procent. Kreditvärderingsinstitutet S&P Global Ratings tror att konkursfrekvensen stiger till drygt 3 procent under andra kvartalet 2023, och eventuellt till 5–6 procent i ett pessimistiskt scenario.

Årets stigande kreditspreadar och statsobligationsräntor får företagsobligationer att se mer attraktiva ut (se graf till vänster på nästa sida). Ränteavkastningen på global *investment grade* och *high yield* är 3,6 procent respektive 7,5 procent efter valutasäkring till kronor. I Europa är nu kreditspreadarna nu en bra bit över sina historiska genomsnitt, medan de är fortsatt under snitten i USA. Efter att nordiska företagsobligationer har gått betydligt bättre under året än utländska marknader har vi valt att

Vi har störst durationsövervikt mot svenska obligationer. Fallande bostadspriser och räntekänslig ekonomi, där många hushåll är högt belånade och har rörliga bolån, talar emot att räntorna stiger alltför högt härifrån.

VARKEN DYRT ELLER BILLIGTKreditspread, global *high yield*, procent

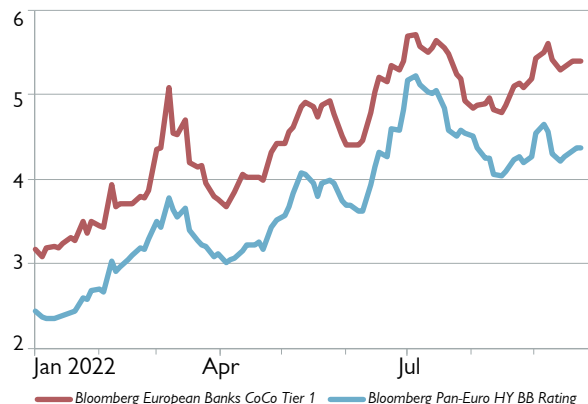
minska den nordiska exponeringen och ta hem en del av denna relativa vinst.

Den makroekonomiska osäkerheten är stor kring inflation och global tillväxt. Därför är vi i dagsläget nöjda med att ha en i stort sett neutral kreditriskexponering. I takt med att vi minskat på vår durationsundervikt har vi ökat inslaget av *investment grade* och är nu svagt överviktade mot *investment grade* och neutralt exponerade mot *high yield*.

Inom *high yield* behåller vi vår position mot europeiska bankkapitalobligationer, *Cocos*, som är ned 17 procent i år. Vi anser att underliggande fundamenta inte återspeglar kursutvecklingen för *Cocos* då bankerna sedan

ATTRAKTIVA COCOS

Kreditspreadar, procent



finanskrisen har ackumulerat väldiga kapitalbuffertar – de kan nu stå emot en djup och långvarig recession utan att kapitalkrav utlöser konverteringsnivåer för obligationerna (se graf ovan till höger). Stigande räntor gynnar bankernas lönsamhet och väger upp om en vikande konjunktur påverkar kreditförlusterna negativt. Andelen nödlidande lån (*non-performing loans*) är dock nära lägstanivåerna, så bankernas utgångsläge är bättre än på länge. Yelden är 9,3 procent efter valutasäkring till kronor och räntedurationen är cirka fem år. Med tanke på den höga löpande avkastningen kan positionen nu stå emot bättre även om räntor och kreditspreadar skulle fortsätta upp.

Underliggande fundamenta återspeglar inte kursutvecklingen för Cocos då bankerna har ackumulerat väldiga kapitalbuffertar – de kan nu stå emot en djup och långvarig recession utan att kapitalkrav utlöser konverteringsnivåer.

Alternativa investeringar

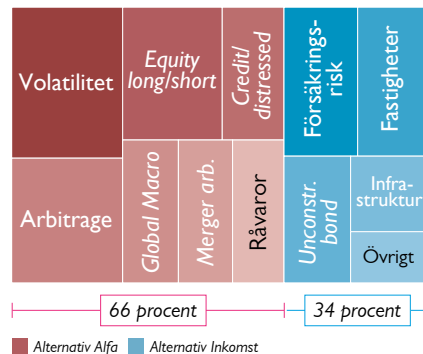
REKOMMENDATIONER. **Portföljen har stått emot när marknaden fallit brett. Vi investerar i realltillgångar, valuta och volatilitet, och tar in en ny kinesisk long/short-förvaltare.**

Efter ett stökigt första halvår fortsätter ekonomin, geopolitiken och marknaden att präglas av oro, med kriget i Ukraina, hög inflation och den kinesiska fastighetskrisen. I samband med att vi skrev vår inflationsanalys i *Allokering och portföljstrategi* hösten 2021 började vi rusta portföljen för att stå emot konsekvenserna av en stigande inflation. Vi ökade exponeringen mot realltillgångar som råvaror, fastigheter och infrastruktur, samt tog en mindre exponering mot den amerikanska dollarn. Vi har under året successivt reducerat innehavet av aktiehedgefonder och andra förvaltare som har tenderat att samvariera med aktiemarknaden. Per slutet av augusti är totalavkastningen i vår portfölj runt noll sedan årsskiftet, medan jämförelseindex är ned 4 procent.

Inflationssiffrorna har överraskat på uppsidan det senaste året, vilket har satt enorm press på centralbankerna världen över. Så sent som i slutet av 2021 hördes mantrat att inflationen var övergående, samtidigt som de kritiska rösterna blev allt fler. Under 2022 kom tvärvändningen och centralbankerna, förutom i Japan och Kina, påbörjade en resa med aggressiva räntehöjningar och åtstramningar av sina penningpolitiska stimulanser.

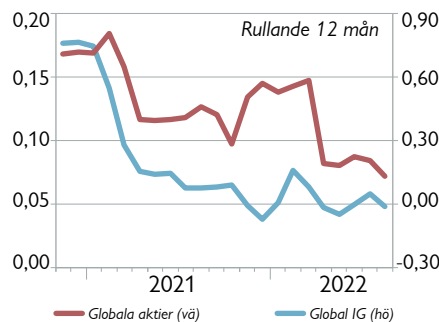
Vår portföljsyn hösten 2021 bär med sig ett antal konsekvenser i dag. Högre räntor har skapat en större oro kring fastigheter, och vi ser ut att gå in i lågkonjunkturer runtom i världen, i synnerhet i Kina och Europa. Detta kan bli en våt filt på den glödheta fastighets- och råvaruuppgången. Vi har därför börjat ta hem vinst genom att reducera vår

PORTFÖLJANALYS



PORTFÖLJENS BETA

Beta mot globala aktier och global IG



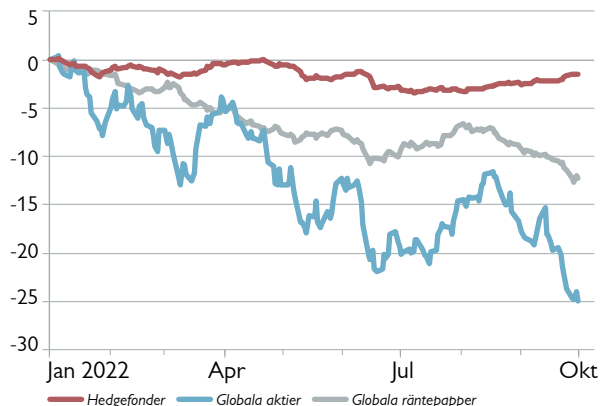
AKTUELL PORTFÖLJ

Positioner och förändringar

- Vi har minskat något på vår exponering mot realltillgångar.
- Vi har tagit in en ny aktiehedgefond som handlar kinesiska aktier.
- Vi har reducerat i förvaltare med tydligt aktiebeta.
- Vi har tagit in exponering mot trendföljande strategier.

BÄTTRE ÄN AKTIER OCH RÄNTEPAPPER

Avkastning i USD, procent



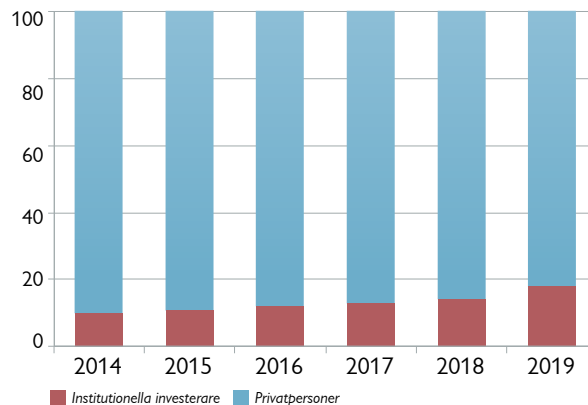
exponering mot detta, och letar efter andra möjligheter att skapa avkastning i en värld med hög inflation, stigande räntor och sjunkande ekonomisk tillväxt. Vi fokuserar på fyra områden inom likvida alternativa strategier där vi ser gott om möjligheter: trendföljare, försäkringsrisk/katastrofobligationer, *distressed debt* samt volatilitet. Läs mer om dessa strategier i temaavsnittet på sidan 42.

ALTERNATIV INKOMST

Makromiljön får konsekvenser för vår uppdelning mellan Alternativ Alfa och Alternativ Inkomst (se ruta på motsstående sida). För Alternativ Inkomst är fastighets-exponeringen ett strategiskt kärninnehav. Vår exponering är mot direktägda globala fastigheter i *core*-segmentet (högklassiga fastigheter i områden med stabila hyresgäster, oftast med långa hyreskontrakt). Vi tror att detta förblir ett robust innehav trots att sektorn har sett mycket

FÅ PROFFS – INTRESSANTA MÖJLIGHETER

Andel privata och institutionella investerare, Kina, procent



nedvärderingar, men vi kan så klart inte förvänta en lika stark fortsättning mot bakgrund av stramare finansiella förutsättningar (se graf ovan till vänster). Vi behåller vår exponering, men har tagit hem vinst för att få ned exponeringen till en mer neutral nivå.

Vi har exponering mot infrastruktur genom två börs-handlade fonder. Den ena investerar i grön infrastruktur, exempelvis förnybar energiproduktion, den andra i bred infrastruktur såsom logistik, fastigheter, transport och förvaring. Vi ser inte att börsoron får några direkt negativa konsekvenser för fondernas underliggande tillgångar. Dessa har successivt uppvärderats under året, och utdelningarna har gjorts enligt plan. Att fonderna är börshandlade innebär förvisso att priset flödesbetingat kan fluktuera en del, men fonderna har ändå de senaste åren lyckats demonstrera att priset rör sig mot den underliggande värderingen, trots oron under året.

Fonden med bred infrastruktur har emellertid viss fastighetsexponering. Vi har tagit hem en del vinst, men behåller merparten av innehavet.

Vi har också en strategisk allokering mot försäkringsrisk i form av katastrofobligationer. Detta genom en fond som köper försäkringsrelaterade instrument kopplade till väderhändelser. Försäkringspremier ger fonden en stabil intäktskälla över tid. Riskerna är kopplade till väderhändelser och har inget samband med penning- eller geopolitik. Vi har ökat exponeringen i fonden under året som en defensiv bas för portföljen.

ALTERNATIV ALFA

Sammantaget omfördelar vi vikten något från Alternativ Inkomst till Alternativ Alfa, där vi ser att vissa förvaltare kan ha särskilt goda möjligheter framöver.

Vi har som tidigare nämnts en liten exponering mot aktie-*long/short*-förvaltare, men har bytt ut en svensk fond mot en kinesisk. Fonden är en klassisk *long/short*-förvaltare med ett kompetent och erfaret team, och jobbar med kinesiska aktier med lokal närvaro och kunskap. Förvaltaren har uppvisat bra historisk avkastning och en disciplinerad hantering av sin nettoexponering. Detta framstår som intressant då den kinesiska marknaden har en låg andel hedgefonder och utländska investerare, men en väldigt hög andel privatpersoner relativt utvecklade marknader (se graf till höger på motstående sida). Detta bör innebära att marknaden är mindre effektiv än andra utvecklade marknader och således ge bättre möjligheter för en aktiv aktiehedgefond.

PORTFÖLJENS TVÅ DELAR

Portföljen Alternativa Investeringar består av en mer offensiv och en mer defensiv komponent:

- **Alternativ Alfa** är portföljens offensiva del. Generellt tar dessa förvaltare större risker än innehaven i Alternativ Inkomst, men med högre avkastningspotential. Oftast har förvaltarna nischat in sig på ett specifikt tillgångsslag, som valutor, räntor, aktier eller volatilitet, och sedan utvecklat en strategi som tillåter dem att skapa alfa (överavkastning). Det högre risktagandet är inget problem, givet att innehaven har låg samvariation sinsemellan och att avkastningen härrör från separata drivkrafter.
- **Alternativ inkomst** är den mer defensiva delen av portföljen. Här förväntar vi oss lite lägre risk och en avkastningsprofil som mer liknar räntepappers än aktiers. I denna kategori är det generellt svårt att kvantifiera risker via traditionella mått som volatilitet. Riskerna är tillgångsspecifika, och vi förväntar oss att tillgångarna ska ticka på så länge ingen sådan unik risk plötsligt materialiseras.

Vi har exponering mot infrastruktur genom två börshandlade fonder. Den ena investerar i grön infrastruktur (såsom förnybar energiproduktion), den andra i bred infrastruktur (såsom logistik, fastigheter och transporter).

Tre år av strategi och allokering

TILLBAKABLICK. Investeringsmiljön blev mer utmanande, med allt osäkrare tillväxtutsikter och centralbanker som absorberade likviditet. Här är de senaste årens strategirapporter.



SOMMAREN 2022

Marknadsmiljön blev än mer problematisk under våren. Hög inflation tvingade fram en stramare penningpolitik. Vi underviktade både utländska och svenska aktier. Den svenska börsen hade visserligen gått sämre, men ett globalt aktieindex erbjöd bra diversifiering i orostider. Vi såg risk för högre obligationsräntor och placerade aktielikviden i portföljen Alternativa Investeringar. Vår temainvestering *impact investing* kombinerade marknadsmässig avkastning med att göra gott för miljö och samhälle. Vi hittade strukturell tillväxt inom halvledare, vår andra temainvestering.



VÅREN 2022

Faror lurade i investeringsmiljön. Centralbankerna vaknade till slut och stramade åt för att tämja inflationen. Bolagens vinster var ännu höga, men lönsamheten var under press. Vi tog det varligt och hade lägre aktierisk.



HÖSTEN 2021

Inflation och utbudsproblem präglade situationen. Konjunkturen mattades från hög nivå. Börsvärderingen var hög och vi reducerade risk. Investeringar i inflationsmiljö och alzheimerläkemedel var nya investeringsteman.



SOMMAREN 2021

Bra snurr i världsekonomin men ökad inflationsoro. Historiskt hög värdering, men attraktiva investeringsalternativ till aktier saknades. Vi behöll vår aktieövertikt jämnt fördelad mellan utländska aktier och svenska aktier.



VÅREN 2021

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



HÖSTEN 2020

Tillväxtdata överraskade positivt, vinstmomentum vände upp och aktievärderingarna var historiskt höga. Vi rebalanserade portföljerna, tog in mer svenska aktier och temainvesterade i vattenförsörjning och *distressed debt*.



SOMMAREN 2020

Världsekonomin hamnade i djup recession, men börsen rekylerade rekordsnabbt. Vi rebalanserade till neutral aktievikt och överviktade räntebärande investeringar. Två nya temainvesteringar: 5G och ränteplaceringar.



HÖSTEN 2019

Världsekonomin bromsade in, men lågräntemiljön gav stöd till börsvärderingarna. Vi underviktade räntepapper och ökade aktievikten till normal, men behöll undervikten mot svenska aktier. I vår nya temainvestering, energiomställningen, såg vi långsiktig strukturell tillväxt.



VÅREN 2020

I början av februari utgjorde coronavirusets spridning i Asien en avsevärd osäkerhetsfaktor på kort sikt. Vi tog hem vinst och lade in i neutralläge i våra portföljer, med minskad andel aktier och mer ränteplaceringar.

Kapitalförvaltning på Carnegie

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

SÅ ARBETAR VI

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

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

Byggsten 1: *Stabila placeringar.*

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

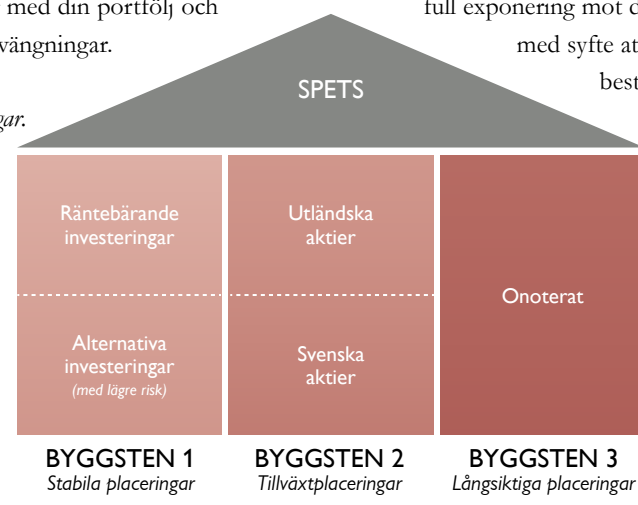
hedgefonder med mera. Ränteterminer kan användas för att erhålla taktisk allokering till låg kostnad. Genom valutasäkring kan exponering ges inte bara mot svenska utan också mot globala marknader. Byggstenen kan utgöras av våra grundportföljer Räntebärande investeringar och Alternativa investeringar.

Byggsten 2: *Tillväxtplaceringar.*

Här finns kapital som oftast ska användas om 5–10 år eller ännu senare. Här görs långsiktiga investeringar med full exponering mot de globala aktiemarknaderna

med syfte att skapa god tillväxt. Byggstenen

består av svenska och globala aktier och aktiefonder, är kostnadseffektiv, väldiversifierad och har relativt hög risk. Aktieterminer kan användas för att uppnå en taktisk allokering. Avkastning kan erhållas genom såväl aktieförvaltning som aktiv valutförvaltning. Byggstenen kan utgöras av våra grundportföljer Utländska aktier och Svenska aktier.



Carnegie Private Bankings förvaltningsmodell.

Byggsten 3: Långsiktiga placeringar.

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

Byggsten 4: Spets.

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

AKTIV ALLOKERING

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

VÅRA FÖRVALTNINGSTJÄNSTER

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

Diskretionär förvaltning

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

Rådgivande förvaltning

För dig som vill ta en aktiv roll i dina förvaltningsbeslut i samråd med rådgivare eller mäklare erbjuder vi rådgivande förvaltning. Vi har korta beslutsvägar och enkla processer, både i arbetet med dig som kund och i vår förvaltning. Genom oss får du tillgång till Carnegies samlade analys som flera gånger rankats som bäst i Sverige.

Aktiemäklari

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

Disclaimer

VIKTIG INFORMATION

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

INTRESSEKONFLIKTER

Carnegie strävar efter att, genom att tillämpa fasta rutiner, undvika intressekonflikter såväl mellan Carnegie och dess kunder som inom Carnegie. Det finns interna regler för hur eventuella intressekonflikter skall hanteras. Syftet med rutinerna är att uppnå en rättvis hantering av kunderna. Trots detta finns det anledning att informera om att Carnegie, vid sitt erbjudande av olika typer av tjänster till sina kunder, bland annat kan komma att:

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

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

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

KÄLLOR

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

DERIVAT OCH STRUKTURERADE PRODUKTER

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

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

ANSVAR

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

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

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

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

Innehållet i detta dokument är sammanställt av Investment Strategy, Carnegie Private Banking. Ansvarig utgivare är Brian Cordischi.

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



STOCKHOLM
Regeringsgatan 56
Tel: 08-588 686 86

GÖTEBORG
Sankt Eriksgatan 6
Tel: 031-743 08 80

LINKÖPING
Tanneforsgatan 3
Tel: 013-36 91 90

MALMÖ
Stortorget 9
Tel: 040-665 52 00

INTERNET
www.carnegie.se

Private Banking



HÄR MÖTS KUNSKAP OCH KAPITAL