

TAM ELLER VILD?

Faror lurar i investeringsmiljön.
Centralbankerna stramar åt för
att tämja inflationen, och bolagens
goda lönsamhet är under press.
Nalkas recession? Vi tar det varligt
och har lägre aktierisk.



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 maj 2022.

Omslagsfoto: Rawf8/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

Rebecka Elkert
Ansvarig för hållbara investeringar
rebecka.elkert@carnegie.se

ALLOKERING OCH PORTFÖLJSTRATEGI

Sommaren 2022

Innehåll

Inledning	5
Sammanfattning	6
Investeringsklimat	9

Dämpad världskonjunktur • Inflationstrycket ökar och köpkraften urholkas • Stigande räntor • Centralbankerna absorberar likviditet • Bolagsvärderingarna normaliseras • En stark rapportsäsong • Neutralt vinstmomentum • Fortsatt allvarliga leveransstörningar • Snabbt fallande inflation kan vända sentimentet

Framtidsutsikter och portföljstrategi	22
--	----

Risken har ökat • Ny räntemiljö för börsen • Motvind från QT • Ovanligt pessimistiska investerare • Vinstprognoserna håller ställningarna • Underviktat svenska och utländska aktier • Neutral vikt i räntebärande investeringar • Alternativa investeringar ger skydd

Tema: Strukturell tillväxt med halvledare	30
Tema: Investera med impact	42

Rekommendationer kring tillgångsslagen	51
Utländska aktier.....	51

Vi behåller övervikten mot Storbritannien och frontier markets • Gillar banksektorn i USA • Covid-strategi avgör i Kina • Ökad råvaruexponering • Dyrare mat gynnar vårt agritech-tema

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

Bas: Rimligt värderade kvalitetsbolag • Fortsatt potential i banksektorn • Vi adderar defensiva och (oförtjänt) nedpressade aktier

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

Kort duration • Överviktat nordiska företagsobligationer • Överviktat Cocos inom HY • Tar hem vinst i kinesiska obligationer

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

Ny exponering inom räntevolatilitet • Råvaror inflationsskyddar • Ökar exponeringen mot guld • Bra miljö för distressed debt

Kapitalförvaltning på Carnegie	74
Disclaimer	76

Nya användningsområden som molnteknik breddar efterfrågan.

30

Framtiden drivs av halvledare

Energiomställning, robotisering, förarassistans, 5G, molnlagring – efterfrågan på halvledare ökar och breddas. Vi ser ett långsiktigt, strukturellt tillväxtcase i en sektor som ännu inte har premierats för detta.

Foto: Denis Isakov/istockphoto

Gröna obligationer hjälper Apple att bygga upp en hållbar energiförsörjning. På bilden solkraftverket Turquoise i Nevada i USA.

42

Här får investerare impact

Allt fler investerare vill kombinera marknadsmässig avkastning med miljö- och samhällsnytta. Gröna obligationer och private equity är två placeringsmöjligheter.

Foto: Apple Computer

Oron är här

Centralbankerna har vaknat till slut. Hög inflation urholkar redan konsumenternas plånböcker. Vinsterna är ännu höga, men ränteuppgången pressar värderingarna.

Rusande inflation, passiva centralbanker, Kinas covid-nedstängningar och Rysslands hot mot Ukraina – det var några marknadsrisker vi pekade ut i strategirapporten *Utan skyddsnet* i januari. Samtliga har tyvärr realiserats. Inflationsdata överraskar gång på gång uppåt, och såväl i USA som i Europa har obligationsräntorna stigit med 1,50 procentenheter. Runt 30 procent av Kinas ekonomi omfattas i dag av mer eller mindre drastiska nedstängningar. Råvarupriserna klättrade snabbt redan innan Ryssland invaderade Ukraina – kriget har pressat upp dem med ytterligare 30 procent. Det är dåliga nyheter för centralbanker och inflationsutsikter. Prisökningarna ger avtryck i konsumtionsmönstren, och utbudsstörningarna förlängs av såväl Kinas covid-politik som kriget i Ukraina. Konsensusprognoserna för världsekonomin 2022 har reviderats ned till en tillväxt i nivå med den potentiella.

En ljusglimt för aktieplacere är att USA och Europa öppnar sina ekonomier igen efter pandemin. Turism, transporter och tjänstekonsumtion torde öka ytterligare, och det finns gott om jobb. De flesta företag har sett växande försäljning och än så länge fått acceptans för prishöjningar.

Men Fed och marknaderna står nu inför en minst sagt knepig utmaning: Räntenivån behöver snabbt skruvas upp med ytterligare 2 procentenheter i år, samtidigt som centralbankerna ska banta sina stinna balansräkningar – till och med Riksbanken har inlett normaliseringen.

Tillväxttakten minskar och inflationssiffrorna överträffar målnivåerna med god marginal. Risken för en ekonomisk hårdlandning ökar. Vi väljer därför sedan mitten av april att undervikta aktier. Vinstmultiplarna har kommit ned till rimligare nivåer när obligationsräntor och riskpremier har stigit, men än är aktier inte billiga. Vi ser risk för vinstnedrevideringar när konjunkturen mattas.

1994 upplevde jag som obligationshandlare i London hur Fed lyckades med en av sina få mjuklandningar. Obligationsmarknaden kraschade, men börsen föll bara med 10 procent efter de första räntehöjningarna. Därefter stabiliserades kurserna fram till att obligationsräntorna toppade under fjärde kvartalet. 1995 följde ett starkt börsrally.

Dagens mer utmanande miljö gynnar bolag som har starka balansräkningar och kan sätta sina egna priser. Ett exempel är halvledarsektorn, som är vår ena nya temainvestering. Vårt andra nya investeringstema är det snabbväxande området *impact investing*, som kombinerar ekonomisk avkastning med positiv samhälls- eller miljöpåverkan.



Brian Cordischi
CIO, Carnegie

Vår marknadssyn

Investeringsmiljön blir mer utmanande, med allt osäkrare tillväxtutsikter och centralbanker som absorberar likviditet. Vi underviktar nu aktier.

MAKROEKONOMISKT KLIMAT

Oväntat hög inflation och bestående leveransstörningar dämpar tillväxtförväntningarna. Ännu är arbetsmarknaderna mycket starka och industrin optimistisk, men sämre köpkraft gör hushållen försiktiga.

Vi sänker betyget från 4 till 2 på en femgradig skala.

VINSTUTVECKLING

Första kvartalets rapporter visade bra vinster men blandade utsikter. Vinstprognoserna har planat ut, och ligger runt 10 procent globalt. Försäljningstillväxten dämpas och vi ser lönsamhetsrisker från flera håll.

Vi behåller betyget 3.

VÄRDERING

Stigande räntor har pressat ned P/E-talen till mer normala nivåer, och aktieriskpremien är alltför attraktiv. Det har skett en sund omvärdering av bubbelvärderade bolag och dyra *tech*-aktier.

Vi lyfter betyget från 2 till 3.

TEKNISK ANALYS

Investerarsentimentet är nära bottenivåer.

De stora aktiemarknaderna befinner sig i nedåttrend, med en färsk teknisk säljsignal i USA.

Vi sänker betyget från 3 till 2.

RÄNTOR OCH LIKVIDITET

Både korta och långa obligationsräntor stiger då centralbankerna agerat sent på inflationen. Räntehöjningar väntar på många håll. Börsen får motvind när centralbankerna (främst Fed) i höst avvecklar sina likviditetsstöd.

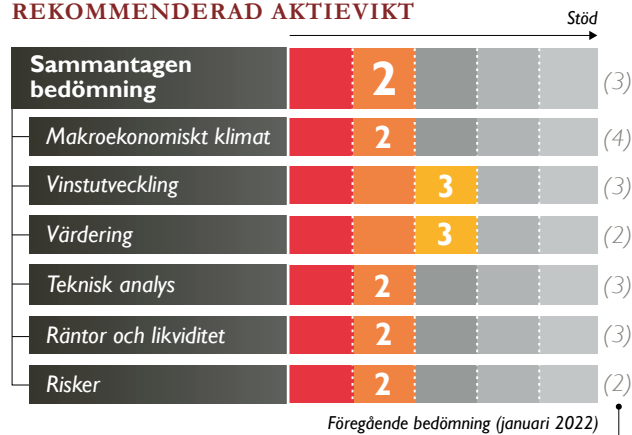
Vi sänker betyget från 3 till 2.

RISKER

Kinas fortsätter med covid-nedstängningar. Ukrainakriget kan bli långdraget och Putin desperat – Europa diskuterar olje- och gasembargon. Hög inflation och räntehöjningar ökar risken för lågkonjunktur och finansiella krishändelser.

Riskerna består. Vi behåller betyget 2.

REKOMMENDERAD AKTIEVIKT



Rekommenderad portfölj

Varje kund har sin egen individuella portfölj hos Carnegie. Vi har minskat risk i både utländska och svenska aktier, och föredrar alternativa investeringar framför ränteplaceringar.

UTLÄNDSKA AKTIER

- Vi gick från neutral exponering till undervikt i mitten av april. Vi ökar råvaruexponeringen globalt och behåller våra placeringar i amerikanska banker.
- Allokeringen är i stort geografiskt neutral, med övervikt mot Storbritannien och *frontier markets*. Vi minskar Europa och inslaget av aktiv förvaltning.

SVENSKA AKTIER

- Svenska aktier underviktas. Vi köper flera kvalitetsbolag som fått en rimligare värdering efter börsfall.
- Astrazeneca, AAK och Essity passar bra i orostider. Efter oförtjänta fall har vi köpt Volvo, Nibe och SEB.

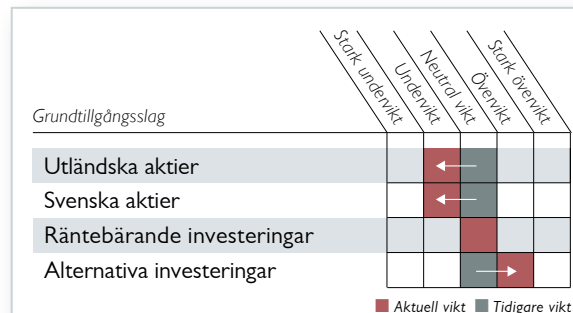
RÄNTEBÄRANDE INVESTERINGAR

- Räntorna stiger och vi minskar durationsundervikten. Vi gillar fortsatt nordisk *high yield* och bolån i USA.
- Efter en stark utveckling har vi minskat vår exponering mot kinesiska obligationer.

ALTERNATIVA INVESTERINGAR

- Råvaror skyddar mot inflation, och i marknadsoron har vi adderat exponering mot guld.
- Ny volatilitetsförvaltare inom räntor. *Distressed debt* borde gynnas när konjunkturriskerna ökar.

För ytterligare investeringsidéer och affärsförslag, se nästa sida.



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 har blivit än mer problematisk i år. Hög inflation tvingar fram en stramare penningpolitik och risken för recession 2023 ökar. Vi underviktar både utländska och svenska aktier sedan mitten av april. Svenska börsen har visserligen gått sämre, men ett globalt aktieindex erbjuder bra diversifiering i orostider. Vi ser risk för högre obligationsräntor och placerade likviden från aktieförsäljningen i tillgångsslaget Alternativa Investeringar.

Affärsförslag

NYA TEMAINVESTERINGAR

Strukturell tillväxt med halvledare

Den tekniska utvecklingen går snabbt. En framtid med AI och ”sakernas internet” kräver allt fler halvledare. Värdekedjan är komplex och industrin har höga inträdesbarriärer. EFT:er ger exponering mot hela sektorn.

Investera med *impact*

Den hållbara omställningen accelererar. Allt fler investerare kräver inte bara ekonomisk avkastning, utan vill även göra nytta för miljö och samhälle. Placeringsmöjligheter finns bland annat på kreditmarknaden och i *private equity*.

ÖVRIGA AFFÄRSFÖRSLAG

	Position	Drivkrafter	Risk
Utländska aktier	Råvaruproducenter, gruvbolag, koppar	Låg värdering. Gynnas av strukturella teman som digitalisering, energiomställning och elbilar.	Stimulanser i Kina uteblir.
	Storbritannien	Attraktivt värderad börs med cykliska inslag från energi, banker och råvarubolag.	Räntefall och svagare pund.
	Frontier markets	Hög vinsttillväxt och värdering som lockar. Ganska opåverkade av marknadsturbulens.	Stigande matpriser.
Svenska aktier	Kvalitetsbolag som fallit mycket	Stabila bolag klarar turbulens bättre och motiverar en premiumvärdering.	Brett börsfall.
	Banker	Attraktiva värderingsmultiplar. Stigande ränteläge lyfter räntenettot.	Recession och kreditförluster.
Räntebärande investeringar	Nordiska företagsobligationer	Låg räntekänslighet och rimlig värdering.	Fastighetssektorn dominerar.
	Cocos	Banker i Europa är välkapitaliserade och kreditspreadarna är högre än för vanliga företagsobligationer.	Recessionsoro.
Alternativa investeringar	Distressed debt	Fler finansiellt ansträngda bolag samt möjligheter att blanka bolag som inte lyckas föra vidare högre insatskostnader.	Rättsprocesser och likviditet.
	Guld	Antifragila egenskaper. Bra portföljskydd i perioder av oro och inflation.	Stigande realräntor.

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

Hård- eller mjuklandning?

INVESTERINGSKLIMAT. **Inflations- och räntemiljön förändras dramatiskt. Konjunktoren bromsar och lönerna accelererar. Värderingarna är mer normala, men vinsterna är i riskzonen.**

NYTT SEDAN I VINTRAS

Nu dämpas världskonjunktoren, samtidigt som inflationsstrycket ökar. Båda trenderna förstärks av Kinas covid-nedstängningar och kriget i Europa. Centralbankerna har tvingats till ett bryskt uppvaknande och sänder nu tydliga budskap: Inflationen ska bekämpas även till priset av svagare konjunktur. Lyckas man mjuklanda ekonomin? Positiva faktorer är att västvärlden öppnar sina ekonomier igen efter pandemin, och att företagen ännu rapporterar bra försäljning och lönsamhet.

Nytt sedan strategirapporten *Utan skyddsnät* i januari är:

- Inflationstrycket är det högsta på tre-fyra decennier, även exklusive den dyrare energin.
- Centralbankerna Federal Reserve (Fed) och Riksbanken har inlett sina räntehöjningar, Europas ECB ligger inte långt efter. Fed börjar i juni strama åt likviditeten (QT, *quantitative tightening*).
- Obligationsräntorna i västvärlden har stigit med omkring 1,5 procentenheter i år, till de högsta nivåerna på flera år, vilket har pressat börsvärderingarna.
- Ännu en stark rapportsäsong, som dock inte lyft vinstoptimismen och mottogs svalt av investerarna.
- Gapet är unikt stort mellan hushållens pessimism och industrins optimism (se graf till höger på nästa sida) – företag kan skjuta kostnader vidare, det kan inte hushåll. Hur länge håller det?

I KORTHET

Världskonjunktoren försvagas och inflationen når nivåer som inte setts på decennier. Motvinden från centralbankerna ökar med snabbt höjda räntor samt tidigare och större minskning av balansräkningen än väntat.

Vi har sedan april en mer försiktig marknadssyn, då centralbankerna på grund av inflationsmiljön inte

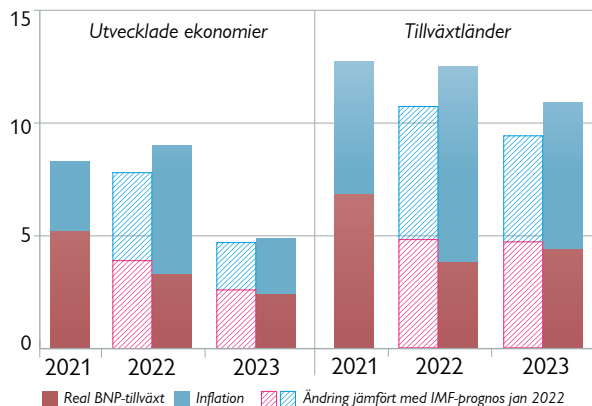
kommer att rädda marknaderna om turbulensen ökar.

Rapportsäsongen var stark, men vinstmomentum är runt noll. En snabb ränteuppgång och ökad oro avseende kostnadstryck och recession pressar värderingarna. P/E-talen i Sverige normaliseras, men är globalt och i USA fortfarande högre än normalt.

I USA väntar den mest kraftfulla räntehöjningscykeln sedan 1990. Även Riksbanken och ECB förväntas höja i en snabbare takt. Lägg till detta QT. Optimisterna hävdar att stora räntehöjningar är inprisade – mer försiktiga bedömare, till vilka vi sällar oss, är bekymrade över penningpolitikens negativa ekonomiska effekter.

NY TILLVÄXTMIX

IMF-prognoser och revideringar, procent



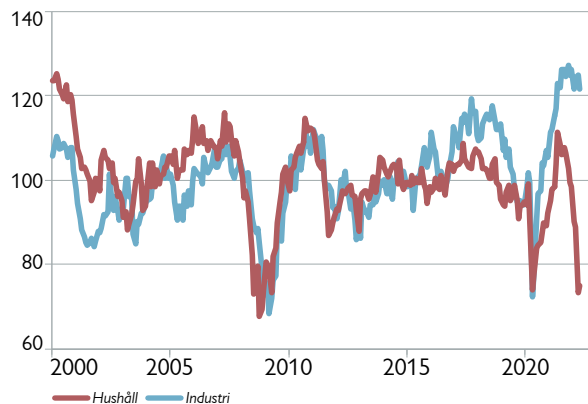
MAKROEKONOMISKT KLIMAT

Före kriget i Ukraina och den mer utbredda ränte- och inflationsoron var konjunkturläget mycket starkt trots pandemin. Detta är positivt, men betyder också att fallhöjden är desto större, och vi ser en mer problematisk investeringsmiljö framåt. Många orosmoln som tidigare anades är nu verklighet: Kraftfull åtstramning från Fed (och andra centralbanker), fortsatta covid-nedstängningar i Kina och Rysslands invasion av Ukraina i slutet av februari.

Världsekonomin dämpas redan och tillväxttakten under 2022 hamnar enligt IMF nära normala 3,5 procent – inte högre än normalt, vilket det mesta pekade på vid årets inledning. Finansmarknader och centralbanker räknar med

VEM FÅR RÄTT OM KONJUNKTUREN?

Optimism-index i Sverige, KI-barometer



en måttlig inbromsning i konjunkturer – och att en räntenormalisering i år, till 2,5–3 procent i USA, räcker för att få inflationen under kontroll till 2023. Vi är inte lika övertygade och intar en försiktig hållning tills vi ser tydligare trender i makromiljön och inflationsdämpningen. De som inte är oroliga för recession har bevisbördan.

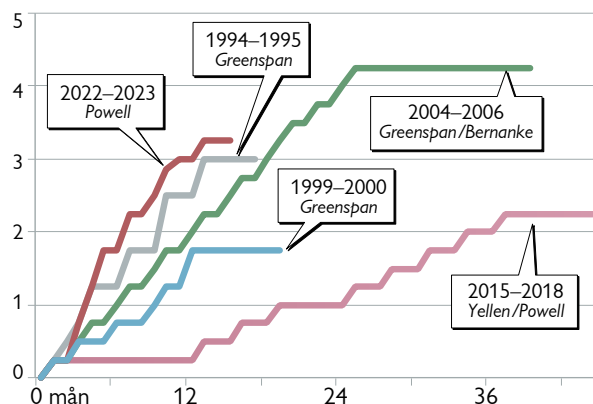
Fed lyckas sällan undvika recession

Under de elva perioder då Fed sedan mitten av 1950-talet höjt räntan, har recession endast uteblivit tre gånger: 1983–1984, 1994–1995 och 2016–2018 (även om pandemin gav en kort recession 2020). Tidsspannet från första räntehöjning till recession har som kortast varit ett år,

Trots aggressiva signaler har Federal Reserve ännu inte lyckats dämpa inflationsförväntningarna. Att tämja prisökningarna kan därför kräva större krafttag än vad marknaden tror – särskilt då finanspolitiken varit expansiv sedan pandemin.

FED VISAR KLORNA

Räntehöjningsperioder, USA, procent sedan start



men mer typiskt två år. Fed signalerar nu en aggressivare räntepolitik än 1994 (se graf ovan till vänster), och därtill kommer QT. Det är inte så konstigt: Inflationen har redan hunnit stiga en bra bit, och arbetsmarknaden är hetare än någonsin med löneökningar på höga 4,5–5 procent. Trots aggressiva signaler har Fed ännu inte lyckats dämpa inflationsförväntningarna, och att tämja prisökningarna kan därför kräva större krafttag än vad marknaden tror – särskilt då finanspolitiken varit expansiv sedan pandemin.

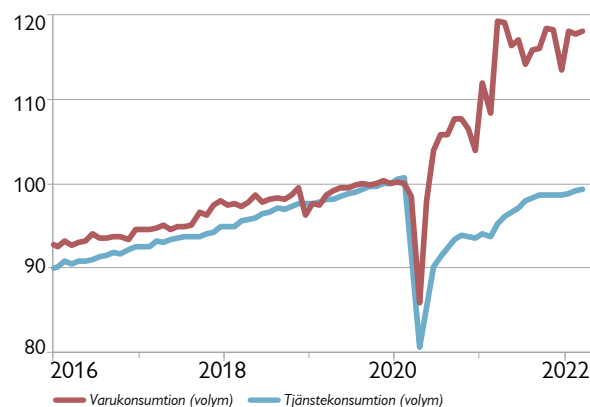
USA:s hushåll har i dag mer likvida medel på sina bankkonton än vad de har skulder, vilket är positivt och senast hände på 1990-talet. Tyvärr visar historien att detta inte nödvändigtvis skyddar mot recession.

Urholkad köpkraft i fokus

Hushållens köpkraft försämras i år då inflationen i de flesta länder överstiger löneökningarna. I vissa länder, som Sverige, är konsumenternas framtidsyn nästan lika

SLUT PÅ PRYLFEBERN?

Indexerad konsumtionsutveckling, inflationsjusterad, USA



dyster som under pandemin och finanskrisen. Oron gäller inte jobben utan svagare köpkraft till följd av högre inflation och stigande bolåneräntor.

Sparandeöverskottet sedan pandemin skulle kunna motverka dessa effekter, men återfinns främst hos de mer välbeställda, särskilt i USA. Framåt blir därför arbetsmarknaden avgörande.

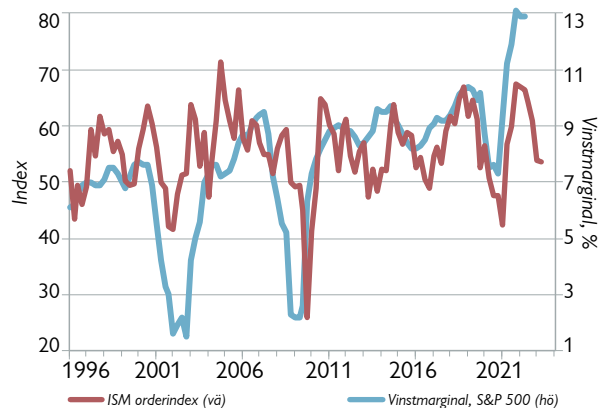
Detaljhandelsförsäljningen har i flera länder börjat stagnera, men på en hög nivå. Vi tror att den starka varukonsumtionen under pandemin faller i år och kanske söker sig till lågprisalternativ. Tjänstekonsumtionen, som varit svag länge, kan dock visa mer styrka (se graf ovan till höger).

Optimism i näringslivet

Till skillnad från hushållen är företagen globalt optimistiska: Orderböckerna är välfyllda, anställningsbehoven stora och ökade kostnader kompenseras med högre försäljningspriser. Den främsta utmaningen

MARGINALER SNART UNDER PRESS

Industriaktivitet och lönsamhet, USA



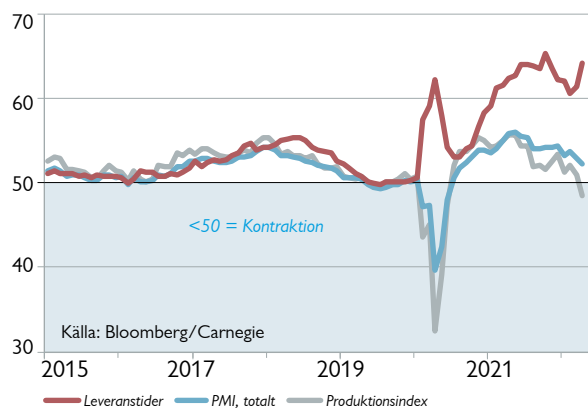
är leveransproblem (se faktaruta på sidan 17). Under våren har tjänstebarmetrarna i väst visat mer styrka än industrins barometrar, men i Kina är mönstret det motsatta. I USA har recessioner endast inträffat då ISM-barometern för industrin fallit under 44–45. I dag ligger aktivitetsindexet över 55 och pekar på fortsatt expansion. Vinstmomentum och ISM brukar emellertid gå hand i hand, och momentum indikerar ISM ned mot 50.

Europas risker: krig och energipriser

På kort sikt är recessionsrisken större i EU än i USA. Ryssland vill ha betalt för sin naturgas i inhemsk valuta och har stoppat leveranserna till Polen och Bulgarien. Gaspriset är upp över 25 procent i år, och är mer än fyra gånger så högt som i början av 2021. Om Rysslands president Vladimir Putin eskalerar kriget ännu mer, eller utvidgar det till fler länder, kan EU införa importstopp, vilket skulle innebära elransonering och recession – särskilt i Tyskland.

UNIKA LEVERANSUTMANINGAR

Globalt PMI, industriföretag



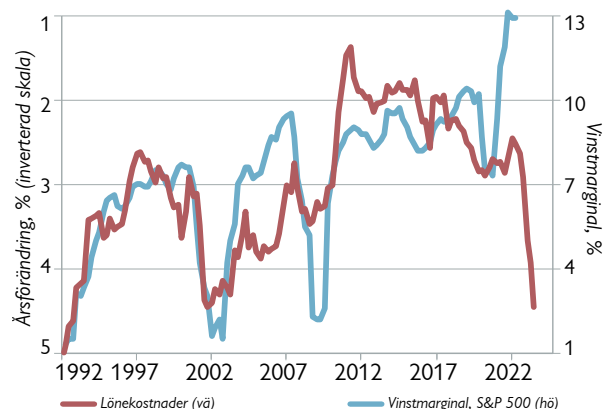
För att bedöma risken för lågkonjunktur globalt bevakar vi de mest räntekänsliga delarna av ekonomin: hushållens inköp av kapitalvaror och bostadsmarknaden (se graf till vänster på sidan 16). USA är intressant då Fed stramar åt mest aggressivt, och vi har sett en viss dämpning inom bostadssektorn. Skörast är dock situationen i Nya Zeeland, Australien, Kanada, Sverige, Storbritannien och Spanien, där hushållen är högt belånade.

VINSTER: RISKER FRÅN FLERA HÅLL

Näringslivets optimism och flexibilitet i en miljö med dagens alla utmaningar är verkligen imponerande. De glada överraskningarna på resultatsidan har varit fler än normalt denna rapportsäsong. De amerikanska *tech*-bolagen har dock för första gången inte slagit förväntningarna utan visat ett blandat utfall och därmed inte stått emot marknadsoron. Generellt har vinstutvecklingen varit god och medianmarginalen steg.

LÖNER – ETT VINSTBEKYMMER

Löneinflation och lönsamhet, USA



Vinstestimater har lyfts för energi- och råvarusektorerna, medan prognoserna för övriga sektorer i USA har sänkts. Vinstmomentum är nu globalt svagt negativt. Den senaste månaden har vinsterna dock lyfts i Latinamerika och Storbritannien, men också i Kanada, Australien och Norden. Vi överviktat brittiska aktier. Vi har ökat exponeringen mot naturtillgångar och gruvbolag, som återfinns bland annat i Kanada och Australien.

Intressant ur ett vinstperspektiv är att IMF sänker sin globala tillväxtprognos för 2022 och 2023 med 0,8 respektive 0,2 procentenheter i fasta priser, men samtidigt lyfter inflationsprognosen för dessa år med 1,8 respektive 0,4 procentenheter för de utvecklade länderna. Den

NEUTRALT VINSTMOMENTUM

Andel upp- minus nedrevideringar och industribarometer



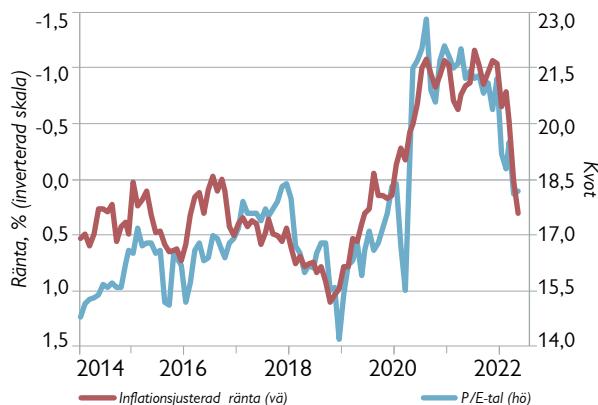
nominella tillväxten, en indikation på bolagens potentiella försäljning, förväntas bli högre 2022 än 2021.

Konsensus är dock att den globala försäljningstillväxten halveras från 2022 till 2023 – främst då energi- och råvarusektorernas enorma prisuppgångar inte upprepas. Flera sektorer väntas emellertid visa bättre eller stabilt höga marginaler trots lägre försäljningsökningar. Visst avtar kostnadstryck och leveransproblem sannolikt nästa år, och historiskt har större marginalförsämringar främst inträffat i recessioner då försäljningen fallit – men att tro på fortsatt rekordhög lönsamhet, trots dystrare konjunkturutsikter och ökad recessionsrisk, känns djärvt. Att toppen i ISM-orderindex är passerad och leder

De glada överraskningarna på resultatsidan har varit fler än normalt denna rapportssäsong. Tech-bolagen i USA har för första gången inte slagit förväntningarna, utan visat ett blandat utfall och inte stått emot marknadsoron.

HÖGRE RÄNTOR PRESSAR VÄRDERINGEN

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



marginalutvecklingen med fyra kvartal indikerar ökad marginalpress från 12 procent till under 10 procent (se graf till vänster på sidan 12). Även löneökningar på runt 5 procent talar för marginalutmaningar framåt.

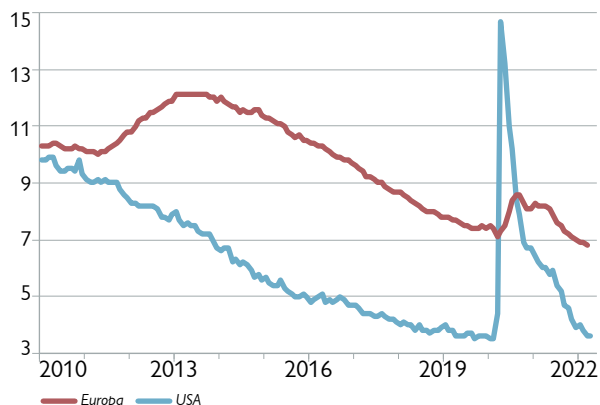
I ett makroperspektiv tror vi snarare på svag vinsttillväxt med risk för stagnation 2022/2023, när världsekonomin bromsar in. Konsensusprognoserna är dock globalt 10 procents global vinsttillväxt för 2022 och 8 procent för 2023. Vid årsskiftet var konsensusförväntningen på global vinsttillväxt i år 6,5–7 procent och vinstmomentum var svagt positivt.

VÄRDERING: MER NORMAL

Värderingarna toppade i slutet av 2020, och har i år fortsatt att pressas av en accelererande ränteuppgång (se graf ovan till vänster) och ökad riskmiljö avseende kostnadstryck och konjunktur. I Sverige har P/E-talen närmast sig normala nivåer, men globalt och i USA är värderingarna

GOTT OM JOBB TALAR EMOT RECESSION

Arbetslöshet i USA och Europa, procent



alltjämt högre än normalt. Det globala P/E-talet baserat på de kommande tolv månadernas vinster är runt 16x.

I våra ögon är dagens värderingsnivåer inte så attraktiva, främst av två skäl:

- Vi ser risk för ökad vinstpessimism (nämnaren E i P/E-talet), av konjunkturskäl.
- Vi bedömer att räntetrenden är uppåtriktad jämfört med de senaste decenniernas allt lägre ränteläge.

Än så länge är räntenivåerna bara runt hälften så höga som för 20 år sedan. I ett relativt perspektiv ger ränteläget därmed trots allt ett visst stöd till aktier – tioårsräntan i USA har precis stigit över 3 procent och i Sverige närmast sig 2 procent. Alla bolag påverkas inte heller negativt av stigande inflation, men det gör statsobligationernas pris och värdering.

Japanska aktier är mest attraktivt värderade jämfört med sin egen historik. Mer rimligt värderade är aktier

i Europa, tillväxtmarknader och Asien. USA är dyrt, främst på grund av *tech*-sektorns höga värdering som nu riskerar motvind då räntorna stiger.

De sektorer som har mest attraktiv värdering jämfört med sin egen historik är energi och råvaror, men också banker och verkstad. Dyrast i ett historiskt perspektiv är sektorerna IT och sällanköpsvaror. Vi har övervikt mot energiomställningen och naturtillgångar globalt, men också viss övervikt mot bankaktier i USA.

RÄNTOR/LIKVIDITET: MOTVIND

Vi går nu in i en period av stramare penningpolitik – den mest kraftfulla räntehöjningscykeln sedan 1990. Vid årsskiftet hade USA nollränta och Fed indikerade höjning till inte ens 1 procent under året – nu prisar marknaden in nästan 3 procent.

I Europa signalerar ECB en första höjning i juli och marknaden räknar med fem till sex höjningar i år om vardera 25 punkter, till knappt 1 procent. Även Riksbanken har börjat höja och marknaden prisar in en ränta över 1 procent mot slutet av året (se avsnittet *Räntebärande investeringar* på sidan 64).

Snabb likviditetsminskning

Än viktigare för investerare är att Fed i juni börjar strama åt via balansräkningen, så kallad QT (*quantitative tightening*). Den planerade minskningstakten är mer än dubbelt så stor som 2017–2019. Sedan finanskrisen har perioder av likviditetsstimulanser (QE, *quantitative easing*) lyft börserna – reverseringen i form av QT riskerar nu att bli en motvind för risktillgångar (se graf på sidan 24). Globalt blir QT framför allt kännbart från september.

TOKYOS DILEMMA

När inflation och räntor stiger i USA bekymrar det inte bara bolag och investerare, utan också myndigheterna i Japan. Landet har i decennier brottats med låg inflation, och dess centralbank Bank of Japan (BOJ) har varit en penningpolitisk pionjär med kreativa drag som nollränta och QE (*quantitative easing*).

På senare tid har BOJ bekämpat deflation med *yield curve control* (YCC), där långräntorna hålls runt nollstrecket. När obligationsräntorna i USA steg brant i början av året ökade trycket uppåt på de japanska, och landets valuta, yen, rasade 13 procent. För att tvinga ned långräntorna köpte BOJ statsobligationer, vilket ökade yen-utbudet och pressade valutan ytterligare. Det snabba yen-raset oroar företag, hushåll och politiker.

Om BOJ står fast vid strategin med låga långräntor kan banken behöva köpa statsobligationer för tusentals miljarder yen. Det skulle öka volatiliteten på valutamarknaden. Exempel finns på YCC-misslyckanden: I höstas tappade Australien kontrollen, varvid treårsräntan på bara en månad steg kraftigt från 0,1 procent till runt 1 procent, och landets valuta steg med 5 procent.

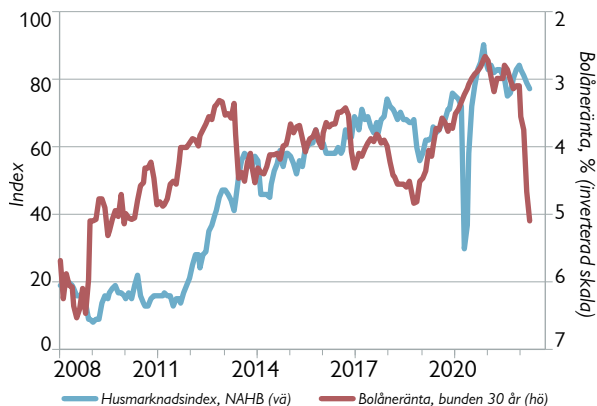
När yenen når nya bottennoteringar mot USA-dollar får Japans exportindustri en konkurrensfördel, vilket skapar oro även inom andra valutor. Till exempel pressas Kinas yuan och Sydkoreas won relativt dollarn.

En ljusglimt med BOJ:s strategi är att när Fed nu absorberar likviditet, vilket missgynnar risktillgångar, så kompenserar BOJ delvis detta genom att addera likviditet. Oroande överflöd?



RÄNTOR BITER

Bolåneränta och husmarknad, USA

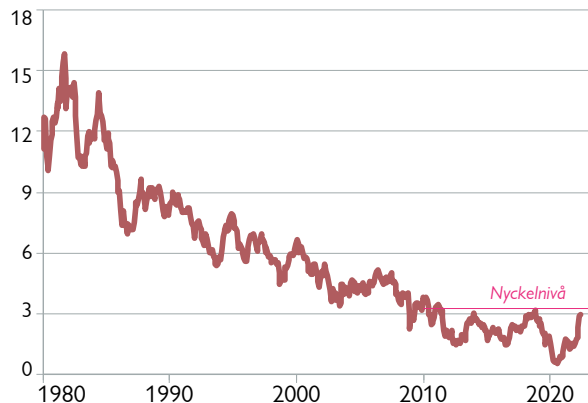


Fed ingen räddare i nöden

I en miljö med hög inflation blir Fed mindre benäget att snabbt skynda till marknadens räddning om turbulensen ökar eller ekonomin bromsar – detta är en stor skillnad mot tidigare. Även Riksbankens chef Stefan Ingves har nyligen sagt att i ett läge där inflationen inte ger med sig trots en kraftig konjunkturavmattning så är det ändå inflationsmålet som gäller. Många underskattar hur lång tid det tar att förankra ett inflationsmål, så att agera kraftfullt nu är en långsiktig investering i förtroendeskapande. Omvänt kan en stark börs (och konjunktur) få Fed att strama åt mer aggressivt, vilket sannolikt begränsar uppsidan på börsen i närtid.

NÄRA MOTSTÅNDSNIVÅ

10-årig statsobligationsränta, USA, procent



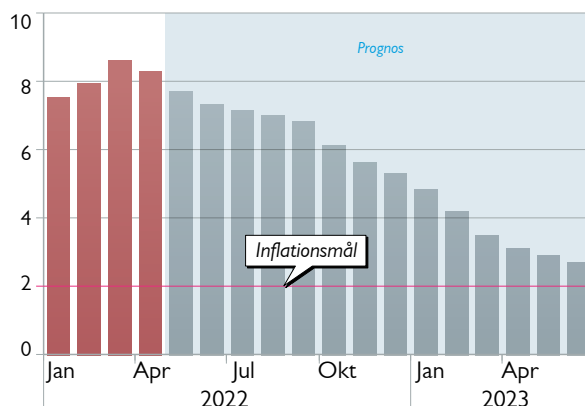
När det gäller Fed och börsen hävdar optimisten att marknaden redan prisar in stora räntehöjningar och knappast kan bli mer besviken. Pessimisten fokuserar i stället på räntehöjningarnas negativa konjunkteffekter och är bekymrad över recessionsrisk och vinstutveckling. Då Fed precis börjat strama åt sällar vi oss snarare till det sistnämnda lägret.

Lägre inflation skulle skapa utrymme för Fed att gå långsammare fram – men vi är skeptiska till ett sådant gynnsamt scenario, och Fed verkar i år vilja höja till vad banken anser vara en neutral räntenivå om 2,5 procent. Samtidigt ser vi nu de första prognoserna om att Fed behöver höja uppemot 5–6 procent under denna cykel

Många underskattar hur lång tid det tar att förankra ett inflationsmål, så att agera kraftfullt nu är en långsiktig investering i förtroendeskapande. Omvänt kan en stark börs (och konjunktur) få Fed att strama åt mer aggressivt.

GOTT OM INFLATIONSOPTIMISTER

KPI konsensusprognoser, USA, procent



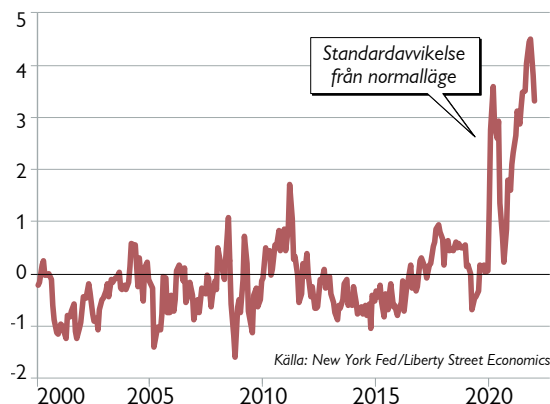
och att tioårsräntan ska toppa på 4,5–5 procent. Mer i när-tid är fokus på nästa motståndsnivå kring 3,25 procent (se graf till höger på motstående sida) – bryts den kan vi stå inför ett större och snabbare trendbrott i räntemiljön.

ALTERNATIVA SCENARIER

- *Djup recession:* Hamnar den globala tillväxten under 3 procent så ökar sannolikheten för vinstfall och stigande arbetslöshet. Då väntar troligen en djupare och längre börsnedgång som tar tid att återhämta. Vi är försiktiga tills vi har tydligare signaler – än så länge är bolagen optimistiska och behöver nyanställa (se tabell på nästa sida). Centralbankerna kan välja att överskrida inflationsmålen om det blir för smärtsamt att nå dem, men då får vi sannolikt en mycket kraftig obligations-ränteuppgång. Även utan recession innebär en ny räntemiljö ökad risk för så kallade *financial accidents* (oväntade makroekonomiska eller finansiella händelser).

FELANDE LÄNKAR

Globalt index för leveransutmaningar



Många råvarupriser stiger – inte bara på olja och metaller, utan även på konstgödsel, djurfoder och således också på livsmedel. Leveransproblemen består på unikt höga nivåer (se graf ovan) med nya produktionsstopp och brist på lastbilsförare på grund av krig och sanktioner. Kinas covid-nedstängningar ger flaskhalsar i hamnar: Enbart från februari till april ökade antalet lastfartyg som ligger utanför Kinas hamnar kring Shanghai från 260 till över 500, även om kön sedan blivit något kortare.

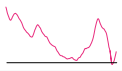
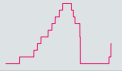
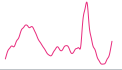
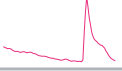
Halvledarbristen har lett till en rad vinstvarningar, bland annat i Volvo Cars och Husqvarna, och förväntas bestå åtminstone året ut. Stora satsningar på produktion av halvledare gjordes under pandemin. Dessvärre verkar nederländska ASML, den stora leverantören av den mest avancerade maskinutrustningen för chip-tillverkning, nu drabbas hårt av komponentbrist och leveranstiderna har ökat markant. Branschkännare uppger att tvättmaskiner köps för att plocka ut halvledare till annan produktion.

- *Krigsslut:* Detta vore fantastiskt goda nyheter. På marknaden skulle riskapiten förbättras och energi- och konjunkturosäkerheten i Europa minska. Men sanktionerna mot Ryssland torde bestå så länge president Vladimir Putin sitter kvar. Även efter ett krigsslut behöver Fed strama åt, och Kina kan behålla sina omfattande covid-nedstängningar.
- *Snabbt fallande inflation:* Billigare energi och råvaror tillsammans med pandemilugnet i väst kan utlösa oväntat stora fall i den allmänna prisnivån. Om Kina

byter covid-strategi och leveransproblemen ebbar ut skulle också inflationstrycket minska och lyfta optimismen. Då skulle ekonomin mjuklanda och börs-motvinden avta.

RECESSIONSRADAR: OANAT LUGNT

Den makroekonomiska miljön i USA i början av maj 2022

Signal	Vad	Aktuell nivå	Förklaring	Trend 2015–
	Avkastningskurva, 10–2 år	Svagt positiv.	När skillnaden mellan tio- och tvåårsräntan i USA fallit under noll följer ofta en recession ett till två år senare.	
	Penningpolitik, riktning	Börjar stramas åt.	Av de elva åtstramningsperioderna sedan 1960-talet har åtta resulterat i recession ett till två år senare.	
	Finansiell miljö, NFCI	Under noll.	<i>National financial conditions index</i> (NFCI) stiger ofta över noll vid recession. En svår prognosvariabel, ger ibland en falsk signal.	
	Inflation	Över 8 procent.	Inflation (CPI) över 5 procent i USA har ofta följts av recession eftersom Fed har tvingats höja räntan över inflationsnivån.	
	Arbetslöshet	Rekordlåg.	I recession stiger arbetslösheten – i dag är den rekordlåg i Europa, och i USA går det två lediga jobb på varje arbetslös.	
	ISM industri-barometer	55.	USA har oftast undvikit recession så länge ISM-indexet för industrin hållit sig över 44-45. ISM avtar men nivån är ännu stark.	
	Oljepris	Upp sedan pandemin.	Oljekriser har ofta lett till recessioner, som på 1970- och 1980-talen. Ingen tydlig nyckelnivå. Nu högsta oljepriset sedan 2014.	

 Styrka.  Varningsnivå.  Recessionsrisk.

INFLATION

Klibbiga prishöjningar

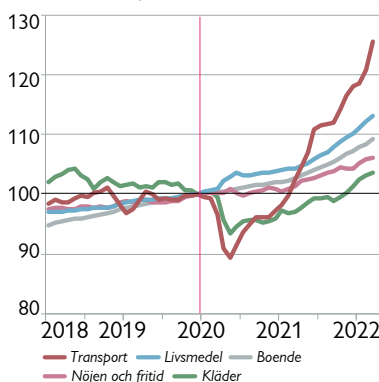
Månader med särskilt hög inflation går snart ur statistiken. Men faran är inte över för det: Inflationsuppgången är bred och kostnadstrycket starkt.

Baseeffekter gör att inflationstoppen borde närma sig. Även exklusive energi var månadsökningarna i USA runt 0,8 procent i april, maj och juni 2021, vilket snart faller ur jämförelsetalen. Inflationstryckets bredd gör oss dock skeptiska till en snabb nedgång. Arbetsmarknaden är stark och löneökningarna blir allt större, leveransproblemen globalt accelererar och inte bara energipriserna stiger kraftigt. Brittiska centralbanken spår 10 procents inflation inom kort.

Konsensusprognosen att inflationen i USA och Europa närmar sig 4–5 procent vid årets slut är rimlig, men vi tror inte att inflationen faller under 3 procent våren 2023 (se graf till vänster på sidan 17). Genomsnittliga månadsökningar runt 0,3 procent räcker för att inflationen ska närma sig 4 procent i årstakt. Redan 2021 såg vi större ökning

TUNNARE PLÅNBÖCKER

Inflationskomponenter, USA, index



än så på mat och boende i USA. Under 2022 ligger den månatliga ökningstakten för sex av de sju stora inflationskomponenterna i det underliggande inflationsmättet (*core CPI*) på 0,5–0,9 procent, och upptrenden är brantare än tidigare (se graf ovan). I flera länder har producentpriserna stigit med 20–40 procent i årstakt, vilket indikerar ett fortsatt

starkt underliggande kostnadstryck, främst i Europa.

Covid-relaterade utbudseffekter och dyrare energi kommer gradvis att avta. Vissa skattningar pekar på att inflationstrycket i USA rensat för mat, energi och covid-effekter i dagsläget ligger runt 3,5 procent för *core CPI*, och runt 4,5 procent för *core PCE* (Feds favoritmått). Dessa siffror rimmar väl med Feds egna modeller för underliggande inflation (till exempel *trimmed mean* och *sticky prices*) och är de högsta sedan början av 1990-talet.

En kraftig konjunkturinbromsning skulle kunna pressa inflationen mer kraftfullt, men där är vi inte än – även de långsiktiga inflationsförväntningarna stiger. Dessutom skulle börsen, i ett sådant scenario, sannolikt gå betydligt sämre innan Fed slår av på höjningstakten.

TEKNISK ANALYS

Håller stöden?

Svenska börsen närmar sig en viktig stödnivå och läget i Europa är osäkert. Vi har nyligen fått en säljsignal på USA-börsen.

SVERIGE: I NEDTREND

I vårens *Allokering och portföljstrategi* konstaterade den tekniska analysen att OMXS30 noterades i en stor konsolidering mellan 2 200 och 2 400. Analysen visade att om index med tydlighet punkterar stödområdet vid cirka 2 200, så indikerar det att

mönstret med stigande toppar och bottenar bryts, vilket skulle öka risken för en nedgång mot 2 000-nivån. Den 21 februari i år stängde index på 2 159 med en stor röd stapel. Därmed effektuerades en säljsignal ur konsolideringen, varpå index föll till 1 900 och bottenade den 7 mars. Därefter startade index en stark uppgång och nådde 2 200-nivån igen. I den tekniska analysen brukar man säga att ”gamla stöd blir nya motstånd”. Så var definitivt fallet den här gången, då index vände ned strax under 2 200-nivån den 22 mars.

Index noteras således i en fallande trend. Det krävs nu att index vänder upp och etablerar sig över 2 200-nivån igen för att nedtrenden ska övergå i konsolidering. Men så länge index

befinner sig under 2 200-området råder alltså nedtrend. Det första viktiga stödet möter vid cirka 1 900, och om stödområdet underskrids möter nästa viktiga support vid 1 650/1 700.

USA: SÄLJSIGNAL

Efter corona-botten i slutet av mars 2020 noterade S&P 500 en lång sekvens med stegvis högre bottenar och toppar ända fram till den 4 januari i år. Därefter har index noterat en lägre topp och en lägre botten. Stödnivån runt 4 100 har nu punkterats med hög omsättning, och därmed har en säljsignal effektuerats ur en klassisk teknisk formation: huvud/skuldra. Nu borde index ned mot runt 3 600. Vad skulle konsekvenserna bli?

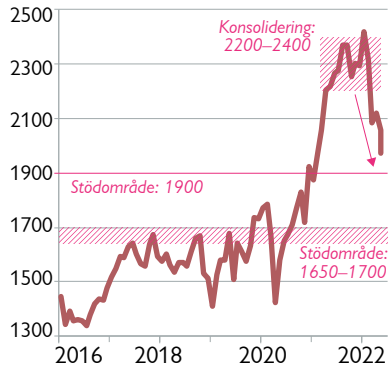
När börsen faller beror det på att fler placerare blir pessimistiska. En alltmer pessimistisk population får konsekvenser på andra plan



Det svenska hjälmteknikbolaget MIPS aktie har nästan halverats i år.

Foto: MIPS

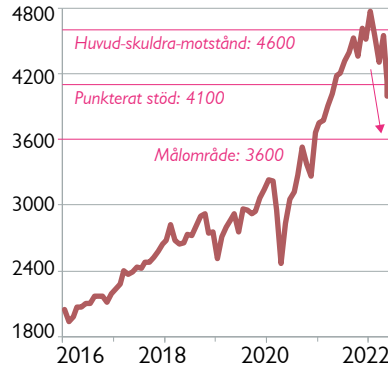
SVERIGE: NYA MOTSTÅND OMXS30



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. Fram till dess att jag får signaler om motsatsen navigerar jag efter en negativ utveckling för USA-börsen.

Vad krävs då för att vi i det större perspektivet ska få en positiv trendindikation? Till att börja med behöver index komma tillbaka över nivån 4 100. Därefter krävs ett genombrott klart över 4 600 för att annullera den negativa huvud/skuldra-formationen. I så fall kan index gå vidare upp

USA: SJUNKER MOT MÅLET S&P 500

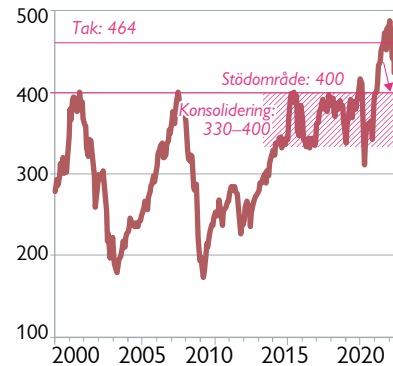


till *all time high* på dryga 4 800. Om detta scenario förverkligas leder det förmodligen till en mer positiv ekonomisk statistik under de kommande månaderna/kvartalen.

EUROPA: OSÄKERHET

Efter att ha noterats i en stor konsolidering under många år passerade Eurostoxx600 motståndet i mars 2021 och steg därefter till strax under 500-nivån precis i början av januari i år. Därefter vände världsbörserna ned. Så även europa-indexet, som föll tillbaka ned mot 400-området, där vi fick en vändning upp enligt

EUROPA: SNART KRITISKT Eurostoxx600



principen att tidigare motstånd blir till nya stöd. För ett positivt börsscenario är det viktigt att detta stödområde håller. Om så inte sker, det vill säga om index vänder ned under 400-området, är index tillbaka i sitt tidigare konsolideringsintervall, vilket skulle vara negativt och sannolikt trigga nya nedgångar. För ett positivt scenario vill jag först och främst se att index passerar 464-motståndet. Om så sker siktar jag på 500-området följt av det långsiktiga målområdet vid runt 530.

Johnny Torssell
Teknisk analytiker



Dags att spela defensivt

PORTFÖLJSTRATEGI. **Åtstramad penningpolitik och sämre tillväxt gör att vi underviktar aktier. Hög och bestående inflation gör alternativa investeringar mer attraktiva än räntepapper.**

Redan i slutet av 2021 monterade vi successivt ned vår övervikt mot aktiemarknaderna för att i stället inta en neutral portföljallokering. Som vi beskrev i vårens strategirapport, *Utan skyddsnät*, var det förändrade penningpolitiska klimatet huvudskalet till vår mer försiktiga hållning. Vi fokuserade på den räntehöjningscykel som framför allt den amerikanska centralbanken Federal Reserve (Fed) verkade stå inför och den osäkerhet som detta innebar för börsutvecklingen. Vi ställde oss även frågan om det inte rent av kan vara dags att bli negativ till börserna och undervikta aktier. Men eftersom vi såg framför oss en ganska lugn ränteuppgång, en förhållandevis stark konjunktur och vinster som skulle kunna öka med omkring 8–10 procent, tyckte vi ändå att utsikterna var relativt balanserade.

Ibland händer det väldigt mycket på kort tid – i det här fallet på tre månader. Kriget i Ukraina är naturligtvis den stora händelsen. Vapenskramlet hördes förvisso redan i vintras, men i likhet med många andra bedömare trodde vi inte på en fullskalig invasion. Riskaptiten på finansmarknaderna försämrades givetvis när Ryssland startade kriget, även om de ryska och ukrainska ekonomierna är små i sammanhanget. Förutom den humanitära tragedin har kriget påverkat konjunkturutsikterna negativt. Stigande råvarupriser har spätt på den redan höga inflationen och ansträngda leveranskedjor, inte minst inom bilindustrin, har fått sig ytterligare en törn. Den riktigt stora risken är fortsatt att exporten av rysk olja och gas stryps till Europa, vilket kan leda till en recession.

I KORTHET

Kriget i Ukraina, dyrare energi och covid-nedstängningar i Kina har försämrat makrobilden. Aktiemarknaden har fått motvind från stigande inflation som resulterat i allt aggressivare centralbanker, främst Fed i USA. De totala riskerna har ökat, då Fed signalerat en kraftfull minskning av likviditetsstödet.

Recession är inte vårt huvudsce-nario, men tillväxten är på väg ned.

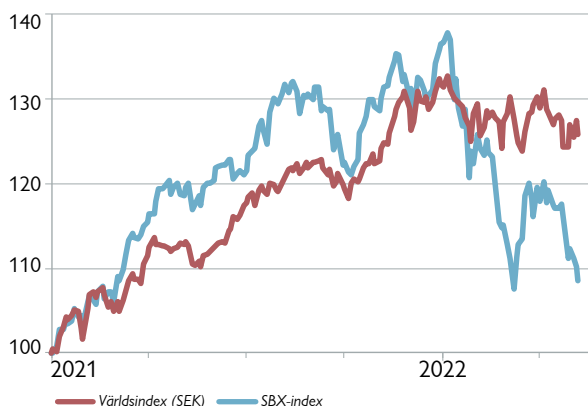
Vinstprognoserna håller dock uppe, och om inflationen toppar ur och Kina öppnar sin ekonomi igen finns förutsättningarna för större optimism.

Globala aktier har klarat sig bättre än svenska i år, men vi väljer undervikt i båda svenska och utländska aktier. Vi har en neutral allokering mellan regioner och överviktar *frontier markets*, Storbritannien och råvaruproducenter.

Inom svenska aktier fortsätter vi att leta kvalitetsbolag med mer aptitliga värderingar efter kursnedgången. Givet risken för ytterligare ränteuppgång, vill vi inte i nuläget öka exponeringen mot räntebärande investeringar. Alternativa tillgångar, där vi har övervikt, kan hantera inflationsrisker bättre än räntebärande placeringar.

HEMMA INTE BÄST

Världsindeks och Stockholmsbörsen, indexerad utveckling



Vårt scenario med svagt stigande räntor har inte heller infriats. Riktningen har förvisso varit uppåt (och det är det viktigaste), men storleken på uppgången är anmärkningsvärd. Den amerikanska tioårsräntan har stigit med över 1 procentenhet under perioden, betydligt mer än vad bedömare hade räknat med. Dessutom pekar allt mer på att det inte bara är i USA som räntor måste höjas, även i Europa och Sverige blinkar inflationslampan rött. Räntorna har följaktligen stigit på bred front.

Makrobilden har alltså försämrats de senaste månaderna (se avsnittet *Investeringsklimat* på sidan 9). Stigande räntor och högre priser på det mesta borde sätta press på konsumenterna framöver eftersom det blir mindre pengar kvar i plånboken. Utvecklingen på bostadsmarknaden blir naturligtvis viktig att följa här, då den påverkar konsumentförtroendet ganska tydligt. Även företag påverkas och en ökad allmän osäkerhet kan gå ut över investeringsviljan.

GRUNDPORTFÖLJER

Allokering

Grundtillgångsslag

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

■ Aktuell vikt ■ Tidigare vikt

Med allt detta sagt kunde man tänka sig att börsindexen skulle ha fallit en hel del sedan kriget bröt ut. Förvisso föll aktiemarknaden på invasionen i slutet av februari, men sedan repade den sig igen. Mot slutet av april kom nya nedgångar. Ur svenskt synvinkel har utländska aktier generellt gynnats av att kronan under året tappat mark, framför allt mot dollarn.

RISKEN HAR ÖKAT

Vi anser att de totala riskerna har ökat under året och att investeringsmiljön har försämrats. Givet den stora räntepågången lutar vi förvisso alltmer åt att finansmarknaderna redan har inprisat mycket av rörelsen (se avsnittet *Räntebärande investeringar* på sidan 64).

Däremot har vi blivit mer oroliga för åtstramningen QT (*quantitative tightening*). Centralbankerna nöjer sig inte med att höja räntor utan ska också börja reversera sina gigantiska stödköp i syfte att kyla av inflationen. USA påbörjar denna process och även i Europa lär det vara dags senare under året. Givet hur stora stödköpen varit under pandemin och hur hög inflationen hunnit bli, kan vi nog vänta oss en relativt aggressiv takt i dessa åtstramningar.

Den stora osäkerheten i processen är hur finansmarknaderna ska reagera. En del av ränteuppgången och börsoron hittills i år hänger så klart ihop med den nya retoriken från framför allt Fed. Likväl är detta en ny miljö för marknaderna. Vi har ingen lärobok att utgå ifrån och enda gången som vi upplevt QT tidigare var under 2018, då Fed påbörjade en minskning av sin balansräkning. Mot slutet av det året sågs relativt stora börsnedgångar, där flera index tappade 15–20 procent. Den finansiella turbulensen, i kombination med konjunkturell osäkerhet, fick Fed att backa och avbryta QT-processen.

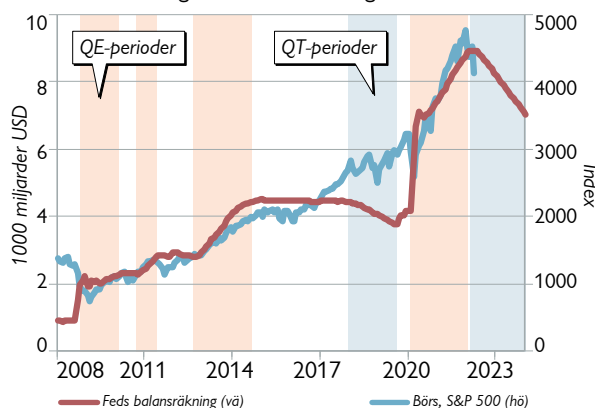
Vår utgångspunkt i nuläget är att QT även denna gång kommer att leda till en försämrad likviditetssituation och att detta utgör en motvind för risktillgångar. Visst kan detta delvis redan vara inprisat på finansmarknaderna, men risken förefaller ändå vara för stor för att ignorera, inte minst med tanke på hur stora centralbankernas balansräkningar tillåtits bli under pandemin.

KÖPA DIPP ELLER SÄLJA STUDS?

Att köpa i nedgång (*buy the dip*) har mer eller mindre blivit en vedertagen strategi hos många placerare det senaste decenniet. Till stor del har taktiken byggt på antagandet att centralbankerna rycker ut igen om det blir tillräckligt stökigt. I dagens nya miljö är vi inte så säkra på att det är rätt strategi framöver. Med de signaler som skickats ut vad gäller åtstramningar krävs rimligen ganska stora

BÖRSMOTVIND FRÅN QT

Feds balansräkning och börsutveckling, USA



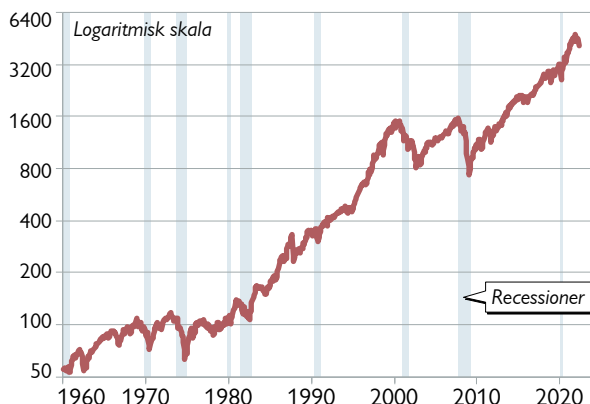
nedgångar för att tvinga ut centralbankerna på banan igen. En komplicerande faktor just nu är de omfattande coronanedstängningarna i Kina, som förstärker störningarna i leveranskedjorna och påverkar även tillväxten negativt. Givet det redan ganska känsliga läget i världsekonomin kommer detta olägligt.

När vi väger ihop alla dessa faktorer måste vi konstatera att motvindarna har blivit starkare under året. Vi ser ingen recession i korten, men riskbilden har ökat. Kombinationen av ökad sannolikhet för en stor dos QT, en försämrad konjunkturbild och börser som hämtade sig bra under mars fick oss att i april dra ned aktieexponeringen till en mindre undervikt i vår portföljallokering.

Trycket på centralbankerna skulle minska om inflationstakten bromsades tydligt och rörde sig mot målen. En mindre aggressiv retorik kring penningpolitiken kan katalysera fram ett lite bättre börshumör, och ska inte uteslutas längre fram.

BÖRSRAS UTAN RECESSION ÄR OVANLIGT

S&P 500 och recessioner, USA

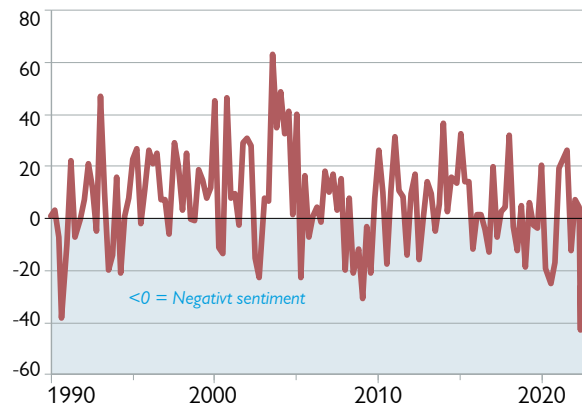


Vi minskade både i svenska och utländska aktier. Utländska aktier har ofta fördelen att stå emot bättre i stökiga tider (inte minst beroende på att kronan då brukar försvagas), men samtidigt hade svenska aktier redan fallit mer (se graf på sidan 23). Branschmässigt väger industri och bank tyngre i Sverige, medan inslaget av teknologi och energi är mindre. Givet vår försiktiga hållning har vi en preferens för bank och energi. Sammantaget tycker vi därför att för- och nackdelar tar ut varandra. Med tanke på att värderingarna dessutom är snarlika har vi i nuläget ingen tydlig preferens i valet mellan svenska och utländska aktier.

En mer allvarlig lågkonjunktur är i våra ögon det stora hotet mot aktiemarknaden. Helt naturligt mår aktier som sämst när en lågkonjunktur ska prisas in eftersom vinsterna i börsbolagen då faller brant och motiverar betydligt lägre kurser. Samtidigt är det ju skillnad på olika lågkonjunkturer och effekten på börsen blir därför

OVANLIGT PESSIMISTISKA INVESTERARE

Sentimentsindikator, USA (bull/bear spread)



olika. En lågkonjunktur kombinerad med en finansiell kris brukar anses som det värsta scenariot. Det är också troligt med betydligt mer volatila marknader tills dimman lättar och färdriktningen klarnar. Börsfall på upp emot 20 procent kan mycket väl inträffa utan att de behöver följas av en lågkonjunktur.

DEN LJUSA SIDAN

Det är lätt att bli pessimist när det råder krig i Europa, räntorna stiger brant, tillväxten mattas av och börsen är småsur. Men allt är inte negativt, långt därifrån. Det går mycket väl att se ett scenario där inflationen ganska snart toppar ur om energipriserna lugnar ner sig lite, och Kina släpper på sina covid-nedstängningar. Även om inflationen ligger kvar på ovanligt höga nivåer minskar trycket på centralbankerna om trenden med stigande siffror bryts. En mindre aggressiv retorik kring penningpolitiken kan helt klart katalysera fram

ett lite bättre börshumör, och ska inte uteslutas längre fram. Dessutom kan vi konstatera att stämningsläget bland många placerare redan är negativt (se graf till höger på sidan 25), vilket faktiskt kan minska risken för större nedgångar. Om många redan har minskat sin exponering finns det gott om potentiella köpare ifall utsikterna förbättras något. Mot slutet av 2021 var vi bekymrade över hög riskvilja och överhettningstendenser i marknaden. Nu har läget helt klart slagit om.

Till detta kan läggas att vinstprognoserna håller ställningarna ganska bra trots allt som händer i omvärlden. Fallande kurser har därför gjort värderingen något mer attraktiv. Riskpremien på aktier är nu på en nivå som får anses som fullt acceptabel och kan skapa förutsättningar för nya kursuppgångar så småningom.

Skydd genom alternativa investeringar

De senaste åren har den alternativa portföljen bidragit till stabilare avkastning när det stormat på börserna. Liksom tidigare fokuserar vi inom alternativa investeringar på placeringar som i minsta möjliga mån korrelerar med aktie- och ränteutvecklingen, utan levererar avkastning på egna meriter.

Flera alternativa innehav, som råvaror och globala fastigheter, kan hantera inflationsrisker bättre än räntebärande placeringar. Volatilitetsstrategier är ett annat exempel på placeringar som kan gynnas av större svängningar och ge bra avkastning trots fallande börs och stigande räntor.

Kort sagt: Det finns intressanta möjligheter för nischade strategier med duktiga förvaltare (läs mer i avsnittet *Alternativa investeringar* på sidan 69).

ALLOKERING

I börsturbulens brukar räntebärande investeringar vara ett bra val, men givet risken för ytterligare ränteuppgång vill vi inte öka exponeringen i nuläget. Likviden från vår nedviktnings av aktier placerades därför i alternativa tillgångar.

Utländska aktier: Undervikt

Portföljen har en neutral allokering, förutom en viss övervikt mot *frontier markets*. Andelen aktiv förvaltning har varit låg, och i stället för höja den har vi avyttrat två europeiska och en japansk fundamental förvaltare. För att få mer råvaruexponering har vi ökat andelen gruvbolag via ETF:er, som har en stor andel bolag i råvaruproducerande länder som Brasilien, Chile, Sydafrika men även Australien och Kanada. Dessutom har en fond med inriktning mot naturtillgångar fått en större roll i portföljen.

Svenska aktier: Undervikt

Den osäkra makromiljön lär bestå ett tag till och mycket tyder på en svårnavigerad börs ytterligare en tid. Mot denna bakgrund bedömer vi det som högst relevant att fortsätta med vår strategi att favorisera kvalitetsbolag med en rimlig värdering. Årets börsfall gav oss intressanta ingångslägen i Nibe och Atlas Copco. Så länge recession uteblir bådar stigande räntor gott för banker. Exempel på mer defensiva, motståndskraftiga aktier är Astrazeneca, AAK och Essity. Autoliv och Volvo har drabbats hårt av rådande makromiljö och har potential om situationen förbättras.

Räntebärande investeringar: Neutral

Utsikterna för de kommande månaderna är fortsatt utmanande, men eftersom räntorna har stigit kraftigt och marknaderna redan prisat in aggressiva räntehöjningar från centralbankerna har vi minskat vår durationsundervikt genom att öka exponeringen mot statsobligationer och *investment grade*. Vi har även tagit hem en del av vinsten i kinesiska obligationer. Inom *high yield* överviktas vi nordiska företagsobligationer och europeiska bankkapitalobligationer (*Cocos*).

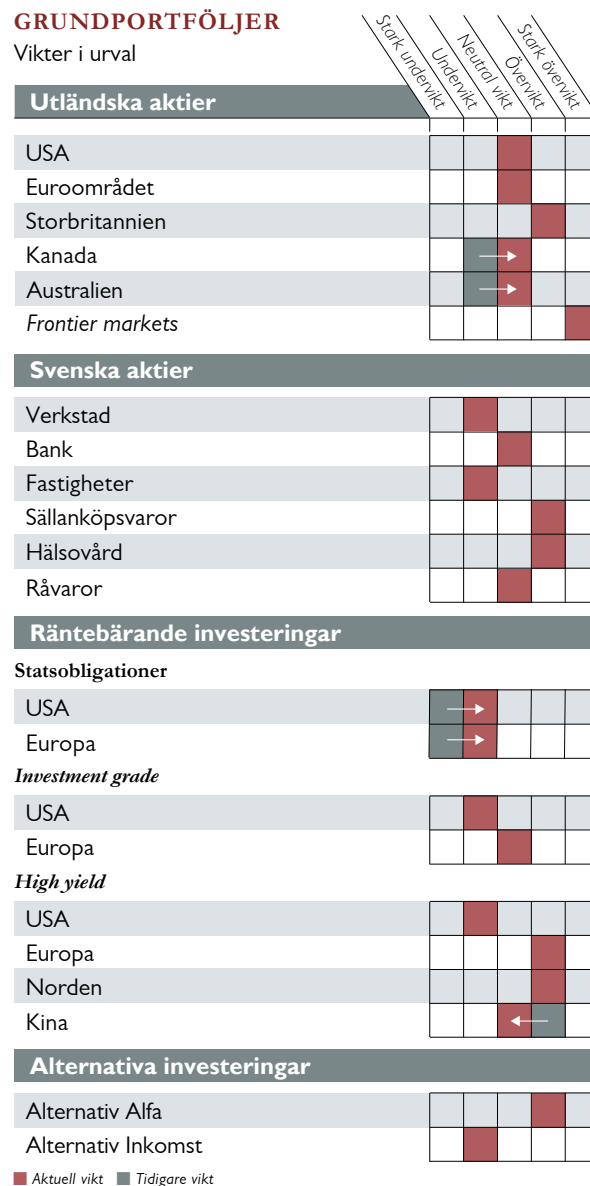
Alternativa investeringar: Övervikt

Diversifiering är centralt när vi arbetar med portföljen och vi strävar efter att hitta tillgångar och strategier som har en låg samvariation med aktier och räntebärande investeringar. Ett typexempel är katastrofobligationer. Vi behåller exponeringen mot råvaror och har adderat exponering mot fysiskt guld. Vi har även en ny volatilitetsförvaltare i portföljen med huvudfokus på räntevolatilitet. *Global macro*-strategier borde gynnas av den dynamiska makromiljön och finns representerade.

Vinstprognoserna håller ställningarna ganska bra. Fallande kurser har därför gjort värderingen något mer attraktiv. Riskpremien på aktier är nu på en nivå som får anses som fullt acceptabel och kan skapa förutsättningar för nya kursuppgångar.

GRUNDPORTFÖLJER

Vikter i urval



ENERGIPOLITIK

Svensk elkris kräver *dealmaking*

Skenande elpriser flyttar in i valdebatten. Elabonnenter, entreprenörer och marknadsaktörer är oroliga. Efter valet väntar handling – med en eller annan politisk kovändning.

Den starka konjunkturen har ökat efterfrågan på all energi, och till klimatkrisen har en geopolitisk faktor adderats med Rysslands brutala anfallskrig i Ukraina. Bryssel kliver successivt högre i sanktionstrappan än någon trodde var möjligt innan kriget bröt ut. Det ser alltmer ut som en tidsfråga innan EU beslutar att fasa in ett fullskaligt olje- och gasembargo mot Ryssland – använder ryssarna

massförstörelsevapen ryker gasimporten nära nog direkt. Efter sommaren finns sannolikt reserver, alternativ och stödmekanismer på plats, vilket gör kostnaden för ett infasat EU-embargo hanterbar.

VI BEHÖVER PÅLITLIG EL

I Sverige har stigande elpriser mötts med engångsutbetalningar till hushåll med hög elkonsument. Det hjälper inte bolag med verksamhet i Sverige och bidrar än mindre till en långsiktig energipolitik i en tid när just

energi-
politiken
blir alltmer
avgörande för
ekonomiers
konkurrens-
kraft, mark-
nadernas
fram-
tidstro

och centralbankernas policy. Sveriges elbehov fördubblas de närmaste decennierna. Elektrifieringen av industri och transportsektor kommer att kräva tillförlitlig tillgång på el och en energipolitik som är långsiktigt hållbar.

Svenska entreprenörer och investerare har engagerat sig i bolag som i dag leder utvecklingen av innovationer som substantiellt kan minska världens klimatutsläpp. Det gäller i våra basnäringar, i fordonsindustrin förstås, och i det gröna klustret i Norrland. Här är energipolitiken minst lika viktig för många entreprenörer och investerare som penningpolitiken traditionellt har varit.

PÅ REFORMKARTAN

Bortom valrörelsens låsningar och polarisering finns momentum för ett mer strategiskt politiskt beslutsfattande. EU beslutade nyligen att klassa

Efter valet väntar energipolitiska fredssamtal mellan statsminister Magdalena Andersson (S) och oppositionsledaren Ulf Kristersson (M).

Foto: Anders Wiklund/TT

kärnkraft som en hållbar investering, åtminstone fram till 2050. Svenska regeringen beslutade om lagring av kärnbränsle. I bästa fall skapar detta, tillsammans med det geopolitiskt krävande omvärldsläget, ett fönster för en ny, brett förankrad energipolitik.

Här är grunderna och reformkartan för en energioverenskommelse där både socialdemokrater och moderater kompromissar för att planera för ökad efterfrågan och långsiktigt stabil energiförsörjning:

- *Stärkta elnät:* Elkrisen har blivit tydligare och en ny ton har hörts i tillståndsfrågor. Oavsett vem som blir nästa statsminister står vi sannolikt inför en omfattande utbyggnad och förstärkning av elnäten, där ledtider kortas med effektivare tillståndsprocesser. Kanske kommer behovet av robust elförsörjning att trumfa andra intressen.
- *Mindre krångel:* Reformerade regler är också avgörande för en mer omfattande utbyggnad av vindkraften, inte minst för havsbaserade

VALET OCH ELRÄKNINGEN

Viktigaste frågor för väljarna, procent

Fråga		Apr 2022	Apr 2021
Sjukvården	↓	64	65
Lag och ordning	→	53	53
Skola och utbildning	→	47	47
Invandring/integration	↓	43	52
Försvaret	↑	36	15
Energipolitik	↑	36	20
Miljö och klimat	↓	34	38
Äldreomsorg	↓	33	36
Landets ekonomi	↓	30	33
Pensioner	↑	27	24

Källa: Novus

vindkraftparker där investerare står på kö. Omprövningen av miljötillstånden för svensk vattenkraft kan stoppas för att inte tappa ytterligare kilowattimmar. Förenklade regelverk kan underlätta etableringen av stora solcellsparker i södra Sverige.

- *Bäddat för kärnkraft:* En kompromiss kan även avse nya regelverk som möjliggör utbyggnad av kärnkraftverk och ger legala förutsättningar för små modulära reaktorer.

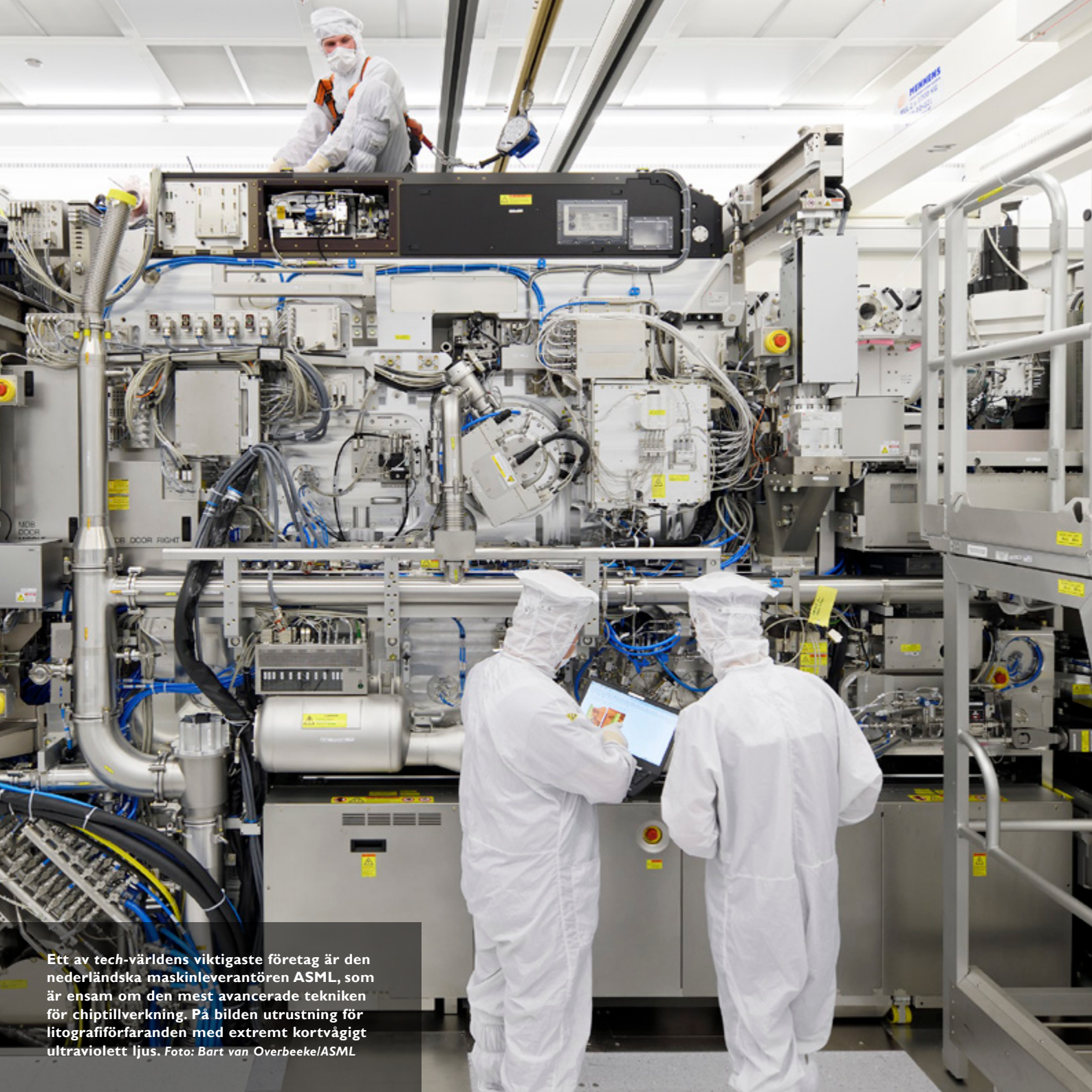
Kärnkraften kan få en ny pris-sättning, eftersom dess planerbarhet är en avgörande komponent i en hållbar energimix.

- *Stöd och lättnader:* Det blir sannolikt görbart att samlas om förslag som sänkt elskatt, liksom skattelättnader (eller statsstöd) för stationära batteriparker och vägtasanläggningar.

Regeringspartiet svängde snabbt i synen på ökade försvarsanslag och Nato-medlemskap. Det blir utrymme för *dealmaking* också i energipolitiken – inte minst i början av den nya mandatperioden. Den fragmenterade parlamentariska situationen kommer att kräva kompromisser. När problemen – och prisstegringarna för hushållen – är tillräckligt stora, synliga och akuta så kan vi bli överraskade över hur snabbt politiken samlar sig till beslut.



Henrik von Sydow
Omvärldsstrateg



Ett av tech-världens viktigaste företag är den nederländska maskinleverantören ASML, som är ensam om den mest avancerade tekniken för chiptillverkning. På bilden utrustning för litografiförfaranden med extremt kortvägigt ultraviolett ljus. Foto: Bart van Overbeeke/ASML

TEMA. **Energiomställningen kräver mängder av ny elektronik. AI-revolutionen tar fart och ökar behovet av sensorer, processorer och molnteknik. Efterfrågan inom dessa snabbväxande områden är här för att stanna. Halvledarsektorn ger exponering.**

En logisk affär

Många som köpt allt ifrån en ny bil till en Playstation det senaste året har fått ge sig till tåls, ofta med samma förklaring från leverantören: brist på halvledare. Det har blivit tydligt att halvledare (chip) utgör en nyckelkomponent i modern elektronik, och finns överallt i vårt samhälle – i allt ifrån datorer och telefoner till bilar och militär utrustning. Genom att överföra, modifiera, förstärka, bearbeta och lagra digitala eller analoga signaler utgör halvledare grunden till de senaste 50 årens digitala revolution.

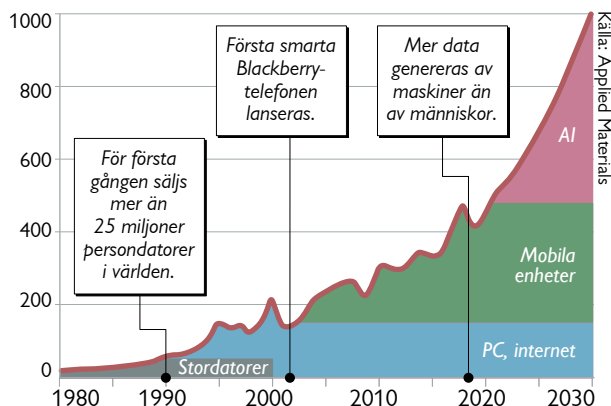
Halvledarindustrin sammanväver flera av mänsklighetens mest avancerade teknologier inom komponentdesign, nya material och tillverkning. Inget land kontrollerar hela värdekedjan, även om USA dominerar inom

design och Taiwan är den ledande tillverkaren. Kina har stora ambitioner för sin inhemska halvledarindustri, men ligger långt efter och har de senaste åren blockerats av USA från att köpa den senaste teknologin. Det har gjort halvledare till en geopolitiskt viktig sektor – faktum är att dagens halvledarbrist började växa fram redan under det handelskrig mellan USA och Kina som inleddes 2018.

Halvledare har historiskt varit en cyklisk bransch: Perioder av stark efterfrågan har utlöst kapacitetsutbyggnad, som i nästa konjunktur nedgång resulterat i överutbud och pressad lönsamhet. Halvledaraktiernas nedgång i år, trots fortsatt stark efterfrågan, beror sannolikt på att det historiska mönstret gör investerarna skeptiska. Ändå är

AI-GENOMBROTT STÖDJE TILLVÄXTEN

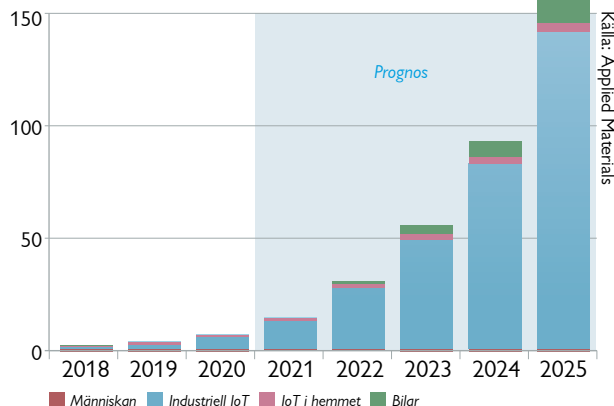
Omsättning i den globala halvledarsektorn, miljarder USD



efterfrågan mer diversifierad i dag än tidigare. Många strukturella tillväxtteman bygger på ökad konsumtion av data: Datacenter som flyttar till molnet, 5G, artificiell intelligens (AI), *internet of things* (IoT), elbilar och energilagring är några exempel (se grafer ovan). Växande dataintensitet ökar i sin tur efterfrågan på halvledare, men halvledarbolagen får i dagsläget ingen premie för sin högre kvalitet och minskade cykllikhet. Många bolag högre upp i värdekedjan inom dessa teman åtnjuter en värderingspremie, medan de flesta halvledarbolag handlas på lägre multiplar än det historiska snittet. För långsiktiga investerare som letar *tech*-värde efter den senaste tidens nedgång öppnar sig nu intressanta möjligheter bland halvledarbolagen.

CHIP I BILAR, BOSTÄDER OCH INDUSTRI

Datagenerering, zettabyte (10^{21} byte)



MOSFET GAV MASSPRODUKTION

Halvledarbranschen har sitt ursprung i Bell Labs i USA, där William Shockley, John Bardeen och Walter Brattain år 1947 byggde den första bipolära transistorn, ett slags elektronisk strömbrytare som är grunden för alla halvledare¹. Halvledarindustrin tog ordentlig fart på 1960-talet, sedan Texas Instruments-ingenjören Jack Kilby år 1958 uppfunnit den första integrerade kretsen, där flera transistorer kopplas samman på en liten platta av halvledarmaterial. Robert Noyce, medgrundare av Fairchild Semiconductor

¹ William Shockley, John Bardeen och Walter Brattain tilldelades Nobelpriset i fysik för uppfinnningen 1956. Jack Kilby fick Nobelpriset i fysik år 2000.

Efterfrågan är mer diversifierad än tidigare. Många strukturella tillväxtteman bygger på ökad datakonsumtion: Datacenter som flyttar till molnet, 5G, artificiell intelligens (AI), IoT, elbilar och energilagring är några exempel.

och Intel, förbättrade något år senare uppfinningen genom att på en kiselpatta koppla samman transistorerna utan externa kablar. Samma år uppfanns MOSFET-transistor¹, som var enkel och billig att tillverka, tog liten plats och hade låg energiförbrukning. MOSFET möjliggjorde massproduktion. En integrerad krets där flera sådana transistorer kopplas samman kallas för mikrochip (eller chip), ett uttryck som ofta används synonymt med halvledare.

FRÅN MOORES LAG TILL SMART DESIGN

Komponentstorleken i chip brukar uttryckas i nm (nanometer, miljarddels meter) och krymper med varje ny teknikgeneration. Fysikern Gordon Moore, senare medgrundare av Intel, konstaterade 1965 att antalet transistorer som får plats på ett chip tenderar att växa exponentiellt. Han förutsåg att antalet skulle fördubblas varje år det kommande årtiondet. 1975 hade antalet transistorer ökat från 64 stycken tio år tidigare till närmare 65 000. Moore reviderade då sin ”lag” för det kommande årtiondet, till en fördubbling var 24:e månad. Moores lag är en teknologisk tumregel som har stämt ganska bra fram till relativt nyligen (om än med olika ökningstakt för olika typer av chip).

Ju fler transistorer som ryms på samma chip, desto lägre blir kostnaden per transistor samtidigt som mikroprocessorkraften ökar och energiförbrukningen minskar. En viktig ekonomisk implikation av Moores lag är därför att man till samma kostnad kan utveckla alltmer kraftfulla chip – men också tillverka samma chip allt billigare².

¹ MOSFET: *Metal-oxide-semiconductor field-effect transistor*.

² Halvledartillverkning är oerhört kapitalintensivt och att leda utvecklingen kräver enorma investeringar. Fenomenet med ständigt högre kostnader och allt dyrare forskning och utveckling kallas ibland för *Moore's second law*.

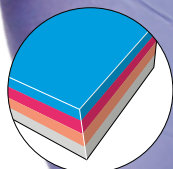


John Bardeen, William Shockley och Walter Brattain på det amerikanska privata telefonmonopolet AT&T:s forskningsinstitut Bell Labs 1948. De får 1956 nobelpriset i fysik för sitt arbete. Shockley ansåg dock att transistorn var hans uppfinning och att Bardeen och Brattain tog på sig för stor del av äran. Foto: Bell Labs

Smartare chipdesign ger fortsatt tillväxt

I dag är de mest avancerade chipen nere på 5 nm, exempelvis Apples A14-chip som finns i nya Iphone-modeller och innehåller närmare 12 miljarder transistorer. Nästa generations chip på 3 nm tillverkas sannolikt av den taiwanesiska chiptillverkaren TSMC

ETT CHIP BLIR TILL Steg vid chiptillverkning



På en kiselplatta läggs skikt av fotoresist, kiseldioxid och kiselnitrid.

Kortvågigt ljus projiceras genom en litografisk mask där mönstret finns.

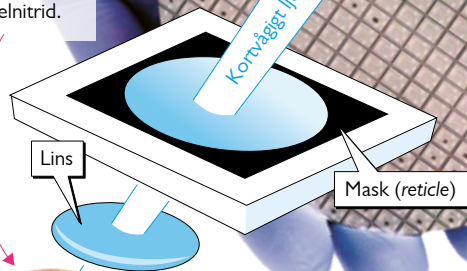
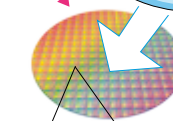
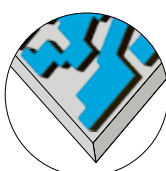


Foto: Shutterstock

Det ljuskänsliga maskeringsskiktet överst på kiselplattan, fotoresist, belyses med extremt kortvågigt ljus. Exponerade områden kan sedan sköljas bort.



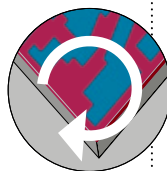
Exponerad fotoresist avlägsnas.



Ytor som inte täcks av fotoresist etsas med gaser.



De etsade ytorna "dopas" (tillförs störämnen).

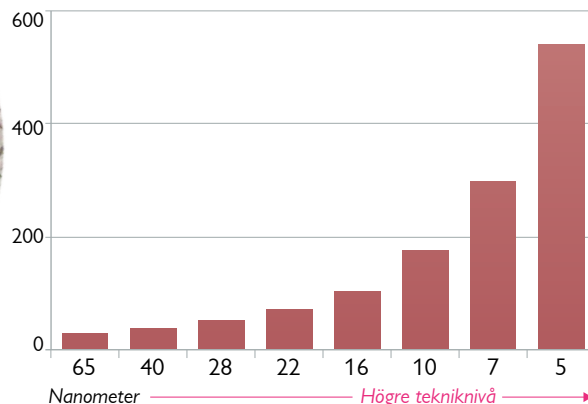


Processen upprepas ett antal gånger.

Moore's lag nalkas sitt slut, men inte innovations- och tillväxtpotentialerna, med nya material, 3D-design och integrering av smarta sensorer och andra komponenter i chipet.

CHIPUTVECKLING KRÄVER MUSKLER

Genomsnittliga kostnader för chipdesign, miljoner USD



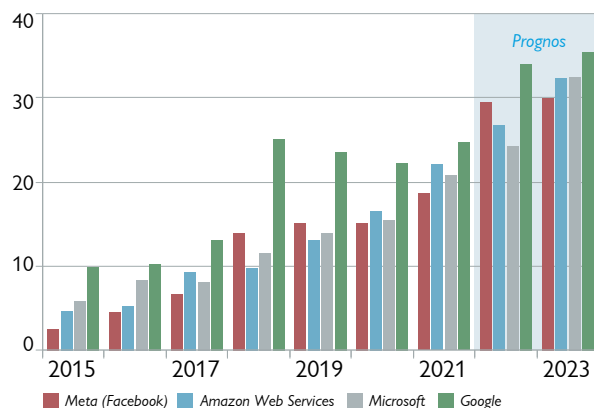
nästa år, och varje transistor är då ungefär 1/20 000 av diametern på ett hårstrå.

Att krympa transistorerna ytterligare börjar nu möta fysikaliska begränsningar. Det krävs smarta design-ändringar och extremt sofistikerad tillverkning för att få chipen att fungera, vilket ger höga kostnader (se graf ovan). Moore's lag nalkas därmed sitt slut.

Det gäller däremot inte för innovations- och tillväxtpotentialerna i sektorn. Nya material, 3D-design (där chip staplas på varandra) och integrering av smarta sensorer och andra komponenter i chipet är förbättringar som inte kräver fortsatt miniatyrisering. Specialdesignade chip för särskilda ändamål och bättre integrering mellan chipdesign och mjukvara (som med Apples M1-chip) är andra lösningar som kan driva utvecklingen framåt. Vid horisonten hägrar helt nya principer som *quantum computing*, där kvantmekaniken löser komplexa problem som traditionella datorer går bet på.

MOLN-GIGANTER INVESTERAR MER

Tech-jättarnas investeringar, miljarder USD



BRANSCHEN PRÄGLAS AV SPECIALISERING

Utvecklingen av ett nytt chip börjar med designstadiet, där man specificerar vad chipet ska göra och tar fram ritningen som ligger till grund för tillverkningen. Att tillverka ett chip tar runt tre månader och olika moment görs ofta på olika ställen. Till det mest avancerade hör den litografiska processen, som gjort miniatyriseringen av transistorerna och därmed Moores lag möjlig. Endast ett bolag i världen, nederländska ASML, tillverkar de mest avancerade litografimaskinerna, för den så kallade EUV-processen (*extreme ultraviolet light*). EUV-litografi måste utföras i *vacuum* och varje maskin kostar runt 150 miljoner USD. Denna teknik krävs för att tillverka 10 nm-chip och nedåt. I dagsläget har bara Intel, Samsung och TSMC sådan tillverkning.

Olika bolag har specialiserat sig på utveckling respektive tillverkning (se ruta på sidan 37). Det har särkopplat risken i att utveckla chip från risken att tillverka. Ledare

TRE VIKTIGA CHIPKATEGORIER

- **Logikchip** är "hjärnan" i persondatorer, spelkonsoler och servrar. Exempel är CPU:er (*central processing units*) och GPU:er (*graphic processing units*, används framför allt inom spel, *crypto mining* samt AI och maskininläring). ARM-baserade chip, som genererar mindre värme och har lägre energiförbrukning, dominerar i batteridrivna enheter som smarta telefoner och surfplattor. Skräddarsydda chip för särskilda uppgifter kallas ASIC (*application specific integrated circuits*). Logikchip leder utvecklingen och är mest kapitalintensiva i produktionen.
- **Minneschip** är främst av typerna DRAM (*dynamic random access memory*) och NAND Flash. DRAM tappar data när strömmen stängs av, medan de mycket långsammare NAND Flash används för permanent lagring. Minneschip är ett särskilt cykliskt halvledarområde, med Samsung som dominerande spelare. Eftersom minneschip är mer standardiserade än logikchip är prisrisken större. Även minneschip är ett kapitalintensivt segment.
- **Analog chip** läser analoga signaler från den verkliga världen (som temperatur, hastighet, tryck, ljud och färg) och omvandlar dem till digitala signaler. Här är Texas Instruments den stora tillverkaren. Det analoga segmentet är inte alls lika kapitalintensivt som de digitala. Historiskt har det klarat sig bra på att återanvända utrustning från den digitala världen, men med ökad efterfrågan från bilar och industri har kapacitetsbehovet blivit för stort och det investeras nu i ny utrustning.

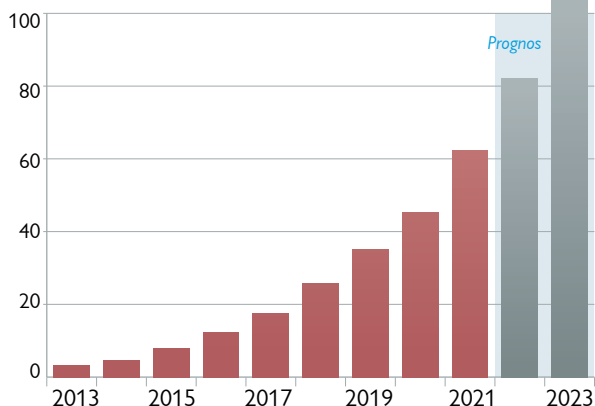


Träningsklockor är ett nytt område för analoga chip.

Foto: Garmin

DATA-EXPLOSIONEN EN DRIVKRAFT

Amazon Web Services, molnomsättning, miljarder USD



inom utveckling, som Nvidia och AMD, behöver bara lägga enstaka procent av omsättningen på fysiska investeringar, men har ändå tillgång till den mest avancerade produktionsteknologin. En ledande *foundry* (som TSMC) får samtidigt en större diversifiering av efterfrågan än en ledande IDM med tillverkning av egna chip (som Intel).

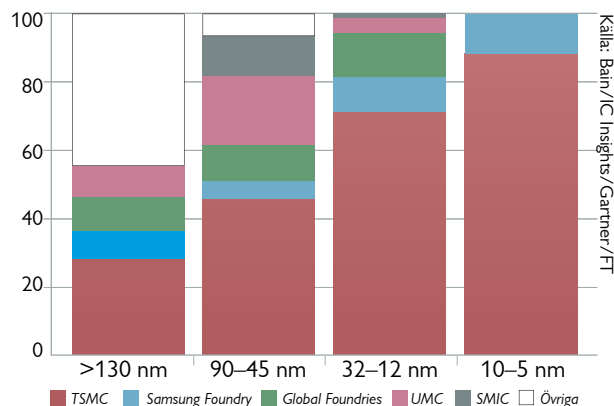
BRIST TAR TID ATT ÅTGÄRDA

Halvledarindustrin är en verkligen globaliserad bransch, där inget land eller företag kontrollerar hela värdekedjan (se graf ovan till höger). Tillverkningsprocessen är ytterligt komplex samtidigt som ledtiderna är långa. När brist uppstår kan detta således ta tid att åtgärda.

Redan före pandemin hade Kina i spåren av handelskriget byggt upp extra stora lager av både utrustning och chip av rädsla för tullar och sanktioner. Precis som för andra branscher medförde pandemin nedstängningar av fabriker och fraktproblem.

TSMC BEHÄRSKAR TOPPSEGMENTET

Global omsättning i olika chip-kategorier, 2020, procent



Källa: Bain/IC Insights/Gartner/FT

Bilsektorn bokade av halvledarbeställningar våren 2020, och när efterfrågan på bilar återkom snabbare än väntat fanns inga chip att tillgå.

Viktigast är kanske ändå den ökade efterfrågan till följd av pandemin: Jobb och undervisning hemifrån, mer *streaming* och spelande ökade dataanvändningen och efterfrågan på hemelektronik. Alla dessa tjänster och produkter drivs på ett eller annat sätt av halvledare.

STRUKTURELLA DRIVKRAFTER

- *Innovationstrender*: Vi ser stora tillväxtpotentialer inom en rad innovativa, dataintensiva teman de kommande åren. Robotisering och automation, 5G, *internet of things*, AI, cybersäkerhet och genterapi är exempel som vi berört i tidigare strategirapporter. Högre dataintensitet och digital transformation är synonymt med ökad efterfrågan på halvledare: Enheter och sensorer innehåller halvledare, och insamlade data behöver

ALLTMER HALVLEDARE ANVÄNDS

Halvledarinnehåll, USD

Produkt	2015	2020	2025p
Server i datacenter	1 620	2 810	5 600
Bil (globalt snitt)	310	460	690
Smarta telefoner (toppmodell)	100	170	275
Smarta hem (globalt snitt)	2	4	9

Källa: Applied Materials

konverteras, hanteras, bearbetas, analyseras och lagras någonstans. Sannolikt sker detta i molnet, som kommer att ersätta lokala datorer och lagringsenheter för många individer och företag (se graf till vänster på motstående sida). Det ökar i sin tur efterfrågan på datacenter som drivs av halvledare. Redan de senaste åren har andelen halvledare i olika enheter ökat markant sedan 2015, och denna trend väntas accelerera ytterligare under 2020-talet (se tabell ovan).



System för förarassistans och självkörande bilar; samt molninfrastrukturen till dessa, ökar efterfrågan på halvledare. På bilden ett fordon från Amazons dotterföretag Zoox. Foto: Getty Images

DESIGNBOLAG LÄGGER UT TILLVERKNINGEN

I takt med att komplexiteten och tillverkningskostnaderna ökar har halvledarindustrin gått mot ökad specialisering. Tre kategorier i värdekedjan är:

- **Fabless:** Dessa bolag fokuserar på design och försäljning av chip men lägger ut tillverkningen. Exempel är Nvidia, AMD och Qualcomm.
- **Foundries** står för enbart tillverkning. Här har TSMC (Taiwan Semiconductor Manufacturing Company) blivit

den dominanta spelaren, särskilt inom de mer avancerade chipen, där TSMC:s marknadsandel är 90 procent.

- **IDM (integrated device manufacturers)** sköter fortfarande både design och tillverkning i egen regi. Intel, Texas Instruments och Samsung tillhör kategorin, men efter en rad misslyckanden för Intel, som länge var branschledande, är i dag bara

Samsung i närheten av TSMC när det gäller tillverkning av avancerade chip.

- **Maskinleverantörer:** En rad specialistbolag tar fram utrustning till de olika delarna av tillverkningsprocessen (se illustration på sidan 34).

Den viktigaste aktören är nederländska ASML.

Amerikanska Nvidias chipfamilj Drive Orin är avsedd för självkörande bilar.

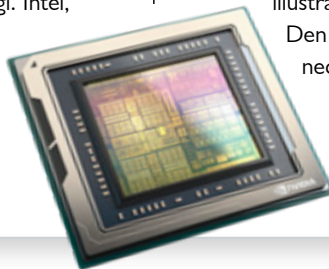


Foto: Nvidia



Halvledare ingår i många komponenter för vind- och solkraft samt för konvertering, överföring och lagring av energi. Omställningen till förnybara energikällor gynnar därför halvledarsektorn.

Foto: Istockphoto

- *Energiomställning:* Även omställningen från fossila till förnybara energikällor är beroende av halvledare. Elbilar använder avancerade chip i större utsträckning än konventionella bilar, och om olika former av förarassistans slår igenom ökar efterfrågan ytterligare. Elektrifieringen ökar behovet av utrustning för konvertering (*power conversion*), överföring och lagring av energi. Inom dessa områden används *power semiconductors* som klarar av hög elektrisk ström, spänning och frekvenser.
- *Varaktiga pandemieffekter:* Även om en del av den efterfrågan som kom i spåren av covid-19 är av mer tillfällig karaktär, så anses pandemin i flera avseenden ha snabbat på den digitala transformationen. Som de tidigare nämnda exemplen visar betyder det ökad efterfrågan på data och i förlängningen strukturellt högre efterfrågan på halvledare.
- *Metaverse:* Om man tror på visionen att vi i framtiden tillbringar mer tid i ett *metaverse* med hjälp av *augmented reality* (AR) och *virtual reality* (VR), och att blockkedjor och kryptovalutor får en funktion i denna värld, så tror man indirekt på ökad konsumtion av data och halvledare. Halvledare ger en indirekt *metaverse*-exponering, dessutom via bolag som är lönsamma redan i dag.

Omställningen från fossila till förnybara energikällor är beroende av halvledare. Elbilar använder avancerade chip i större utsträckning än konventionella bilar, och om olika former av förarassistans slår igenom ökar efterfrågan ytterligare.

GEOPOLITIK: NYA STRUKTURER?

Halvledare är geopolitiskt betydelsefulla. De är en strategisk nyckelsektor som säkrar förmågan att utveckla både militär utrustning och andra högteknologiska produkter. Kina avser att bygga upp en konkurrenskraftig inhemsk halvledarsektor, men ligger trots stora satsningar långt efter länder som USA och Taiwan. I spåren av handelskriget har USA sanktionsbelagt flera kinesiska bolag och förbjudit export av den mest avancerade utrustningen. Kinesiska bolag får inte köpa ASML:s EUV-maskiner som krävs för att tillverka de mest avancerade chipen.

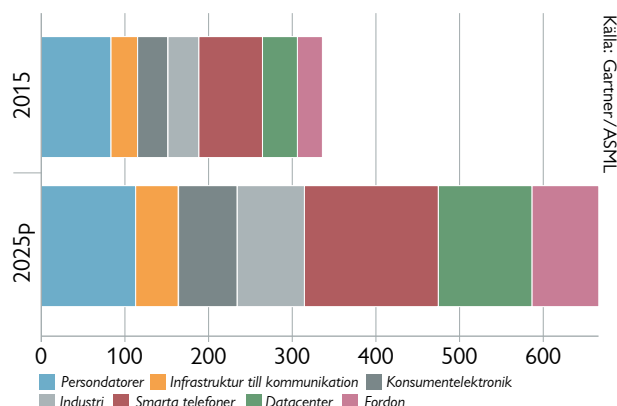
Medan tillverkningen främst bedrivs i Asien, kontrollerar framför allt USA och till viss del Europa designen och den mest avancerade produktionstekniken. Sydkorea med Samsung ligger också långt framme. Taiwan har en central roll inom tillverkning: TSMC är överlägset störst, med över 50 procent av den totala marknaden, och har alltså hela 90 procent av marknaden för avancerade chip.

Givet det spända läget mellan USA och Kina, och Kinas anspråk på Taiwan, så utgör koncentrationen av tillverkningen en långsiktig risk, inte bara för halvledarsektorn i sig utan också för alla de bolag som är beroende av halvledare. Nu görs stora investeringar för att diversifiera tillverkningen, med nya fabriker i USA och Europa. Men som nämnts är tillverkningen av halvledare oerhört komplex och att bygga nya fabriker och ändra leveranskedjor går varken enkelt eller snabbt. De specialkunskaper som olika bolag och länder besitter för olika delar av tillverkningskedjan är näst intill omöjliga att centralisera.

Industrin har byggts upp på detta sätt under många år för att utnyttja olika komparativa fördelar – det har drivit

STRUKTURELL TILLVÄXT I FLERA SEGMENT

Global omsättning i halvledarmarknader, miljarder USD



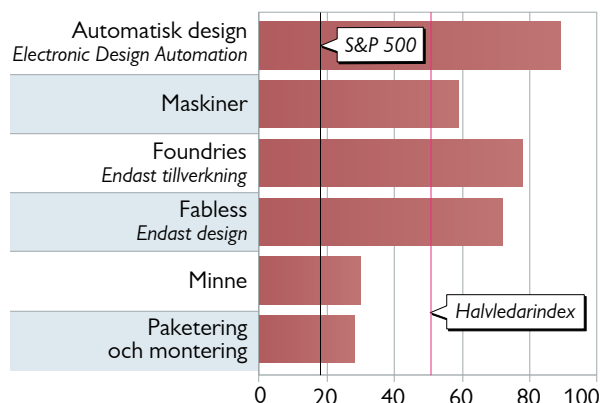
på innovationen. Politisk styrning och deglobalisering kan därför ge en sämre fungerande industri, där ny teknologi tar längre tid att utveckla.

BRANSCHEN BLIR MINDRE CYKLISK

Halvledarindustrin har historiskt varit cyklisk: Perioder av utbudsbrist, kapacitetsutbyggnad och överutbud har avlöst varandra, som vi inledningsvis konstaterade. Mönstret har delvis brutits de senaste tio åren, men det finns fortfarande en lagerykel. När det gäller avancerade chip, och den utrustning och komplexa tillverkning som dessa kräver, har det emellertid byggts upp tydliga teknologiska *moats* ("vallgravar" som gör bolags affärsmodeller svåra för konkurrenter att kopiera). Efterfrågan har också blivit mer diversifierad (se graf ovan). På 1990-talet var efterfrågan på persondatorer den viktigaste drivkraften, vilket det senaste årtiondet har kompletterats med stark tillväxt för smarta telefoner. Nu finns flera starka strukturella

DESIGNVERKTYG GAV HÖGST AVKASTNING

Avkastning till aktieägarna, segment i urval, 2020, procent



tillväxttrender som driver efterfrågan på halvledare, varav molnet och datacenter är den viktigaste (se ovan). Flera av dessa teman, särskilt de som kräver HPC (*high performance computing*), efterfrågar framför allt de mer avancerade chipen där bolagen har högre marginaler.

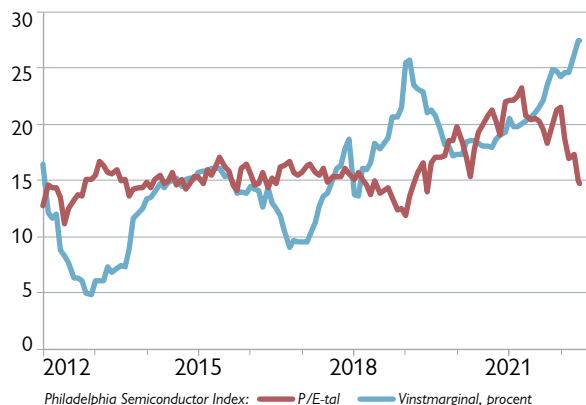
VÄRDERINGEN ÄR ÅTER NORMAL

Bättre diversifiering i efterfrågan och ökad lönsamhet har resulterat i några års stark utveckling för halvledar-sektorn. Det mest följda branschindexet, SOX, visar att sektorn fick en extra skjuts av pandemin och halvledar-bristen under 2020 och 2021.

I år har dock indexet fallit ordentligt, trots fortsatt brist på halvledare och ledande bolag i sektorn som rapporterar att den starka efterfrågan väntas bestå. Flera bolag inom de teman som driver ökad efterfrågan på data (som 5G-utrollning, molntjänster och datacenter) har också indikerat fortsatt stark efterfrågan.

VINSTMARGINAL UPP, VÄRDERING NED

Halvledare, P/E-tal och vinstmarginal, 12 mån framåtblickande



Självklart har räntehöjningar och minskade stimulanser från centralbankerna blivit en motvind för hela *tech*-sektorn. Uppgången för vissa halvledarbolag under 2021 var sannolikt lite för stor. Värderingen för sektorn i dag är dock tillbaka på genomsnittet för de senaste tio åren. Sektorn premieras således inte för ökad lönsamhet och den strukturellt högre tillväxt som vi ser framöver (se graf ovan till höger). För långsiktiga investerare som letar efter värde i *tech*-sektorn efter den senaste tidens nedgång ser vi flera intressanta möjligheter bland halvledarbolagen.

INVESTERINGSMÖJLIGHETER

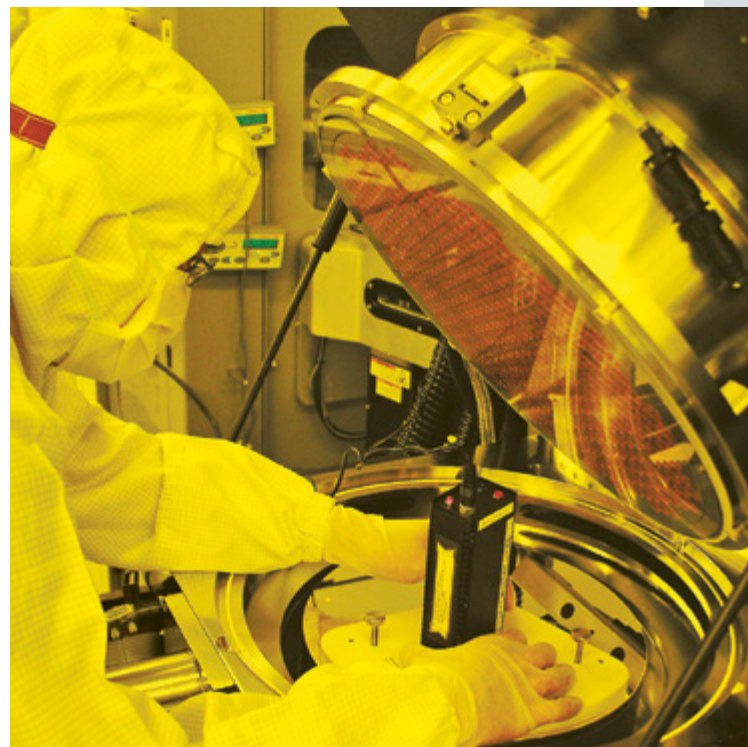
Vi anser att värde är när en aktie handlas under sitt *intrinsic value*, och att värde inte nödvändigtvis är synonymt med låga multiplar (se temaartikel i föregående utgåva av *Allokering och portföljstrategi*). Även om det är mer riskfyllt, så tycker vi att det går att hitta värde-*case* även i en tillväxtorienterad sektor som *tech*. Det är också när

sektorn som helhet har motvind som de bästa möjligheterna öppnar sig och det går att hitta tillväxtbolag med rabatt. Man bör dock vara selektiv och välja bolag med kvalitet, gärna med hög avkastning på investerat kapital samt teknologiska ”vallgravar” som skyddar dem från konkurrenterna.

Vi föredrar de bolag i sektorn som har stor exponering mot strukturella tillväxtteman och fokus på de mer avancerade chipen. I vår globala temaportfölj äger vi halvledare som en del av flera teman som 5G, AI, robotisering och energiomställningen. Önskas exponering mot hela sektorn finns ETF:er både på SOX-index och en mer koncentrerad korg med de största bolagen globalt.

RISKER

- *Överkapacitet:* Skeptiker till halvledarsektorn ser en risk för att en från politiskt håll önskad diversifiering ger en alltför stor kapacitetsutbyggnad som kan pressa lönsamheten framöver.
- *Taiwan/Kina:* 90 procent av världens avancerade halvledare produceras i Taiwan, som Kina gör anspråk på. Här finns en geopolitisk risk.
- *Lågkonjunktur:* En återgång till det historiska, mer cykliska mönstret i industrin ökar risken för lägre efterfrågan. I dagsläget överväger emellertid de långsiktiga, strukturella drivkrafterna.



Chipjätten TSMC, ett av världsekonomin viktigaste företag, har sin hemvist i Taiwan, som Kina gör anspråk på. Den taiwanesiska regeringen föreslog nyligen åtstramning av nationella säkerhetslagar för att hindra Kina från att stjäla avancerad chipteknik. Foto: Taiwan Semiconductor Manufacturing Co., Ltd.

Halvledarsektorn premieras inte för ökad lönsamhet och strukturellt högre tillväxt. För långsiktiga investerare som letar värde i tech efter nedgången ser vi intressanta möjligheter.

A pair of bright green boxing gloves, made of a shiny, leather-like material, are shown in a close-up shot. The gloves are positioned diagonally across the frame, with the right glove in the foreground and the left glove slightly behind it. The lighting creates highlights and shadows on the surface of the gloves, emphasizing their texture and shape. The background is a plain, light color.

Efterfrågan på gröna obligationer
spås öka från 517 miljarder USD i fjol
till över 5 000 miljarder USD år 2025.

Foto: Istockphoto

Idén bakom *impact*-investeringar
är att aktivt tillhandahålla kapital
för att ta itu med världens
mest angelägna utmaningar.

TEMA. **Vill du kombinera marknadsmässig avkastning med att göra gott för miljö och samhälle, så är *impact investing* för dig. Välj mellan gröna eller blå obligationer, eller finansiera tillväxtbolag i uppstartsfas genom att investera i *private equity*-fonder.**

Investera med *impact*

Att investera så att kapitalet växer och samtidigt gör nytta för miljö och samhälle – får *impact* – är ett snabbt växande placeringsområde. *Impact investing* kan bli en megatrend som bidrar till att lösa vår tids stora utmaningar, såsom klimatförändringen, befolkningstillväxten och användningen av vatten och mark, men också oväntade kriser som pandemin – för att bara nämna några områden. Världen skulle komma en bra bit närmare FN:s globala hållbarhetsmål, inklusive lägre växthusgasutsläpp, om bara 10 procent av världens totala finansiella tillgångar riktades mot *impact*-investeringar, jämfört med 2 procent i dag, enligt en rapport från Världsbankens systerorganisation IFC (International Finance Corporation).

Två tredjedelar av alla *impact*-investerare bedriver dock inte filantropi utan söker marknadsmässig avkastning, visar en undersökning av det internationella nätverket GIIN (Global Impact Investing Network).

Målet är då att dels generera positiva, mätbara sociala och miljömässiga effekter, dels skapa en lika konkurrenskraftig riskjusterad avkastning som vilken annan investering som helst.

Detta kan göras genom många olika tillgångsklasser, inklusive räntebärande instrument, aktier, infrastruktur och *private equity*-förvaltad riskkapital. *Impact*-investeringar förekommer såväl på tillväxtmarknader som på mer utvecklade marknader.

FRÅN ESG TILL IMPACT

Ett grunddrag i nästan allt modernt investeringsarbete, särskilt i Sverige, är att förbättra både analys och kapitalförvaltning genom att införliva miljö- och samhälls-aspekter samt bolagsstyrningsfaktorer (*Environmental, Social and Governance*, ESG). Genom att ta in ESG i den finansiella analysen går det att identifiera potentiella risker och möjligheter bortom den traditionella tekniska värderingen. Tillgångar motsvarande mer än 100 000 miljarder dollar förvaltas i dag utifrån ESG-principer. Studier visar

att bolag som införlivar ESG i sin verksamhet tenderar att skapa mer värde och ha bättre kontroll över sitt risktagande, varför fonder som investerar i sådana bolag presterar bättre än jämförbara konkurrenter.

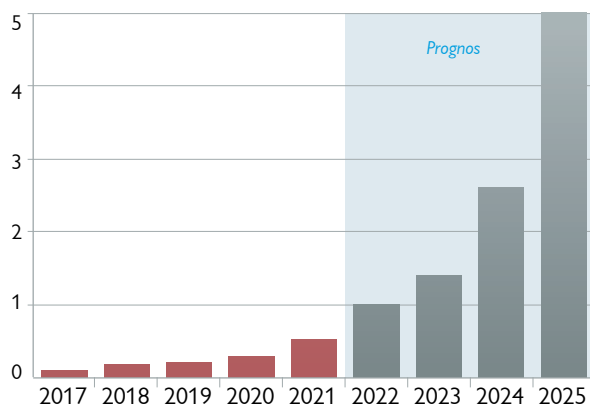
77 procent av alla svenska fonder har klassats som hållbara utifrån EU:s förordning om hållbarhetsrelaterade upplysningar från 2019 (*disclosure*-förordningen). Dessa så kallade artikel 8-fonder främjar alltså på olika sätt miljö- eller samhällsrelaterade faktorer och kallas ofta ljusgröna fonder. Av den totala fondförmögenheten i Sverige klassas hela 92 procent som ljusgrön (se graf till höger på motstående sida). Fonder som har hållbara investeringar som uttryckliga mål kallas artikel 9- eller mörkgröna fonder och är mycket färre. I Sverige är deras marknadsandel 3 procent av förvaltad kapital.

ESG handlar i mångt och mycket om att se till att verksamhet och investeringar inte får oönskade konsekvenser. För *impact*-investeringar är idén i stället att aktivt tillhandahålla kapital för att ta itu med världens mest angelägna utmaningar – några exempel är energiomställning, klimatåtgärder, hållbart jordbruk, bevarande av biologisk mångfald och bastjänster som bostäder, hälsovård och utbildning. *Impact*-placeraren har en uttalad vilja att följa upp de sociala och miljömässiga resultaten och framstegen för sina underliggande investeringar. På så sätt bidrar området till metodutveckling för mätning och transparens, och utvecklar därmed ny kunskap.



STARK GRÖN TREND GLOBALT

Emissionsvolymerna gröna obligationer, 1 000 miljarder USD



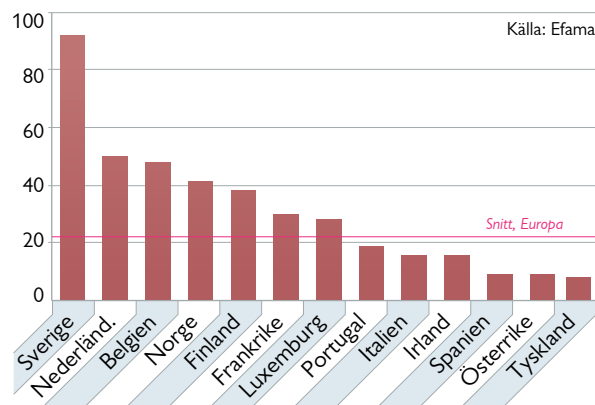
MÄTBAR SKILLNAD ÄR KÄRNAN

Hur investerare mäter sin *impact* varierar beroende på mål, förmåga och strategi. En tidig *impact*-investerare var amerikanska Rockefeller Foundation, som anser att offentliga program och internationella hjälporganisationer inte räcker för att finansiera och skala upp lösningar av de allvarligaste problemen i världen. Sedan 2008 har stiftelsen verkat för att bygga upp en internationell industri för *impact*-investeringar, bland annat som medgrundare av GIIN – nätverket erbjuder en katalog av standardiserade nyckeltal för bolag som vill återrapportera sin *impact* till investerarna.

Ett av de mest använda och mer pedagogiska uppföljningsramverken är de 17 globala hållbarhetsmål som

LJUSGRÖNT POPULÄRT I SVERIGE

Andel artikel 8-fonder ("ljusgröna fonder") i Europa, procent



antogs av FN 2015. Dessa så kallade SDG:er (*Sustainable Development Goals*) ska bidra till en socialt, ekonomiskt och miljömässigt hållbar utveckling i världen. Tillsammans benämns de "Agenda 2030" (se faktaruta på sidan 47).

Den konkreta rapporteringen sker ofta genom att helt enkelt märka investeringar med olika SDG-mål. En satsning på vindkraftverk kan exempelvis koda mot mål 7, *Hållbar energi för alla*, mål 9, *Hållbar industri, innovationer och infrastruktur* samt mål 13, *Bekämpa klimatförändringarna*.

Impact-investeringar i framkant nöjer sig inte med detta: De använder de underliggande 169 delmålen med tillhörande nyckeltal för att kvantifiera, följa upp och utvärdera arbetet mot målen. Industrier kan redovisa sådant som

Impact-placeraren har en uttalad vilja att följa upp de sociala och miljömässiga resultaten och framstegen för sina underliggande investeringar. På så sätt bidrar området till metodutveckling för mätning och transparens.

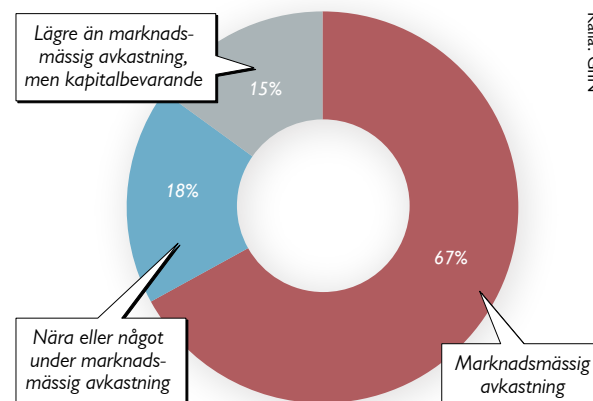


Norska Odfjell emitterade Nordens första hållbarhetslänkade obligation 2021. Fraktrederiet strävar efter att halvera sina koldioxidutsläpp fram till 2030 jämfört med 2008, och utfallet för investerna är kopplat till hur det går. Den starkt övertecknade emissionen omfattade 850 miljoner NOK. Foto: Odfjell

förbättrad energieffektivitet, minskad vattenanvändning eller andel kvinnor i ledande befattningar. Ofta görs vissa anpassningar: När ett detaljerat hållbarhetsmål exempelvis är ”andelen förnybar energi i den totala slutliga energianvändningen”, kan en tillverkare av solceller välja att redovisa installerad ny solcellskapacitet under året i megawatt.

MARKNADSMÄSSIG AVKASTNING ÖNSKAS

Avkastning som *impact*-investorerare förväntar sig



DÄRFÖR ÄR TIDEN RÄTT FÖR *IMPACT*

Impact-investeringar utvecklas från nisch till ett smart och självklart investeringsbeslut, som förenar hög riskjusterad avkastning med att driva förändring i riktning mot en önskad framtidsbild (se graf ovan). Kunder, ägare, investerare och tillsynsmyndigheter vidgar synfältet bortom företagens ekonomiska resultat. Det väcker uppmärksamhet när Blackrocks Larry Fink, vd för en av världens största kapitalförvaltare, uppmanar bolag att vara medvetna om sin klimat- och miljöpåverkan, eller när hundratals framstående investerare går samman och kräver att de företag som släpper ut mest koldioxid i världen ska minska sina utsläpp (Climate Action 100+). *Impact* prioriteras alltmer i länder som USA, Nederländerna och Japan samt i Norden, där den privata sektorn ses som en katalysator till förändring, inte som ett problem. Efterfrågan växer enormt: Enligt IFC investerades 2 281 miljarder USD i *impact* 2020, varav 636 miljarder USD hade ett tydligt uppföljningsramverk.

VÄGAR TILL IMPACT

I Sverige investerades 45 miljarder kronor i *impact*-sektorn 2021. För investerare finns flera tillgångsklasser att tillgå, på såväl tillväxtmarknader som på mer utvecklade marknader. Exempel är räntebärande instrument, aktier, infrastruktur och *private equity*-förvaltad riskkapital.

Obligationer växer kraftigt

- **Gröna obligationer:** Emittenten vill finansiera projekt som begränsar och motverkar effekter av klimatförändringarna, eller gagnar miljön på något annat sätt. Investeraren erhåller vanligen fast eller rörlig ränta. Världsbanken emitterade den första gröna obligationen

redan 2008, där pengarna riktades till olika klimatinriktade projekt. Flera svenska pensionsbolag fanns bland investerarna. Efterfrågan på gröna obligationer har exploderat och under 2021 uppgick den gröna emissionsvolymen till 517 miljarder USD, enligt organisationen Climate Bonds. 2025 spås den globala årliga emissionsvolymen passera 5 000 miljarder USD.

Gröna obligationer erbjuder också en plattform för dialog med utgivaren kring hur emissionslikviden ska användas. Svenska staten bjöd in flera institutionella investerare till dialog inför den första (och hittills enda) utgivningen av en svensk grön statsobligation, som ägde rum i september

UPPFÖLJNING MED FN-MÅL

FN:s 17 hållbarhetsmål (SDG, *Sustainable Development Goals*, ofta "Agenda 2030") antogs 2015. Det övergripande målet är en hållbar utveckling, som med Brundtlandkommissionens definition 1987 "tillgodose dagens behov utan att äventyra kommande generationers möjligheter att tillgodose sina behov".

Förhoppningen är att samhällets olika aktörer ska bidra till målen: individer, offentliga institutioner, universitet samt forskning och näringsliv. Det formella ansvaret vilar på medlemsländernas regeringar. De globala målen är inte juridiskt bindande men används ofta vid hållbarhetsrapportering. Läs mer på globalamalen.se.

Ekonomi



Samhället



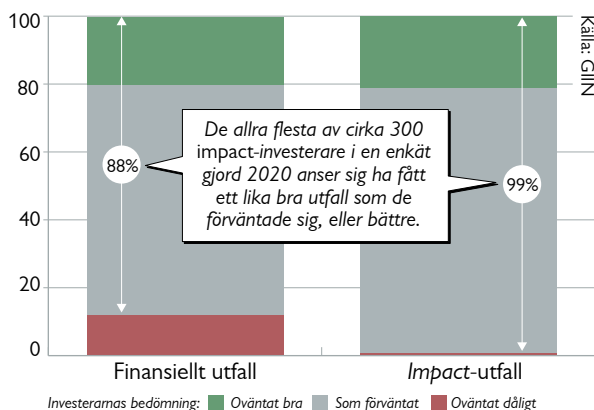
Biosfären



Miljömässig hållbarhet utgör basen i miljöexperterna Johan Rockströms och Pavan Sukhdevs sätt att se på SDG-målen.

ÖVERRASKAR OFTA UPPÅT

Impact-investerarnas förväntningar och utfallet, enkät, 2020



2020. Totalt 20 miljarder kronor lånades då upp för att bidra till uppfyllandet av Sveriges miljö- och klimatmål.

Kommuner, stater, företag och överstatliga organisationer lånar alla pengar på den gröna obligationsmarknaden. SCA var det första svenska börsbolag som finansierade miljöprojekt via en grön obligation. Detta skedde 2014, när gröna företagsobligationer var relativt nya. 2021 emitterade SCA 1,5 miljarder kronor utifrån ett nytt internationellt ramverk och läneprogram (MTN). Obligationen fick toppbetyg, mörkgrönt, av utvärderingsföretaget Cicero.

Stora Enso har finansierat förvärv av certifierad skogsmark i Sverige, och en investering i en ångturbin

SVENSKA BOLAG LOCKAR KAPITAL

Gröna kapitalanskaffningar det senaste året

Bolag	Sektor	Senaste kapitalanskaffning, mkr
Einride	Ellastbilar	966
Polarium	Batteriproduktion	955
H2 Green Steel	Fossilfritt stål	921
Humble Group	Livsmedel och hälsa	530
Xshore	Elbåtar	500
Heart Aerospace	Elflygplan	307

Källa: Bolagsinformation, Cleantech Scandinavia

vid ett tyskt bruk för att öka produktionen av förnybar energi och minska koldioxidutsläppen.

Nya fastigheter som uppfyller kraven för högsta miljöstandard finansieras ofta med gröna obligationer. Här finns exempel som Vasakronan och Akademiska hus.

- **Hållbarhetslänkade obligationer:** Dessa så kallade *sustainability linked bonds* är inte kopplade till enskilda projekt utan till hållbarhetsmål för hela verksamheten. Det slutliga inlösenpriset kan påverkas av måluppfyllelsen – emittenter som misslyckas med sina hållbarhetsmål straffas finansiellt. Under 2021 emitterade H&M Sveriges första hållbarhetslänkade obligation, som bland annat kopplades till modekoncernens mål att öka andelen återvunnet material från 2 till 30 procent 2025. Detta väckte stort intresse från investerare och

2021 emitterade H&M Sveriges första hållbarhetslänkade obligation, som bland annat kopplades till modekoncernens mål att öka andelen återvunnet material från 2 till 30 procent 2025. Detta väckte stort intresse från investerare.

gjorde att Europeiska Centralbanken för första gången investerade i en hållbarhetslänkad obligation.

- *Sociala obligationer*: Dessa räntepapper finansierar olika samhällsnyttiga projekt. Sociala obligationer fick ett uppsving under våren 2020, då flera emitterades i spåren av covid-19-pandemin för att finansiera hälsovård – dels lokalt, dels i utvecklingsländer. Nordiska investeringsbanken gav ut en obligation för att stödja projekt i Norden och Baltikum. Det handlade om insatser för att öka kapaciteten i hälsovården och hjälpa tillverkare av medicinsk utrustning att möta ökad efterfrågan.
- *Blå obligationer*: Världshaven upptar inte bara två tredjedelar av jordens yta och hyser mängder av arter – de har hittills absorberat ungefär en tredjedel av människans koldioxidutsläpp. Världsbanken definierar blå obligationer som skuldinstrument utfärdade av regeringar, utvecklingsbanker eller andra för att finansiera marina och havsbaserade projekt som ger finansiell avkastning och positiva miljö- och climateffekter.

Private equity ser värdepotential

Sedan några år ökar intresset bland *private equity*-investorer för att säkerställa att förvaltarna tar ESG-hänsyn, samt rapporterar och skapar mer transparens kring sitt ESG-arbete. Förvaltarna ser också en tydlig värdepotential: ESG-analyser anses identifiera risker och möjligheter, och är därmed viktiga att integrera för att uppnå starka resultat.

Private equity tar ESG ett steg längre genom att dra nytta av privata bolags förmåga att både skapa tillväxt



Sommaren 2021 tog elflygbolaget Heart Aerospace i Säve in 307 miljoner kronor, varvid en rad *private equity*-firmor hörde till finansörerna. På bilden provflygs en modell i skala 1:5 av bolagets första flygplan, ES-19, med plats för 19 passagerare. I mitten Heart AeroSpaces medgrundare och vd Anders Forslund.

Foto: Patrik Olsson/Heart Aerospace

och bidra till en bättre utveckling för människor och planeten. Här växer fenomenet *impact investing* snabbt och stora *private equity*-aktörer har gjort entré, till exempel KKR och Bain Capital. GreenCollar i Australien är ett portföljbolag i KKR:s *impact*-strategi som siktar på att sänka jordbrukets utsläpp av koldioxid och lagra den i vegetation och mark. Man sysslar också med *plastic offsets*, det vill säga att minska plastavfall i hav och natur genom insamling och återvinning från framför allt bananplantager i Queensland.

Just nu pågår också en framväxt av specialiserade förvaltare inom *impact*, som avser att kombinera finansiell avkastning med att göra mätbar skillnad. *Private equity*-aktörer inriktade på tillväxtföretag lämpar sig särskilt väl för *impact*-investeringar, då man redan i bolagens uppbyggnadsfas kan adressera komplexa utmaningar och föra in affärsmässighet i lösningar på världens mest utmanade



Blå obligationer finansierar verksamheter som ger positiva miljö- och klimateffekter i marina miljöer. Det kan handla om sådant som spårbarhet för fisk och skaldjur, havsbaserad energiproduktion och att minska nedskräpningen i världshaven. Seychellerna och Belize är exempel på länder som emitterat blå statsobligationer. Foto: Istockphoto

frågor. Samtidigt kan bolagen verka i en privat miljö, där både finansiella och *impact*-relaterade mål kan utvecklas och skalas upp över tid. Avsikten med att addera *impact* till strategin är att tillföra portföljen värde och förbättra avkastningen, så kallad *impact alpha* (se figur på sidan 44).

Många *impact*-profilerade *private equity*-fonder är relativt unga och har ännu inte avyttrat sina investeringar, varför det är svårt att dra definitiva slutsatser om avkastningsnivån. Enligt Cambridge Associates och GIIN, som har samlat in data sedan 2015, ger *impact*-inriktade fonder i genomsnitt ungefär samma avkastning som traditionella *private equity*-fonder på motsvarande löptider.

INVESTERINGSMÖJLIGHETER

Carnegie Private Banking erbjuder under sommaren och hösten professionella investerare möjlighet att investera i en *impact*-fond inom *private equity*, med en erkänd ledande europeisk förvaltare inom området. Kontakta din rådgivare för mer information.

Vår portfölj Global Tema, liksom vårt fonderbudande, ger också viss exponering mot angelägna omställningsområden och möjlighet att investera i samhälls- och klimatrelaterade teman.

RISKER

- *Impact* har ett smalare investeringsuniversum än traditionella investeringar, och kan därför ha svårare att uppnå marknadsmässig avkastning.
- Exponeringarna är ibland komplexa och synliga resultat tar tid. *Private equity*-placeringar är ofta illikvida och löper på längre tidshorisonter.

Utländska aktier

REKOMMENDATIONER. **Vi överviktat Storbritannien och frontier markets. Vår portfölj adderar gruvbolagsexponering, men vi gillar också halvledare och hållbara livsmedel.**

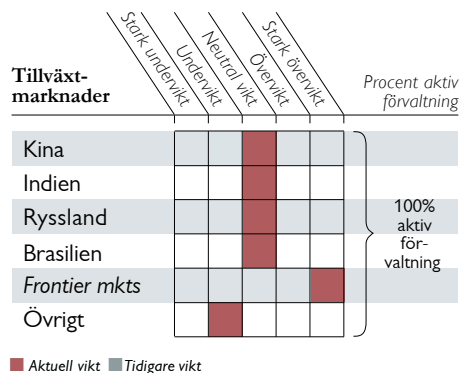
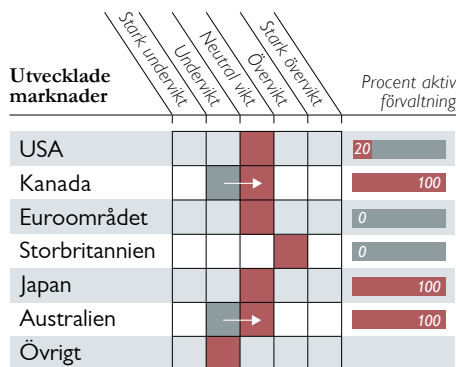
Årets initiala globala börsnedgång på 10 procent utlöstes främst av en mer ihållande och hög inflation, som medförde mer aggressiva prognoser för den kommande räntehöjningscykeln. Under sommaren 2021, då inflationen också var hög men ansågs övergående, prisades inte en enda höjning in under 2022. I dag, två räntehöjningar senare, förväntar sig marknaden ytterligare åtstramningar i USA, under 2022, från 1 procent till upp emot 3 procent.

Aktiemarknaderna har ändå klarat sig relativt bra fram till i år, med negativa realräntor och ljusa tillväxtutsikter för ekonomin. Oron för det smittsammare omikronviruset var överdriven och en normalisering föreföll att stå för dörren, såväl inom räntepolitiken

som i vardagslivet. I det läget argumenterade vi för att mikroekonomin, den fundamentala utvecklingen ute hos företagen, skulle spela en viktigare roll. Äntligen skulle det löna sig att hitta de bästa bolagen som ökar sina vinster och kassaflöden, har en stark balansräkning och tar marknadsandelar! Aktiva förvaltare borde då ha en fördel framför kostnadseffektiva indexlösningar.

Rysslands krig mot Ukraina är inte bara en humanitär tragedi utan skakar också om i den globala handeln. De kraftigt höjda energipriserna dämpar den ekonomiska tillväxten och gör den mer svårspädd, särskilt för Europas del. I dagarna skapar Kinas ”noll covid”-politik nya problem i leveranskedjorna: Bilder från Shanghai visar

EXPONERING Förändringar sedan januari 2022



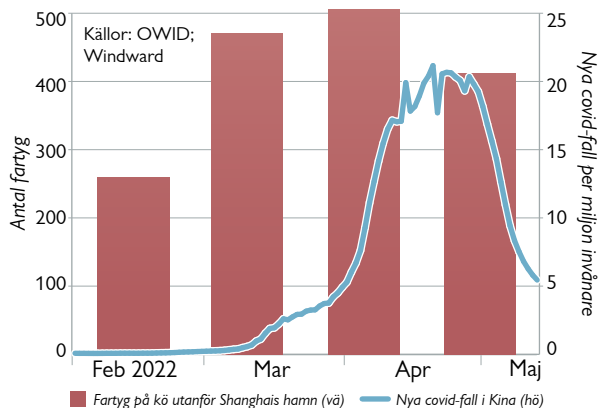
AKTUELL PORTFÖLJ

Positioner och förändringar

- Neutral allokering mellan regioner.
- Vi behåller vår position i amerikanska banker.
- Vi behåller övervikten mot Storbritannien.
- Vi har ökat andelen gruvproducenter och minskat andelen aktiv förvaltning.

NÄR AVGÅR FRAKTFARTYGEN?

Fartygsköer i Shanghai samt nya covid-fall i Kina



hamnar överfulla av containrar, tusentals fartyg som väntar på att lastas eller lossas, och långa köer av lastbilar. I stället för reflation, växande ekonomi och prisökningar handlar nu allt om stagfationsrisker, krympande ekonomi och prisökningar.

Vår portfölj är flexibel och vi kan disponera om den mellan passiv och aktiv förvaltning. Trots överraskande starka kvartalsrapporter från flera stora industribolag väger inflations- och ränteoron tyngre för investerarna, och det negativa börssentimentet består. Andelen aktiv förvaltning i portföljen har varit låg och i stället för att höja den har vi avyttrat två fundamentala förvaltare inrikta på Europa respektive Japan, där förutsättningarna har förändrats mest. Men på lång sikt drivs börsutvecklingen av vinstutvecklingen, och fundamenta kommer att styra aktieutvecklingen. Vi förblir selektiva och håller fast vid portföljens övriga aktiva förvaltare.

Världsindex är ned 5 procent (i SEK) sedan årsskiftet. Samtidigt har den framåtblickande vinstutvecklingen reviderats upp något, framför allt i energi- och råvarusektorerna. I USA förväntas vinsterna växa med 10 procent både i år och 9 procent 2023. Motsvarande siffror för Europa är 14 respektive 5 procent. Dessa estimat sänks sannolikt inom kort då den globala tillväxttakten revideras ned. Den framåtblickande värderingen har kommit ned från 18x vinsten vid årets början till 16x vinsten i dag. Det är mer i nivå med läget före pandemin, men alltjämt högt. Högre energi- och transportkostnader har hittills kunnat föras vidare till kunderna. Temat för resten av året blir hur företagen ska klara att upprätthålla sina marginaler och vilka prognoser de lämnar. Rapporterna från första kvartalet vägde över positivt, med något bättre omsättning och vinster än förväntat. Reaktionerna har dock till stor del varit negativa och helårsprognoserna relativt oförändrade.

EUROPA: BEHÅLLER NEUTRAL VIKT

Europas aktiemarknader har tappat ledningen från början av året och ser rekordstora utflöden. Likväl har börserna hämtat sig något från de initiala rasen när Ryssland inledde sin invasion av Ukraina. Givet att de ryska och ukrainska ekonomierna är förhållandevis små är de direkta effekterna på konjunkturen närmast försumbara. Allvarligare är spridningseffekterna i form av framför allt stigande energi- och råvarupriser och utökade störningar i leveranskedjor.

EU har reagerat med att presentera flera åtgärder och satsningar. Försvarsbudgetar har fyllts på rejält och

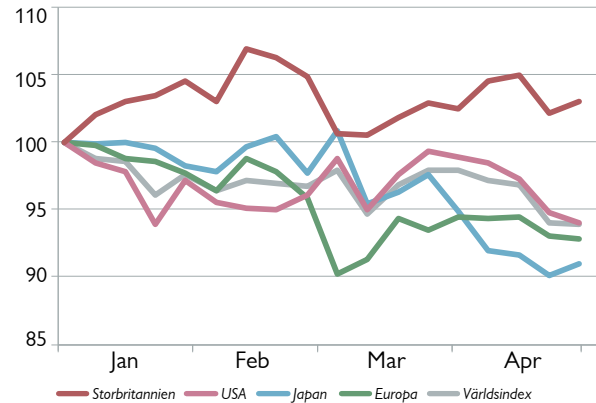
samarbetet mellan länderna ska förbättras. Det innebär stora investeringar inom försvars- och rymdforskning, *cyber security* och försvarsmateriel. EU-kommissionen har tagit fram en plan, REPowerEU, för att minska beroendet av Rysslands fossila bränslen genom utbyggd produktion av förnybar energi samt energieffektivisering. Nya initiativ finns för att göra Europa självförsörjande på en rad kritiska områden som vissa råvaror, halvledare, hälsovård, digitalisering och jordbruksprodukter – även här kommer stora investeringar att göras.

Europeiska aktier ligger nu mitt i sitt historiska värderingsintervall, kring 13x den förväntade vinsten tolv månader framåt. Det är förhållandevis lågt mot vad vi har sett de senaste åren. Regionen underviktas dessutom i många globala aktieportföljer efter stora utflöden i början av året. Positivt för investerare är också de stora politiska satsningar som tagits fram så snabbt samt att den EU-vänlige Emmanuel Macron sitter kvar som fransk president i ytterligare fem år.

Det är svårt att sja om hur kriget i Ukraina utvecklas, men vi finner det osannolikt att de omfattande sanktionerna mot Ryssland skulle avvecklas i närtid. Därmed lär vi få leva med höga råvarupriser och ett förhöjt geopolitiskt riskläge även framöver, en osäkerhet som Europa är särskilt exponerat för. Inflationsbrasan får extra bränsle av en allt svagare euro. Trots

STYRKA I STORBRIANNIEN

Utveckling regioner 2022, SEK, indexerad



rimliga P/E-tal och satsningar inom vissa områden är konjunkturrisken stor på kort sikt. Portföljen har en neutral allokering mot Europa.

Storbritannien: Övervikt

Inom Europa behåller portföljen övervikten mot Storbritannien. Trots en relativt stark utveckling i år (se graf ovan) är Londonbörsen fortfarande akterseglad av övriga Europa sedan brexit-omröstningen 2016. Den brittiska börsen är fortsatt attraktivt värderad och handlas nära rekordlåga nivåer relativt andra marknader (se graf på nästa sida), även justerat för skillnader i sektorfördelning.

Vi lär få leva med höga råvarupriser och ett förhöjt geopolitiskt riskläge, en osäkerhet som Europa är särskilt exponerat för. Trots rimliga P/E-tal och satsningar inom vissa områden är konjunkturrisken stor på kort sikt.

FÖRDEL STORBRITANNIEN

P/E-talskvot, FTSE 100 och världsindex



Andra fördelar är höga utdelningar och lägre samvariation med andra marknader. Den brittiska börsen har stora cykliska inslag från energi-, bank- och råvarusektorerna, och även detta tilltalar oss. Eftersom centralbankernas gigantiska monetära stimulansprogram (*asset reflation*) aldrig riktigt avspeglades på den brittiska börsen, troligtvis på grund av brexit, bör Storbritannien kunna fungera som en *hedge* nu när stimulanserna ska monteras ned.

De branscher som historiskt har utvecklats bäst när inflationen är hög är finans-, energi-, råvaru- och verkstadssektorerna.

USA: VI GILLAR BANKSEKTORN

I motsats till Europa är USA relativt immunt mot konflikten i Ukraina. Största orosmomentet är i stället att centralbanken Federal Reserve ska driva ekonomin i recession. Värderingen har kommit ned sedan början av året, men är fortfarande hög i ett historiskt perspektiv, kring 18x den förväntade vinsten tolv månader framåt. De branscher som historiskt har utvecklats bäst när inflationen är hög är finans-, energi-, råvaru- och verkstadssektorerna. Med recession i sikte har dock fokus riktats mot bolag med mer stabila intäktsströmmar.

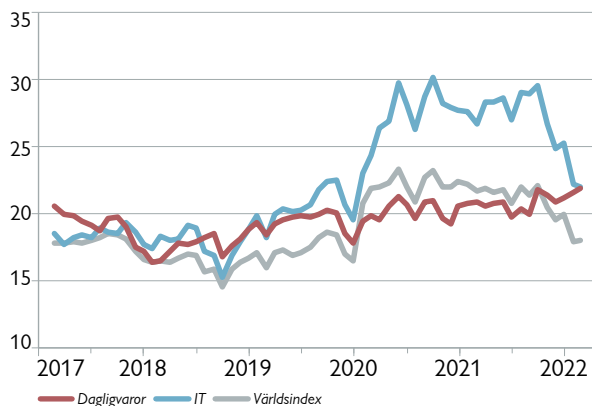
Även om konsumenterna får det mycket sämre så består efterfrågan på mat, el och hälsovård. Bolag i dessa sektorer kan i högre grad behålla intäkterna även när konjunkturen vänder nedåt. Recession är dock i nuläget inte vårt huvudscenario, och många sådana bolag har sprungit i väg värderingsmässigt. Dagligvarusektorn i USA (med namn som Procter & Gamble, Coca-Cola och Costco) har framåtblickande värderingsmultiplar på 28–40x den förväntade vinsten. Sektorn som helhet värderas högre än både börsen och den breda IT-sektorn.

IT-sektorn i USA genererar som bekant enorma vinster och ses i dag även som en trygg placering. Som vi skrev i årets första strategirapport håller bilden på att förändras. Hittills i år är det bara Apple (–5 procent) som har gått som index, medan övriga IT-jättar är ned 10–40 procent på ränteoro och/eller rapportbesvikelser.

Portföljen har kvar fundamentala förvaltare med fokus på storbolag inom bland annat de lågt värderade finans- och energisektorerna, samt ETF:er med inriktning mot billiga amerikanska banker och likaviktad exponering

DEFENSIVT ÄR DYRT

P/E-tal för globala sektorer



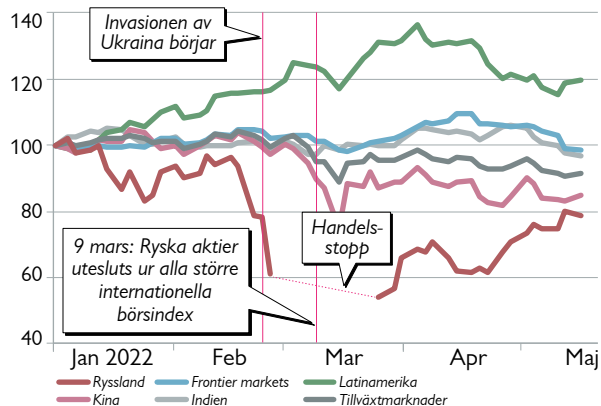
De senare ger per automatik mindre tyngd åt stora IT-bolag som dominerar index, till förmån för billigare sektorer som *utilities*, verkstad, fastigheter, finans och råvaror. Portföljen har en neutral allokering mot USA – värderingen har visserligen kommit ned, men även den amerikanska konjunkturrisken är väldigt stor.

TILLVÄXTMARKNADER DIVERGERAR

Breda tillväxtmarknader är ned 7 procent i år. Under ytan är det mer dramatiskt: Ryska börsen är ned 100 procent, utesluten ur alla index och de flesta förvaltare bokför ryska innehav till noll. Latinamerika är upp 25 procent, Kina är ned 20 procent och Indien är upp 3 procent. Dyrare råvaror gynnar exportländer, exempelvis Brasilien som är en av världens största råvaruproducenter (av järnmalm, olja, sojabönor, kött med mera). Latinamerika får viss draghjälp av tillväxtmarknadsförvaltare som behöver

RYSSLAND – EN NEDSKRIVNINGSPOST

Utveckling regioner 2022, indexerad



ersätta rysk råvaruexponering. Portföljens breda tillväxtförvaltare viktat upp Latinamerika från tidigare undervikt.

För att få mer råvaruexponering har vi ökat andelen gruvbolag via ETF:er. Det ger oss ökad exponering mot länder som Brasilien, Chile, Sydafrika men även Australien och Kanada (se nedan).

Kina: Covid-strategin avgör

Kinas svaga utveckling i år är främst hänförlig till nolltoleransen mot covid-19, som får långtgående konsekvenser för samhället i allmänhet och ekonomin i synnerhet. Just nu verkar beslutsfattarna prioritera nolltolerans framför det officiella tillväxtmålet om cirka 5,5 procent per år. Under första kvartalet var BNP-tillväxten 4,8 procent på årsbasis. Regeringen utlovar fler åtgärder för att stötta ekonomin, såsom nya infrastrukturprojekt, sänkta styrräntor och förlängda krediter.

Kommunistpartiets kongress mot slutet av året är med råge den viktigaste händelsen för de styrande och inte minst president Xi Jinping. Det dröjer en tid innan stimulanser blir mätbara i ekonomin, och förhoppningsvis får vi därför ganska snart se fler åtgärder för att stötta ekonomin, och lätta på nolltoleransen, så att Kina hinner uppnå finansiell stabilitet mot årets slut. Inflationen i Kina är i sammanhanget blygsamma 1,5 procent, vilket ger utrymme för fortsatta stimulanser.

Efter förra årets och årets svaga börs finns det en stor uppsida när det väl vänder. Utvecklingen för Kina på kort sikt hänger dock i hög grad på politiska beslut, där omvärlden har begränsad insyn. Portföljen behåller en neutral exponering mot Kina, men om ”noll covid”-politiken lättas markant kommer vi att öka positionen.

Frontier markets: Upp i år

Vår externa *frontier markets*-förvaltare fortsätter att leverera. Index för regionen är ned 4 procent, medan portföljen är upp 7 procent. Aktiv förvaltning har verkligen lönat sig här: Inneheten i Vietnam har stigit tvåsiffrigt, medan inneheten i Mellanöstern hjälpts av högre oljepriser som lyfte börserna i regionen generellt. Portföljen har ingen direkt råvaruexponering, men gynnas av det positiva sentimentet. Inneheten i Polen och Georgien drogs ned av Rysslands krig mot Ukraina. I övrigt finns ingen exponering mot Ryssland eller Ukraina.

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

Ett mycket positivt bidrag till portföljens utveckling i år kommer från vår temainvestering inom energiomställning. Området har snabbt blivit högaktuellt till följd av Rysslands krig mot Ukraina. Europa tar krafttag för att utveckla ett nytt energisystem som minskar beroendet av rysk olja och gas. Portföljens innehav inom energiomställning har således fått en skjuts under första kvartalet, men vi ser dem som långsiktiga strukturella vinnare med klimat- och miljöaspekter som drivkrafter.

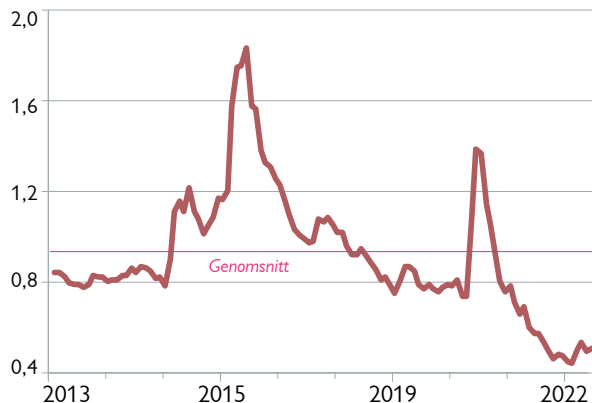
Koppar: Brist och stark efterfrågan

Bolag inom förnybar energi behöver i sin tur metaller och andra råvaror. Därav gynnas även indirekta investeringar som drar nytta av omställningen, exempelvis koppargruvor, naturtillgångar och smarta material.

Som vi berättat i tidigare strategirapporter är koppar en synnerligen viktig metall för förnybar energi och för att minska koldioxidutsläppen. Koppars ledningsförmåga och formbarhet är bara jämförbar med silver, men koppar är betydligt billigare. Uppskattningsvis används redan nu två tredjedelar av all koppar som produceras till elektrifiering (vindkraftverk, solpaneler, värmepumpar, elbilar, laddstationer *et cetera*). Utbudet av koppar är begränsat och gruvorna ålderstigna. Nya fyndigheter finns i mer riskfyllda områden som Demokratiska Republiken Kongo. Samtidigt har världens största kopparproducent, Chile, skärpt miljökriterierna för att starta nya gruvor i landet: Kopparutvinning kräver mycket vatten och Chile lider av vattenbrist.

HISTORISKT BILLIGA RÅVARUBOLAG

P/E-talskvot, råvaruproducenter och världsindex



2021 var ett av de bästa åren för kopparindustrin, men globalt godkändes inga nya koppargruvor. Det innebär att koppar förblir en bristvara i många år till, och kopparbolagen är därför fortsatt en nyckelfaktor i energiomställningen.

Allokeringen till ETF:er med inriktning mot globala metall- och gruvproducenter och en fond med inriktning mot naturtillgångar får en större roll i portföljen. Gruvbolagen är betydligt lägre värderade än många uppenbara vinnare bland sol- och vindkraftsbolagen.

Hållbara livsmedel: Högaktuellt

Dyrare mat och jordbruksråvaror gynnar våra teman inom hållbara livsmedel och vattenförsörjning. En viktig drivkraft för båda dessa teman är omställningen till ett effektivare och mer hållbart jordbruk. Detta som blir ännu viktigare i en värld med snabbt stigande matpriser

orsakade bland annat av oro för en rad kritiska jordbruksrelaterade produkter från Ryssland och Ukraina.

Halvledare: Långsiktig tillväxt

Andra mer tillväxtorienterade investeringsteman som hade en riktigt tuff start på året har hämtat sig under våren. Halvledarsektorn, som utgör en stor del i många teman, växer snabbt. Snabbväxande bolag tenderar att ha sina vinster längre fram i tiden. Det gör dem känsligare för snabba ränteuppgångar (när diskonteringsräntan stiger sjunker nuvärdet på de framtida vinsterna). Viss kortsiktig motvind för halvledare kommer också från en förväntad minskad efterfrågan på hemelektronik, datorer, mobiler med mera när samhällen öppnar upp. Vi konsumenter har lagt pengar på elektronik och andra lösningar för att jobba hemifrån, men söker oss nu troligtvis tillbaka till restauranger, resor, konserter och sportevenemang.

Även avmattningen i Kina, världens största köpare av robotar och automatisering, påverkar våra temainvesteringar negativt på kort sikt. Många strukturella tillväxtteman bygger på ökad konsumtion av data som i sin tur drivs av halvledare. Datacenter som flyttar till molnet, 5G, artificiell intelligens (AI), *internet of things* (IoT), elbilar och energilagring är några exempel. För en långsiktig investerare som letar värde inom tekniksektorn efter den senaste tidens nedgång finns nu intressanta möjligheter bland halvledarbolagen och därmed behåller portföljen dessa positioner. Läs mer om halvledare i temaavsnittet på sidan 30.

Svenska aktier

REKOMMENDATIONER. **Vi fyndar bland kvalitetsbolag. Konjunkturokänsliga sektorer är trygga, men många har nått höga värderingar. Verkstadsaktier har pressats oförtjänt.**

Stockholmsbörsen har haft ett tufft år så här långt. Faktum är att svenska aktier har presterat bland de sämre och ligger klart efter världsindex mätt i svenska kronor. En svag krona förklarar inte hela avvikelsen. Det går inte att skylla på något enskilt bolag – flera aktier har pressats hårt, däribland indextunga namn från diverse branscher som EQT, Atlas Copco, H&M, Evolution Gaming och Getinge (se graf på motstående sida). Än mer spektakulära är rasen för aktier som Storskogen, Bico och Sinch, som är ned med över 50 procent i år. Ur ett branshperspektiv har Sverige missgynnats av en stor andel industribolag, då dessa drabbats av konjunkturoro och

medföljande kursfall. Stockholmsbörsens avsaknad av en meningsfull energisektor har också bidragit negativt. (Det finns naturligtvis undantag från den negativa utvecklingen. Boliden, Astrazeneca, Tele2, SCA och faktiskt Telia har klarat sig riktigt bra.)

På branschnivå kan vi konstatera att råvaror, telekomoperatörer och till viss del banker har presterat bra. Utvecklingen avspeglar främst makrofaktorer. Stigande råvarupriser har lyft bolag som Boliden, SSAB, Holmen, Lundin Energy och SCA. Operatörer har gynnats av en flykt till säkra defensiva tillgångar och banker har fått en viss skjuts av stigande räntor.

EXPONERING

Förändringar sedan januari 2022

■ Aktuell vikt ■ Tidigare vikt

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

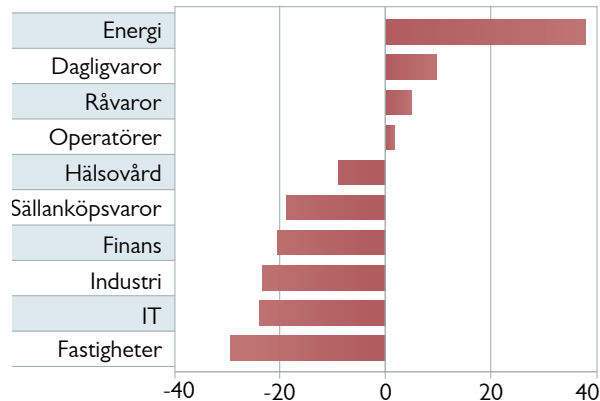
AKTUELL PORTFÖLJ

Positioner och förändringar

- Branschvikter beror snarare på vilka bolag vi tycker är attraktiva, än på att vi söker viss branschestronering.
- Basen i portföljen är kvalitetsbolag med en rimlig värdering. På detta tema har vi under året investerat i Nibe och Atlas Copco.
- Vi har ökat exponeringen mot Getinge efter kursfall.
- Defensiva portföljaktier som Astrazeneca och Essity har klarat sig bra. Samma sak gäller för bankerna.
- Konjunkturokänsliga bolag som Atlas Copco, Electrolux, Sandvik och EQT har pressats.

VINNARE OCH FÖRLORARE

Årets utveckling, SAX-index, procent



Kriget i Ukraina har naturligtvis också påverkat aktie-marknaden. Stigande råvarupriser och räntor beror ju delvis på just kriget, men flera svenska börsbolag har också haft försäljning och tillverkning i Ryssland. Värst drabbat är lilla Ferronordic, återförsäljare av anläggningsmaskiner med huvuddelen av sin verksamhet i Ryssland, men även jättar som H&M, Epiroc, Volvo, Sandvik, ABB och SKF har haft en märkbar rysk exponering. Denna verksamhet har nu mer eller mindre upphört och påverkat aktierna negativt. Bilindustrin har sedan tidigare stora problem med sina leveranskedjor, och ytterligare kostnadshöjningar har pressat till exempel Autoliv och Volvo Cars. Flera bolag har i sina kvartalsrapporter börjat ta kostnader för att skriva ned ryska tillgångar, vars framtida värde torde tangeras noll.

KVALITETSBOLAG TILL RIMLIGT PRIS

De direkta effekterna av alla sanktioner mot Ryssland tycks nu vara ganska väl diskonterade i aktiekurserna. Bolagen har varit väldigt tydliga med sina exponeringar och hur de försöker hantera situationen. Självklart är dock allt dyrare råvaror och störningar i leveranskedjorna fortsatt kvar i fokus. Dessa problem är beroende av flera andra faktorer, som covid-nedstängningar i Kina och hur efterfrågan på olika produkter förändras. Den osäkra makromiljön lär bestå ett tag till och mycket talar för att börsen förblir svårnavigerad ytterligare en tid. Mot denna bakgrund bedömer vi att vår strategi att favorisera kvalitetsbolag med rimlig värdering alltjämt är relevant.

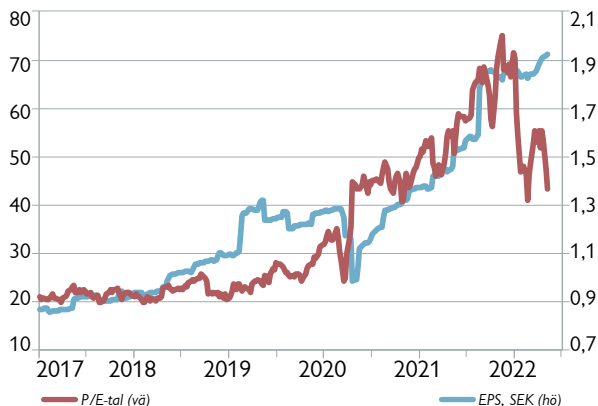
Vi ser nu en andra chans att komma in i flera stabila kvalitetsbolag som tidigare varit i dyraste laget. Att pricka rätt tillfälle på kort sikt är som alltid svårt, men över tid har man oddsan med sig om man till portföljen adderar ett batteri fina bolag med låga värderingar.

Nibe: Vi ökar efter kursnedgång

I vårens strategirapport tog vi upp värmebolaget Nibe, som uppfyller åtskilliga kvalitetskriterier. Nibe har ett brett utbud av miljövänliga, energieffektiva lösningar för uppvärmning och inomhuskomfort i fastigheter och industri. Bolaget rider därmed på en robust megatrend i samhället, vilket borgar för många år till av god tillväxt. Nibe har en bra marknadsposition och har under flera år visat upp stabil tillväxt och vinstmarginal. Dessutom finns det ägare av kött och blod som engagerar sig i verksamheten. Faktum är att ledningen har mycket stora aktieinnehav sedan länge.

NIBE: MER RIMLIG VÄRDERING

P/E-tal och vinst per aktie

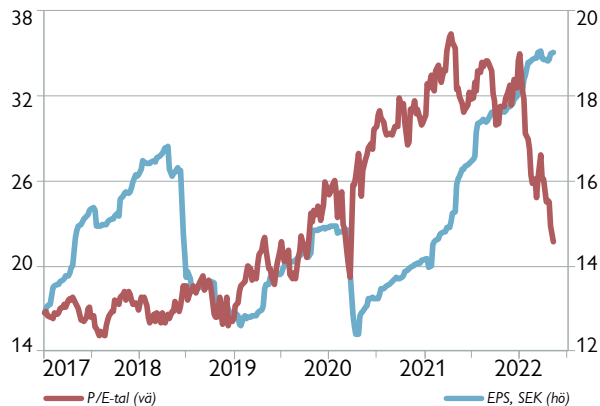


Balansräkningen är också stark. Det ger muskler att göra fler förvärv och samtidigt ha en buffert för hårdare tider. Ändå har vi hittills inte investerat i aktien. Varför? Jo, prisnivån har helt enkelt varit för hög. Under 2021 steg Nibe cirka 100 procent och vinstmultipeln ökade till över 70 gånger trots fin tillväxt. Det tyckte vi var för magstarkt.

I början av 2022 föll plötsligt aktien med runt 40 procent i spåren av de ränteuppgångar som drabbade många högt värderade tillväxtaktier. Då fanns Nibe att köpa till strax över 40 gånger vinsten (se graf ovan till vänster). Samtidigt fick kriget i Ukraina större delen av Europa att fundera över hur man snabbast möjligt fassar ut rysk olja och gas. Ökad användning av värmepumpar för uppvärmning dyker då upp högt på listan – och Nibe hamnar genast i fokus. Även om aktien fortfarande inte var billig bedömde vi oddsen som så gynnsamma att det var dags att köpa. Efter kursfallet gör

ATLAS COPCO: BILLIGARE VERKSTAD

P/E-tal och vinst per aktie



den tillväxt som är att vänta de kommande åren Nibes vinstmultipel attraktiv. Kvalitet till rimligt pris, således.

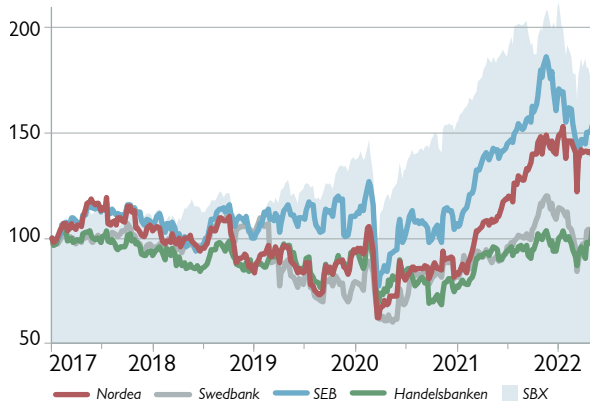
Atlas Copco: En långsiktig vinnare

Verkstadsjätten Atlas Copco är ett annat namn som brukar ligga högt på listan över kvalitetsbolag. Även här hittar vi egenskaper som lite bättre tillväxt än många jämförbara bolag, stark marknadsposition, höga och stabila vinstmarginaler, en balansräkning som tål både förvärv och utskiftning av kapital till ägarna, samt en historik av att möta marknadens förväntningar. Föga finns egentligen att klaga på, utom att aktien har värderats därefter: Efter flera starka år på börsen handlades Atlas Copco med en vinstmultipel på nästan 35 gånger vid årsskiftet.

Liksom Nibe straffades Atlas Copco relativt hårt under börsturbulensen i början av året och kursen pressades med runt 25 procent). Vi beslutade då att lyfta in aktien i vår

DAGS FÖR BANKER?

Bankaktier och Stockholmsbörsen, indexerad utveckling



svenska portfölj trots att värderingen fortfarande är högre än för många andra verkstadsbolag. Den högre tillväxt och bättre *pricing power* (möjlighet att höja priser) som vi förväntar oss av Atlas Copco motiverar högre multiplar (se graf till höger på motstående sida). Därmed är Atlas Copco i våra ögon ännu ett exempel på kvalitet till rimligt pris.

Bank: Ytterligare potential

Banker har länge varit billiga och många investerare har då och då tyckt sig se köplägen. Över en längre tidshorisont har banksektorn dock gått ganska dåligt i relativa termer (se graf ovan). Det har flera förklaringar. Fallande räntor

under en längre period har generellt fått placerare att föredra tillväxtaktier – dit räknas inte bankerna. Banksektorn har cykliska inslag, då aktiviteten i näringslivet är högre i högkonjunktur och bankerna då kan tjäna mer pengar. Samtidigt är kreditförlusterna låga. Fallande räntor kan slå mot bankernas räntenetto och har nog avskräckt en del investerare. Trots låga värderingar och ofta fin direktavkastning har de stora kurslyften uteblivit i banksektorn.

Det senaste året har trenden faktiskt vänt och hittills i år ligger bankerna klart över börsindex. Stigande räntor har bidragit till ett ökat intresse och många ser en viss säkerhet i de fina utdelningarna. Delvis beror framgångarna på att mycket kapital har sökt sig bort från dyrare aktier och utbudet av lågt värderade alternativ är begränsat. Vi bedömer att långräntorna kan fortsätta upp en bit till under året, och ser därmed fortsatt potential i banksektorn. Men notera dess cykliska inslag: Om konjunkturoron får fäste på allvar kan bilden snabbt ändras.

Nordea och SEB har klarat sig klart bäst de senaste åren eftersom de har haft bättre operativ utveckling och kostnadskontroll. Swedbank och Handelsbanken har haft det motigare, med högre kostnader och otydligare strategi. Här behöver marknaden sannolikt övertyga sig om att skutorna har vänts innan kurstappen tas igen. Vårt största innehav återfinns i SEB, som i våra ögon är kvalitetsbolaget bland bankerna och har haft en långsiktigt bra utveckling.

Vi bedömer att långräntorna kan fortsätta upp en bit till under året, och ser därmed fortsatt potential i banksektorn. Men notera dess cykliska inslag: Om konjunkturoron får fäste på allvar kan bilden snabbt ändras.

AKTIER FÖR OROLIGA TIDER

När framtiden inger oro och börsen är stökig, vilket året har präglats av så här långt, letar många efter trygga hamnar. Dessa är ganska få. Teleoperatörer brukar räknas dit, liksom kraftförsörjning, hälsovård och dagligvaror. Tesen är att vi även i tuffa tider behöver kommunicera med varandra samt ha tillgång till el, vatten läkemedel och mat. Sektorerna är emellertid relativt små på Stockholmsbörsen.

- *Astrazeneca*: Vi har investerat i läkemedelsbolaget, men betraktar Astrazeneca mer som ett tillväxtorienterat aktieval än som ett defensivt. Astrazeneca har en intressant *pipeline* av nya produkter och en vinsttillväxt som utklassar sektorn. Sedan skadar det så klart inte att bolaget är förhållandevis konjunkturokänsligt.

- *AAK*: Även denna matfettsaktör hör till de mer ocykliska aktierna. Bolaget är specialiserat på växtbaserade oljor och har därmed stor exponering mot livsmedel. Till skillnaden från många andra dagligvaruföretag har AAK intressanta tillväxtmöjligheter när animaliska fetter byts ut mot vegetabiliska.
- *Essity*: Även hygienbolaget är en aktie som borde klara sig bättre i tider av oro. Tyvärr har Essity haft stora problem med kostnadsökningar för insatsvaror de senaste åren. Vinstutvecklingen har stagnerat och Essitys tidigare kvalitetsstämpel börjat blekna. Den senaste rapporten andas dock hopp: Prishöjningar börjar antligen ge lite effekt. Möjligen är aktien i färd med att repa nytt mod. Värderingen är låg, så det finns gott om potential ifall vinstutvecklingen tar fart igen.

FLER UPPKÖP ATT VÄNTA

Marknaden för börsintroduktioner var glödhet under 2021 men har helt avstannat i år. Rusande inflation, räntor och krig har fått börserna på fall, med ökad volatilitet och minskad riskaptit. De pressade aktiekurserna börjar nu locka fram ökad aktivitet inom företagsförvärv och fusioner.

I maj rusade tobaksbolaget Swedish Match drygt 35 procent efter kontantbudet från tobaksjätten Philip Morris. Veckan dessförinnan lade det amerikanska hotell- och kasino-

bolaget MGM ett bud på spelbolaget Leovegas. I december meddelade norska oljebolaget Aker BP avsikten att fusionera med Lundin Energys olje- och gasverksamhet.

Gemensamt för just denna trio är att de är ratade på aktiemarknaden av ESG-skäl och därmed har extra nedtryckta värderingsmultiplar. I ett läge där Stockholmsbörsen har tappat en fjärdedel från *all time high* har sannolikheten ökat för fler uppköp, oavsett sektor eller ESG-klassificering.

Potentiella förvärvare med resurser är det gott om, både på börsen och inom *private equity*. Med en lägre värderad börs ökar även sannolikheten för att industriella köpare lägger bud.

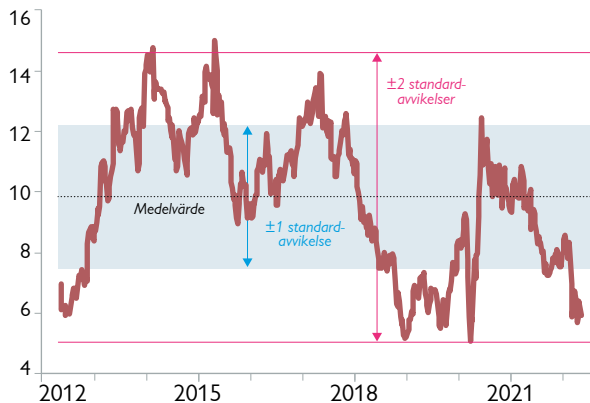


Capio bjuder cirka 2,5 miljarder kronor för GHP Specialty Care.

Foto: GHP Specialty Care

VOLVO: HISTORISKT LÅG VINSTMULTIPEL

EV/EBIT, 12 mån framåtblickande

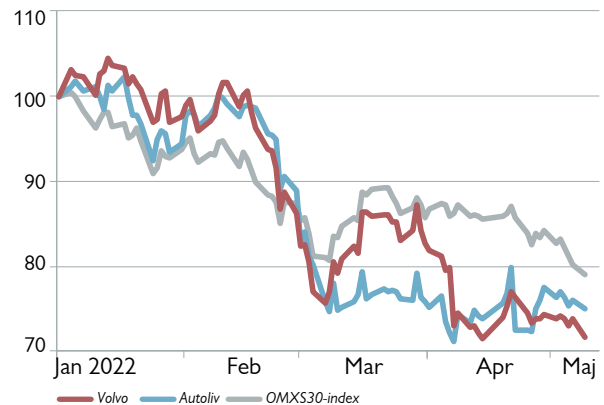
**VI ADDERAR OFÖRTJÄNTA FÖRLORARE**

Även om mer defensiva aktier haft medvind hitills i år kan läget snabbt vända, helt beroende på hur makrobilden förändras. Det kan därför vara en god idé att också leta efter bra bolag som fallit oförtjänligt mycket under turbulensen (se graf ovan till höger).

- *Autoliv*: Bilsäkerhetsbolaget är underleverantör till bilindustrin, en utmanande sektor även i vanliga fall – 2022 kan liknas vid den perfekta stormen. Bilindustrin, med sina komplexa näringskedjor, är särskilt utsatt för den komponentbrist och de leveransstörningar som råder. Sanktionerna mot Ryssland har försämrat läget ytterligare liksom fraktproblem i spåren av coronasituationen i Kina. Biltillverkarnas produktion har blivit mycket ryckig, vilket spiller över på företag som Autoliv. Följden blir högre kostnader och sämre effektivitet,

LEVERANSPROBLEM INPRISADE?

Volvo, Autoliv och Stockholmsbörsen, indexerad utveckling



men det tar tid för Autoliv att föra över kostnaderna på kunderna. Autoliv har dock mycket starka marknadspositioner och vana att hantera liknande problem. Aktien har fallit ordentligt i år och är nu lågt värderad. Skulle situationen förbättras kan vinsterna snabbt börja stiga igen och aktien bli en vinnare.

- *Volvo*: Lastbilsjätten är ett annat namn som kan ha fallit omotiverat mycket. Den senaste rapporten var mycket bra och bolaget hanterar den svåra situationen väl. Balansräkningen är stark och värderingen synnerligen låg: Just nu är rabatten mot jämförbara konkurrenter, uttryckt som tolv månaders framåtblickande EV/EBIT, 50 procent, jämfört med det tioåriga historiska genomsnittet kring 25 procent. Om konjunkturoron minskar längre fram finns det stor potential i aktien.

Räntebärande investeringar

REKOMMENDATIONER. **Inflation och QT ger motvind. Vi föredrar nordisk high yield, amerikanska bolån och Cocos. Vi har nyligen tagit hem vinst i kinesiska obligationer.**

De globala räntemarknaderna har haft ett mycket svagt 2022. Stigande korträntor avspeglar förändringar i inflationssynen och förväntningar på räntehöjningar från centralbankerna. För långräntorna i USA är ränteuppgången också en funktion av högre realräntor och terminspremier (investerare kräver bättre betalt för att låna ut pengar med långa löptider). Ränteuppgången för de europeiska långräntorna beror i stället på stigande inflationsförväntningar.

Globala statsobligationer har avkastat $-6,7$ procent i år. För företagsobligationer är avkastningen $-10,5$ procent

för *investment grade* och $-7,7$ procent för *high yield*. Nordiska företagsobligationer har klarat sig bättre än globala, medan europeiska företagsobligationer har gått bättre än amerikanska.

Våra portföljer är ned i år, men mindre än sina jämförelseindex. Vi har skyddat avkastningen genom att undervikta statsobligationer, *investment grade*-ratade företagsobligationer och duration, och i stället övervikta nordiska företagsobligationer, amerikanska bostadsobligationer och kinesiska obligationer i lokal valuta.

Utsikterna för de kommande månaderna är fortsatt utmanande. Eftersom räntorna har stigit kraftigt och marknaderna redan prisar in aggressiva räntehöjningar från centralbankerna, har vi minskat vår

EXPONERING

Förändringar sedan januari 2022

■ Aktuell vikt ■ Tidigare vikt

Statsobligationer

	Stark undervikt	Undervikt	Neutral vikt	Övervikt	Stark övervikt
Sverige					
Europa					
USA					

Investment grade

	Stark undervikt	Undervikt	Neutral vikt	Övervikt	Stark övervikt
USA					
Europa					

High yield

	Stark undervikt	Undervikt	Neutral vikt	Övervikt	Stark övervikt
USA					
Europa					
Tillväxtmarknader					

AKTUELL PORTFÖLJ

Positioner och förändringar

- Vi underviktar statsobligationer och duration, men i mindre omfattning än tidigare.
- Vi har tagit hem vinst i kinesiska obligationer, och därmed halverat vår övervikt.
- Vi behåller exponeringen mot amerikanska bostadsobligationer.
- Vi överviktar nordiska företagsobligationer.
- Vi är neutrala *high yield*. Inom *high yield* överviktar vi Cocos och Norden.

durationundervikt genom att öka exponeringen mot statsobligationer och *investment grade*. Vi har även tagit hem en del av vinsten i kinesiska obligationer.

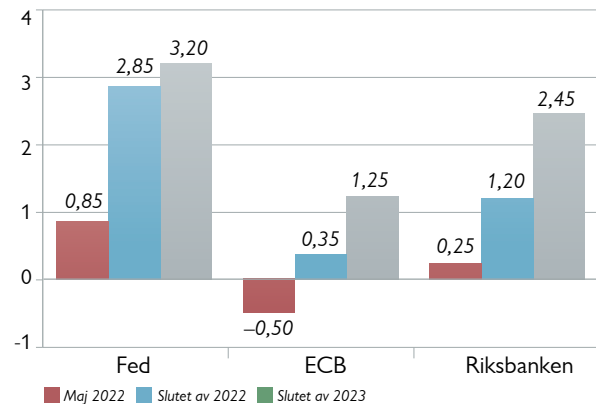
INFLATIONEN EN FORTSATT RISK

Inflationen är en viktig faktor för ränteutvecklingen framöver. Den globala inflationen har fortsatt att stiga under vintern. I mars var konsumentprisindex (CPI) 8,5 procent i USA, den högsta nivån sedan början av 1980-talet. Dessutom är inflationen bred, med positiva bidrag från alla underliggande komponenter. Även i Europa är inflationen högre än på flera decennier – i mars steg det tyska konsumentprisindexet (HICP) till 7,6 procent, och i Sverige steg konsumentprisindex (KPIF) till 6,1 procent.

Inflationen är ett resultat av flera på varandra följande utbudsstörningar, men även av finans- och penningpolitiska stimulanser. Det finns en risk för att kriget i Ukraina och de nya nedstängningarna i Kina skapar fortsatta utbudsstörningar och problem i globala leveranskedjor de närmaste månaderna. Vårt basscenario är emellertid att inflationen toppar de närmaste månaderna. För det första mäts inflation ofta på årsbasis, så höga inflations-siffror från 2021 faller snart ur beräkningarna. Dessutom borde varukonsumtionen, som är klart över trend, avta till förmån för tjänster, vilket minskar trycket på varuinflationen. Å andra sidan ser tjänsteinflationen ut att

CENTRALBANKERNA VAKNAR

Förväntad styrränta vid årsslut, procent



stiga, så det är fortsatt osäkert hur snabbt inflationen kan komma ned under centralbankernas mål på 2 procent (läs mer i avsnittet *Investeringsklimat* på sidan 19).

CENTRALBANKERNA HAR BÖRJAT AGERA

Enligt ekonomisk teori ska centralbanker reagera på permanenta chocker men bortse från temporära. Dessutom kan centralbanker inte göra mycket åt inflation som stiger på grund av utbudsstörningar. Stramare penningpolitik motiverar inte bolag att bygga fler fabriker eller gruvor och på så vis öka utbudet, utan dämpar efterfrågan genom att kyla av ekonomin. Oavsett vad inflationen

Varukonsumtionen är klart över trend, och borde avta till förmån för tjänster, vilket minskar trycket på varuinflationen. Å andra sidan ser tjänsteinflationen ut att stiga, så det är fortsatt osäkert hur snabbt inflationen kan komma ned.

beror på vill centralbankerna förhindra att den biter sig fast och leder till en löneinflationsspiral. De vill återskapa förtroendet för de penningpolitiska målen.

Räntemarknadens långsiktiga inflationsförväntningar är nu nära 3 procent i både USA och Tyskland, den högsta nivån sedan realränteobligationer infördes 1997 i USA och 2006 i Tyskland. Centralbankerna har reagerat för långsamt på stigande inflation, och inflationsförväntningarna är nu så höga att bankerna måste börja agera.

I mars och maj höjde Federal Reserve (Fed) styrräntan med 25 respektive 50 punkter. För resten av året prisar räntemarknaden in tre höjningar à 50 punkter vid Feds räntemöten i juni, juli och september, och därefter ytterligare två 25-punkts-höjningar i november och december – totalt drygt 275 punkter. För 2023 prisar marknaden in ytterligare en räntehöjning, vilket skulle ta styrräntan till över 3 procent (se graf på föregående sida).

Fed avslutade även sitt stödköpsprogram i mars och börjar sannolikt att krympa sin balansräkning (QT, *quantitative tightening*) redan i maj genom att minska återinvesteringar av obligationsförfall. Minskningstakten höjs sedan gradvis under tre månader till som mest 60 miljarder dollar i månaden för statsobligationer och 35 miljarder för bostadsobligationer. Med denna takt förväntas Fed banta sin balansräkning med över 600 miljarder dollar under 2022 och ytterligare knappt

1 000 miljarder dollar under 2023. Det är klart större likviditetsätstramningar än 2017–2019.

Även i Europa och Sverige ser centralbankerna ut att vakna till liv. Marknaden har nästan helt prisat in en första räntehöjning från ECB på 25 punkter i juli och ytterligare två under hösten, följt av fyra höjningar under 2023. Om marknaden får rätt har ECB mot slutet av året en styrränta över 0 procent för första gången sedan 2012. ECB avslutade det stödköpsprogram som introducerades under pandemin (PEPP) och avslutar troligen sitt äldre stödköpsprogram (APP) i sommar före den första räntehöjningen.

Så sent som i februari kommunicerade Riksbanken en räntehöjning först mot slutet av 2024. I april höjde Riksbanken dock reporäntan med 25 punkter och meddelade att banken ska börja minska balansräkningen under andra halvåret. Räntemarknaderna räknar med ytterligare fyra räntehöjningar under 2022 och fem under 2023, vilket skulle ta reporäntan till knappt 2,5 procent.

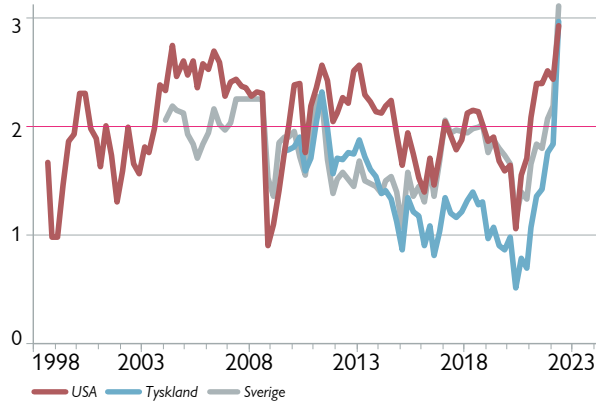
PRESS FRÅN INFLATION OCH QT

Medan ränteuppgången för långa statsobligationer i Europa främst har berott på stigande inflationsförväntningar är situationen omvänd i USA, där största delen av ränteuppgången berott på stigande realräntor och terminspremie (se grafer på motstående sida). De senaste åren har terminspremien varit negativ, dels

Räntemarknadens långsiktiga inflationsförväntningar är nu nära 3 procent i både USA och Tyskland. Centralbankerna har reagerat för långsamt på stigande inflation, och förväntningarna är nu så höga att de måste börja agera.

ÖKAD MISSTRO MOT INFLATIONSÅMÅL

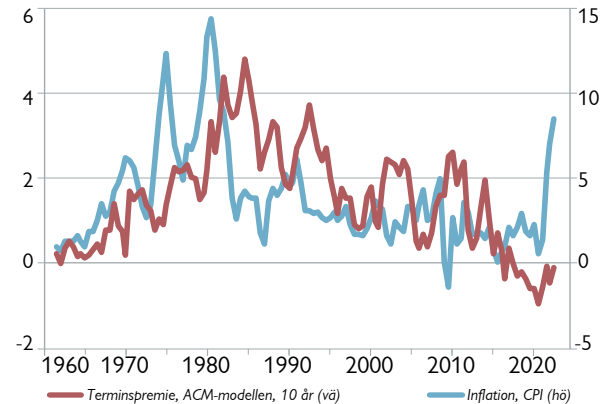
Inflationsförväntningar (genomsnitt 10 år), procent



då centralbankernas enorma stödköpsprogram har pressat långräntorna, dels för att investerarna har varit villiga att avstå viss avkastning eftersom obligationer har utgjort en stötdämpare och stigit i värde när aktiemarknaderna gått ned. Hög inflation riskerar att ändra dessa samband. Förenklat kan man säga att till skillnad från svag ekonomisk tillväxt, som gynnat obligationer och missgynnat aktier, så missgynnar hög inflation främst obligationer men pressar också aktievärderingarna. Vårt basscenario är att inflationen snart viker ned, men förblir en viktig makroekonomisk risk framöver. Tillsammans med centralbankernas krympande balansräkningar finns det därför en risk för att terminspremien, och därmed obligationsräntorna, fortsätter stiga.

RISK FÖR HÖGRE TERMINSPREMIE

Inflation och terminspremie, USA, procent

**VI TAR HEM VINST I KINA**

I år har oron för Kinas tillväxt tagit fart, när landet brottas med en ny covid-våg och inför nya nedstängningar. Samtidigt har flera uppmärksammade konkurser skett på bostadsmarknaden. Stigande råvarupriser slår mot ekonomin eftersom Kina är världens största råvaruimportör.

De kinesiska makthavarna har insett att de måste stimulera ekonomin, men den inhemska konsumtionen begränsas av "noll covid"-strategin. De sämre tillväxtutsikterna har lett till utflöden från kapitalmarknaderna under året och i april deprecierade renminbin plötsligt med 3 procent mot dollarn, vilket skapade rubriker. Europeiska investerare märkte knappt denna valutarörelse eftersom även euron och kronan föll samtidigt. CNY/EUR är upp 4,4 procent under 2022. Kinas centralbank PBoC skickade snabbt en tydlig politisk signal om att den vill stabilisera marknadssentimentet kring renminbin. En stabil valuta

har ofta setts som en symbol för ekonomisk, finansiell och social styrka av kinesiska beslutsfattare.

Kinesiska obligationer har under lång tid gått starkt och levererat både positiv ränteavkastning och värdeökning från en stark valuta. Vi valde i april att minska vår position mot tillgångsslaget och ta hem en del av vinsten. På längre sikt tror vi fortsatt på kinesiska obligationer och att dessa fyller en viktig roll för att diversifiera en ränteportfölj.

FÖRETAGSOBLIGATIONER: NEUTRAL

Bolagens kreditkvalitet har fortsatt att förbättras i takt med att vinsterna normaliserats till pre-covid-nivåer. Belåningsgraden¹ är ner och räntetäckningsgraden² är upp både för *investment grade* och *high yield*-emittenter. Denna trend syns även i ratinginstitutens kreditbetyg, där fler *high yield*-bolag uppgraderas än nedgraderas. Efter Rysslands invasion av Ukraina har däremot fler kreditbetyg tagits upp på bevakningslistor för nedgradering – ett tecken på att ratingtrenden kan vända ned igen.

Konkursstatistiken är positiv 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 kan stiga något till 2,5 procent mot slutet av året, men detta är fortfarande en bra bit under det historiska genomsnittet på drygt 4 procent.

Efter att creditspreadar och statsobligationsräntor har stigit under året börjar företagsobligationer se mer

MAGER KOMPENSATION

Kreditspread global *high yield*, procent



attraktiva ut (se graf ovan). Ränteavkastningen för *investment grade* är 2,7 procent och för *high yield* 6,1 procent, efter valutasäkring till kronor. Kreditspreadarna är dock fortfarande under sina historiska genomsnitt, och givet den osäkra makrobilden för inflation och global tillväxt är vi i dagsläget nöjda med att ha en relativt neutral kreditriskexponering i portföljerna utanför Norden. Vi har minskat vår undervikt mot *investment grade* i takt med ränteuppgången. Inom *high yield* överviktar vi nordiska företagsobligationer och europeiska bankkapitalobligationer (*Cocos*), då dessa ger högre ränteavkastning än företagsobligationer med samma kreditbetyg.

¹ Nettoskuld/EBITDA. ² EBITDA/räntekostnader.

Alternativa investeringar

REKOMMENDATIONER. **Portföljen står emot i börsoro. Vi inflationsskyddar med råvaror och guld. Den osäkrare makromiljön bör gynna distressed debt.**

Årets inledning har varit snårig, med gott om potentiella fallgropar. Vid ingången av året trodde vi på ränteuppgångar, rotationer, volatilitet och stigande råvarupriser – mycket har rört sig i förväntad riktning, men med oväntat stora rörelser. Ukrainakriget har ökat osäkerheten i marknaden, men även underblåst en stigande inflation. De globala räntorna har stigit snabbt: I vårens strategirapport prisade marknaden in en amerikansk ränta på 1 procent vid årsskiftet – i dag är förväntningen 2,7 procent.

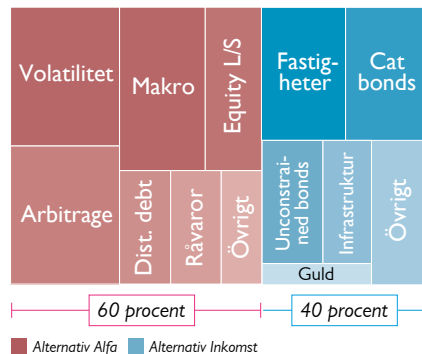
Skiftet från tillväxtaktier till mer defensiva sektorer på en svag aktiemarknad har slagit mot *equity long/short*-förvaltare, som är årets sämsta hedgefondkategori. Portföljen Alternativa Investeringar har underviktat

kategorin jämfört med index och har därmed klarat sig bra relativt index, men ändå tappat en del i absoluta tal på exponeringen.

Det som gått bäst i år är råvaror, vilket gäller både aktie- och hedgefondförvaltare. Breda råvaruindex (Bloomberg Commodity Index) är upp cirka 30 procent, och de hedgefondförvaltare som lyckats fånga denna uppgång bäst är trendföljande strategier (CTA). Vi har ingen CTA-exponering i dag, främst då kategorin har haft svårt att bevisa sig de senaste åren, men nu råder ett nytt marknadsklimat och vi håller gruppen under uppsikt. Exponering mot breda råvaruindex har bidragit positivt till portföljen.

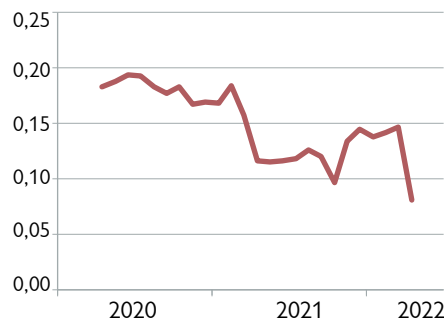
En annan grupp förvaltare som har gått starkt är *macro*-strategier, där förvaltarna tar positioner baserat på

PORTFÖLJFÖRDELNING



BETA-ANALYS

Rullande beta, 12 mån, mot världsindex (USD)



AKTUELL PORTFÖLJ

Positioner och förändringar

- Vi behåller råvaror som inflationsskydd. Vi har ökat exponeringen mot guld via en ETF.
- Ny exponering inom räntevolatilitet.
- Fortsatt liten exponering mot *equity long/short*, årets sämsta hedgefondkategori.

makroekonomiska trender. Många *macro*-strategier har lyckats tjäna pengar på ränteuppgången, framför allt den amerikanska. Det har varit stora skillnader i utveckling mellan portföljens *macro*-strategier, som omfattar såväl årets sämsta portföljinnehav som ett av de bästa. Netto ger exponeringarna en förlust och således även ett tapp relativt jämförelseindex.

Sammantaget har portföljen klarat inledningen på året relativt bra, särskilt jämfört med mer traditionella defensiva placeringar som räntebärande tillgångar.

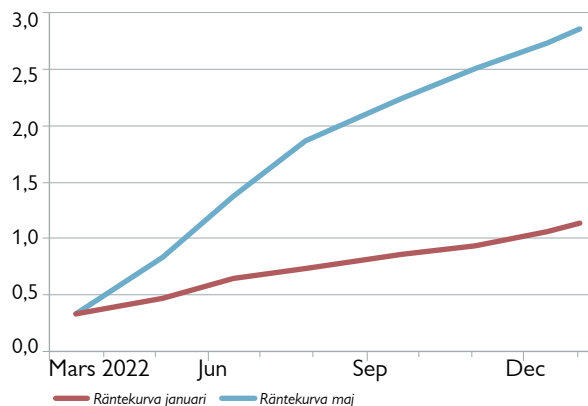
ETT TILLGÅNGSSLAG SOM DIVERSIFIERAR

Vikten av diversifiering blir tydlig under oroliga tider. Kontentan är enkel: Sprid dina risker, så får du en bättre riskjusterad avkastning. Diversifiering är centralt när vi arbetar med portföljen och vi strävar efter att hitta tillgångar och strategier som har en låg samvariation med aktier och räntebärande investeringar.

Ett typexempel är katastrofobligationer. Största risken i investeringen är att en naturkatastrof inträffar som orsakar så pass mycket skada att den utlöser en utbetalning. *Cat bonds* har på så sätt svag koppling till den övriga utvecklingen på aktiemarknaden, och genom sina rörliga kuponger även liten räntekänslighet.

HÖJDA FÖRVÄNTNINGAR

Implicit räntekurva, USA, procent



Har stått emot vid marknadsoro

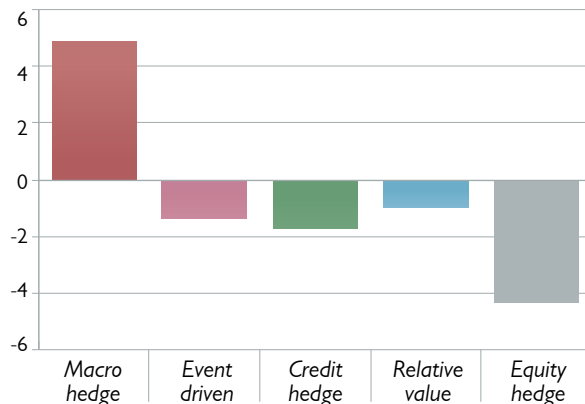
Vår målsättning är att skapa en portfölj som har andra drivkrafter än börsen, för att sänka risken och bidra med diversifiering till en bred investeringsportfölj.

De senaste två och ett halvt åren har Alternativa Investeringar förbättrat den riskjusterade portföljavkastningen. Vi har undersökt utvecklingen sedan 2020 under de månader då världsindex (MSCI ACWI, USD) har utvecklats negativt. För dessa perioder har vi jämfört utvecklingen för Alternativa Investeringar med världsindex samt med ett globalt ränteindex i USD (Bloomberg Global Aggregate), och kan konstatera att portföljen har klarat sig

Vi tror på en fortsatt volatil marknad, som bör ge alternativa förvaltare möjligheter att skapa avkastning. Vi behåller råvaror som inflationsskydd och har adderat exponering mot guld via en ETF.

TUFF MARKNAD FÖR DE FLESTA

Avkastning 2022, hedgefondstrategier (index), procent



relativt bra. I merparten av de sju perioderna är portföljen ned, men betydligt mindre än världsindex och fortsatt bra jämfört med ränteindex. Dessutom steg portföljen i värde under tre av de perioder då världsindex sjönk.

Ser vi i stället på de perioder då världsindex stigit så är även portföljen upp i 100 procent av fallen. I snitt har portföljen då stigit mindre än det globala världsindexet, men stigit mer än ränteplaceringar. Kontentan är att vår portfölj Alternativa Investeringar håller emot i nedgångar samtidigt som den bidrar i uppgångar.

UTSIKTER OCH FÖRÄNDRINGAR

Vi tror på en fortsatt volatil marknad, som bör ge alternativa förvaltare möjligheter att skapa avkastning. Penningpolitiska åtstramningar, stark inflation, nedstängningar i Kina och Ukrainakriget är motvindar för börsen. Under våren har vi bevisat att portföljens räntekänslighet

TILLGÅNGSSLAG SOM SKYDDAR

Portföljen Alternativa Investeringars utveckling under upp- respektive nedgångsperioder för världsindex

Sedan 2020	Världsindex	Ränteindex	Alternativa Investeringar
Nedgångsperioder för världsindex			
Antal perioder	7	7	4
Genomsnittlig nedgång, %	-7,3	-1,7	-0,7
Nedgång relativt världsindex, %	100	24	10
Uppgångsperioder för världsindex			
Antal perioder	6	4	6
Genomsnittlig uppgång, %	12,2	0,8	2,5
Uppgång relativt världsindex, %	100	6	21

är låg. Vi behåller råvaror som inflationsskydd och har adderat exponering mot guld via en ETF.

Guld, med sina antfragila egenskaper, brukar fungera bra i perioder av oro och inflation. Vår position, som hålls i USD, ska skydda portföljen. En risk är stigande realräntor som ofta pressar guldpriset.

Vi har även en ny volatilitetsförvaltare i portföljen, med huvudfokus på räntevolatilitet. Förvaltaren handlar volatilitetskurvan på ränteinstrument och tar således inte riktningsspositioner (att räntan ska upp eller ned). Förvaltaren har fått en tuff start sedan vi tog in positionen, men borde trivas i dagens räntemiljö med stor osäkerhet som skapar felprissättningar och möjligheter.

Tre år av strategi och allokering

TILLBAKABLICK. Hög inflation tvingade ut centralbankerna på ny bana med högre räntor och minskat stöd, vilket skapade börsturbulens. Här är de senaste årens strategirapporter.



VÅREN 2022

Inflationen klättrade snabbt och stimulanser förbyttes i åtstramningar. Konjunkturen var god och vinstprognoserna rimliga. Stigande räntor begränsade avkastningspotentialen. Vi hade neutral allokering mellan regioner, men ökade de cykliska inslagen. Vikten mot svenska aktier var normal och vi letade undervärderade kvalitetsbolag. Allokeringen mot såväl alternativa som räntebärande tillgångar var neutral. Energiomställningen mot elektrifiering gynnade vår tematinvestering i batterisektorn, där elbilar är en stark drivkraft. Vårt andra tema fördjupade sig i värdeaktier.



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 aktieövervikt jämnt fördelad mellan utländska aktier och svenska aktier.



VÅREN 2021

Likviditeten flödade och vaccintrullningen 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 börsten rekylade rekordsnabbt. Vi rebalanserade till neutral aktievikt och överviktade räntebärande investeringar. Två nya temainvesteringar: 5G och ränteplaceringar.



VÅREN 2020

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



SOMMAREN 2019

Världshandeln bromsade in och handelskonflikten mellan USA och Kina trappades upp. I en osäker miljö behöll vi övervikt mot ränteplaceringar. Vi hittade värde i tillväxtmarknadsobligationer och två nya temainvesteringar: Framtidens läkemedel (genterapi) och Coco-obligationer.



HÖSTEN 2019

Världsekonomin bromsade in, men lågräntemiljön gav stöd till börsvärderingarna. Vi underviktade räntepapper och ökade aktievikten till normal. Omdaningen av den globala energisektorn var en ny temainvestering.

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

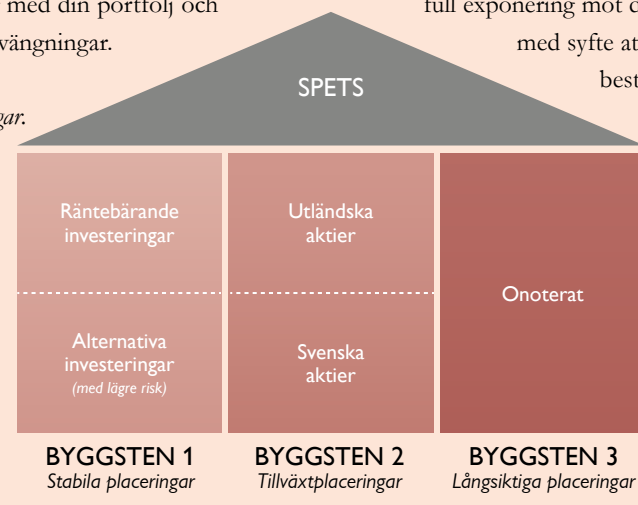
hedgefonder med mera. Ränteterminer kan användas för att erhålla taktisk allokering till låg kostnad. Genom valutasäkring kan exponering ges inte bara mot svenska utan också mot globala marknader. Byggstenen kan utgöras av våra grundportföljer Räntebärande investeringar och Alternativa investeringar.

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