

AGERA PÅ STUDS.

Avtagande inflation men övertro på vinster kan ge en sidledes börs med tvära kast. USA saktar ned, Kina vänder upp – var landar konjunkturer? Vi stabiliserar portföljen genom att övervikta ränteplaceringar.



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 januari 2023.

Omslagsfoto: Andrew Rich/Istockphoto

Redaktion:

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

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

Martin Theimer
Investeringsstrateg
martin.theimer@carnegie.se

Jonas Elofsson
Redaktör
jonas.elifsson@carnegie.se

Johan Holtsjö
Portföljförvaltare
johan.holtsjo@carnegie.se

Niklas Lindeke
Portföljförvaltare
niklas.lindeke@carnegie.se

Joakim Braun
Art director
redaktionen@carnegie.se

Joakim Karlsson
Portföljförvaltare
joakim.karlsson@carnegie.se

Jens Öhlund
Portföljförvaltare
jens.ohlund@carnegie.se

Helena Haraldsson
Makroanalytiker
helena.haraldsson@carnegie.se

ALLOKERING OCH PORTFÖLJSTRATEGI

Våren 2023

Innehåll

Inledning	5
Sammanfattning	6
Affärsförslag	8

Investeringsklimat	10
---------------------------------	----

Ledande indikatorer faller • Inflationen toppar i USA • Kina-boom efter covid-revolution • Mildväder lindrar Europas energikris • Vinstbesvikelser i boksluten • Markant marginalpress • Värderingsmotvind från högre räntor avtar • Globalt rimliga P/E-tal

Framtidsutsikter och portföljstrategi	22
--	----

Fortsatt försiktig börsyn • Undervikt mot aktier koncentrerad till svenska aktier • USA-börsen är dyr • Globalt överviktar vi energi- och råvarubolag • Potential i temat energisäkerhet • Alternativa investeringar bra portföljskydd • Övervikt mot ränteplaceringar

Tema: Säker livsmedelsförsörjning	28
--	----

Rekommendationer kring tillgångsslagen	41
---	----

Utländska aktier.....	41
-----------------------	----

Taktisk övervikt mot Kina efter återöppnande • Underviktar amerikanska tech-giganter • Ökat andelen aktiv förvaltning i Europa • Global övervikt mot energi och omställning

Svenska aktier.....	48
---------------------	----

Vi föredrar pressade kvalitetsbolag • Selektiva inom verkstad • Värderingsbågen är hårt spänd • Försiktig syn på sällanköp

Räntebärande investeringar.....	55
---------------------------------	----

Räntemarknaden har lugnat sig • Ökat i europeisk IG • Undervikt statsobligationer • Undervikt nordiska företagsobligationer

Alternativa investeringar.....	61
--------------------------------	----

Gynnsam miljö för macro- och volatilitetsstrategier • Ökat exponeringen mot råvaror • Ökat i distressed debt • Adderat Kina long/short-förvaltning • Exponering mot starkare yen

Kapitalförvaltning på Carnegie	66
---	----

Disclaimer	68
-------------------------	----



Foto: Elena Laina/stockphoto

9 procent av allt exporterat vete i världen härrörde från Ukraina före kriget. Här lastas ett fartyg i Odessa sommaren 2021.

Så säkras framtidens matbord

Ukrainakriget har visat hur sårbar världens livsmedelsförsörjning är ur ett säkerhetsperspektiv. Nu accelererar drivkrafterna för en omställning av jordbruks- och matsektorn i säkrare, mer hållbar och miljövänlig riktning. Investeringsmöjligheter öppnar sig på områden som *foodtech*, *agritech*, gödningsmedel, biodiversitet, jordbruksmark och förebyggande av matsvinn.

Begränsad amplitud

Centralbankerna vaknade sent och utlöste en värderingsrecession. Nu flyttas fokus till vinstutvecklingen, där vi ser risk för besvikelser. Selektivitet och säkerhet är våra ledord.

Vi träder in i 2023 utan svar på en nyckelfråga: Kommer USA:s ekonomi att hård- eller mjuklanda? 2022 skakades aktie- och obligationsmarknaderna av rusande inflation och centralbankernas lika senfärdiga som aggressiva räntehöjningar. Arbetsmarknad, tillväxt och vinster klarade emellertid stötarna bra. ”Recessionen” utspelade sig i stället på värderingssidan, där det raskt gick utför. När inflationen toppar flyttas blickarna till tillväxten.

På minuskontot kan vi notera att inget slut på kriget i Ukraina är att skönja ännu. På plussidan har Kinas president Xi Jinping gjort helt om och skrotat sin noll-covid-politik. Dessutom har USA:s centralbank Federal Reserve (Fed) lyckats höja räntan med 4,5 procentenheter på knappt ett år utan någon större förödelse. Luften har ganska stillsamt gått ur spekulativa SPAC:ar, olönsamma förhoppningsbolag och den upphaussade kryptosektorn, men en del fonder inom kommersiella fastigheter och riskkapitalstinn *tech* står på osäkra ben. När centralbankerna i USA, Sverige och euroområdet normaliserar sina balansräkningar igen, samtidigt som budgetunderskotten skjuter i höjden, kan *bond market vigilantes* vakna till liv, driva upp obligationsräntorna och hota marknaderna.

Marknaden tror att Fed sänker räntan med 50 baspunkter under andra halvåret. Det är märkligt: Inflationen har långt kvar till 2 procent (prisstabilitet). Närmare till hands ligger att Fed ”parkerar” räntan runt 4,5–5 procent ett antal kvartal framöver. Högre ränta under längre tid kan

resultera i lägre multiplar – vinstökningar får då en viktigare roll för att lyfta aktiekurserna. Såväl marknadskonsensus som Carnegie Securities bedömer att vinsterna endast ökar med 3 procent i år, och att nedsidan är större än uppsidan.

Vi tror på några kvartal av konsolidering och sidledes aktiemarknadsutveckling. Det är därför fortsatt viktigt att vara selektiv och utdelningars betydelse för avkastningen ökar. Trögrörliga löner gynnar företag som har god kostnadskontroll och kan sätta sina egna priser, men sämre försäljningsutsikter går ofta ut över marginalerna.

Säkerhet fortsätter att vara relevant för investerare. I föregående strategirapport presenterade vi temainvesteringen säker energiförsörjning, högaktuell till följd av Ukrainakriget. Geopolitik och behovet av klimatomställning sätter också fokus på livsmedelsområdet – säker matförsörjning och hållbart jordbruk är vårt långsiktiga strukturella tema denna gång.

På nästa uppslag presenterar vi dessutom fyra intressanta, taktiska affärsförslag som kan ge bättre diversifiering i rådande marknadsläge.



Brian Cordischi
CIO, Carnegie

Vår marknadssyn

Inflations- och ränteoron avtar. Kina tar ny fart och mildrar den globala lågkonjunkturen, men vi ser risk för vinstrecession.

MAKROEKONOMISKT KLIMAT

Ledande indikatorer faller. USA:s ekonomi bromsar, men Asiens tar fart. Den milda vintern tog udden av Europas energikris. Svag köpkraft och stram penningpolitik är alltjämt motvindar i väst, där varslen nu ökar.

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

VINSTUTVECKLING

Vinstökningarna under 2023 förväntas nu bli endast 3 procent. Rapportsäsongen har visat bra försäljning men vinstbesvikelser. Historiska samband indikerar stor risk för vinstkontraktion och markant marginalpress.

Vi behåller betyget 2.

VÄRDERING

Värderingsmotvinden från högre räntor avtar, men aktieriskpremien är nu mindre attraktiv. Globalt är P/E-talen rimliga, även om USA-börsen är dyr.

Vi behåller betyget 3.

TEKNISK ANALYS

Den tekniska analysen ger blandade signaler på kort respektive lång sikt. Europa och Sverige har nu mer positivt momentum, medan USA ligger kvar under viktiga motståndsnivåer.

Vi lyfter betyget från 2 till 3.

RÄNTOR OCH LIKVIDITET

Räntemarknaden har lugnat sig: Inflationstrycket avtar gradvis och större delen av USA:s räntehöjningar är gjorda. Dessa trender är inte lika tydliga i Europa. Bank of Japan har blivit mindre duvaktig, vilket kan skapa oro.

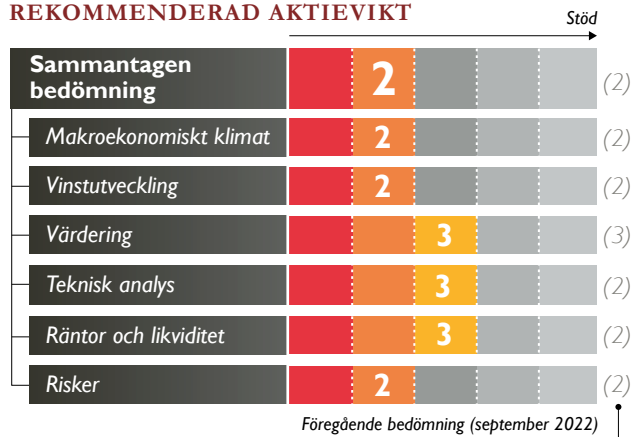
Vi lyfter betyget från 2 till 3.

RISKER

Till orosmolnen hör en större marknadshändelse i kölvattnet av dyrare finansiering eller en upptrappning av Ukrainakriget. Inflation kan vara seglivad – ett inflationsras som öppnar för stimulanser vore positivt.

Vi behåller betyget 2.

REKOMMENDERAD AKTIEVIKT



Rekommenderad portfölj

Varje kund har sin egen individuella portfölj hos Carnegie. Vi har ökat till övervikt i räntebärande investeringar och har ännu viss undervikt i aktier.

UTLÄNDSKA AKTIER

- Vi har nu en taktisk övervikt mot kinesiska aktier, och har stängt vår taktiska exponering mot den brittiska börsen. Vi har ökat i aktiv europeisk förvaltning.
- USA-börsen är dyr och vi är försiktiga till *tech*-jättarna. Globalt överviktar vi energi- och råvarubolag.

SVENSKA AKTIER

- Börsen står nu högre än vid Ukrainakrigets utbrott. Vi har kvar en viss undervikt mot svenska aktier.
- Vi har sålt sällanköpsbolag och överviktar teknologi. Verkstad har rusat trots recessionshot – vi är selektiva.

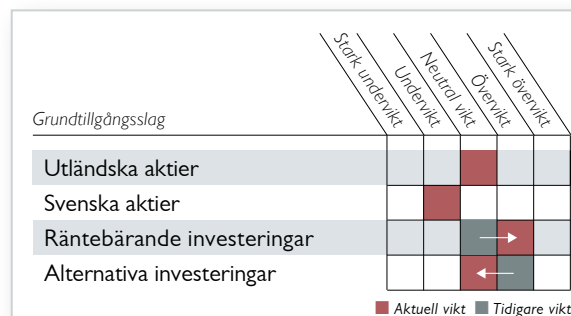
RÄNTEBÄRANDE INVESTERINGAR

- Efter 2022 års kraftiga ränteuppgång är värderingen mer attraktiv. Vi går från neutral vikt till övervikt.
- Vi har tagit hem vinst i kinesiska obligationer.
- Inom företagsobligationer föredrar vi *investment grade* till följd av den sämre makromiljön.

ALTERNATIVA INVESTERINGAR

- Portföljen gav kapitalskydd under 2022. Nu går vi till normal vikt till förmån för ränteplaceringar.
- Volatilitetsstrategier har gått starkt. Vi tror på *macro*-strategier och på antfragila tillgångar som yen.

För ytterligare investeringsidéer och affärsförslag, se nästa uppslag.



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.

Fokus skiftar från inflation och penningpolitik till effekterna på konjunktur och vinster. Avtagande ränteoro men risk för vinstbesvikelse talar för sidledes aktiemarknader. Vi har en viss undervikt mot aktier, särskilt svenska där verkstad är dyrt. Alternativa investeringar var ett bra portföljskydd under 2022, men vi har nu normaliserat exponeringen till förmån för övervikt mot räntebärande investeringar. Dessa är mer intressanta efter fjolårets ränteuppgång.

Affärsförslag

UTLÄNDSKA AKTIER

Sidan 41

Kinesiska A-aktier

- Noll-covid-politiken har avvecklats.
- Stimulansvilja och återöppnande.
- Spännande fastlandsbörser (A-aktier).

Drivkrafter

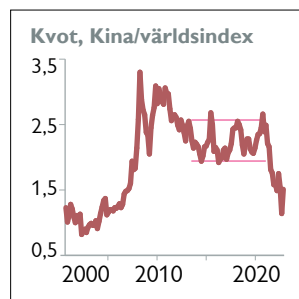
Efter massiva folkliga protester har Kina överraskande avskaffat många covid-restriktioner. Situationen påminner om den i USA i juni 2020: Samhället återöppnas, hushållen har ett uppdämt konsumtionsbehov, räntorna är rekordlåga och börsen i uppåttrend (upp 50 procent sedan botten). På kort sikt har Kina inget inflationstryck och därför stora möjligheter att stimulera sin ekonomi och bland annat stödja den krisdrabbade fastighetssektorn. Staten signalerar nu också en vilja att ge stöd till hushållen och stimulera konsumtionen. Många sektorer har starkt statligt stöd i syfte att göra Kina mer självförsörjande, exempelvis inom halvledare, avancerade material, *biotech* och artificiell intelligens.

Risker

Att stimulanser uteblir och fastighetskrisen förvärras.

Förslag

Köp aktiv Kina-fond med enbart A-aktier och mindre vikt i *tech*-giganterna.



SVENSKA AKTIER

Sidan 48

Pressade svenska bolag

- Breda aktiefall 2022.
- Fler billiga kvalitetsbolag.
- Många bolag tål höga räntor.

Drivkrafter

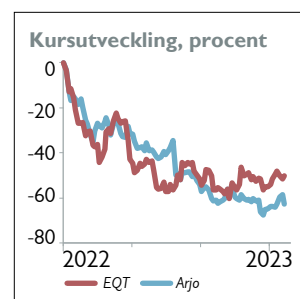
Både stora och små bolag hade kraftig motvind i fjol. Vi ser ett tillfälle att fånga upp högkvalitativa bolag som dragits med i börsrasen, men som klarar att hantera svåra tider och kan komma igen när stormen bedarrar. Pandemin och dess följd effekter, tillsammans med de senaste årens nollränta, har både gynnat och missgynnat många bolag. Det är dags att lyfta blicken och se bortom de senaste årens utveckling. Vi identifierar de bolag som enligt vår bedömning kan prestera i en mer normaliserad värld och skapa värden för sina aktieägare.

Risker

Ytterligare ränteuppgång som sätter press på kurserna.

Portföljpositioner

Lönsamma bolag som dominerar sin nisch och klarar högre räntor. Här har vi identifierat EQT, Arjo, Lifco och Balder som vi övervägtar – alla mer attraktivt värderade än för ett år sedan.



RÄNTEBÄRANDE INVESTERINGAR *Sidan 55*

Europeisk investment grade

- Attraktiv värdering efter ränteuppgång.
- Låg konkursrisk – viktigt i lågkonjunktur.
- Räntehöjningar är inprisdade.

Drivkrafter

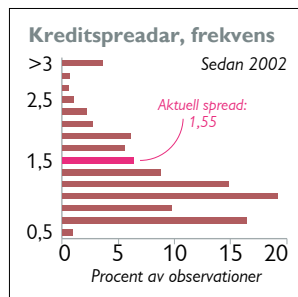
Stigande räntor och kreditspreadar har gjort att europeiska företagsobligationer med *investment grade*-betyg nu är attraktivt värderade. Den löpande ränteavkastningen är runt 4 procent efter valutasäkring till SEK, alltmer attraktiv i relation till aktieutdelningarna. Kreditspreadarna är i sin översta kvartil sedan 2000. I relation till kreditrisken ger *investment grade* bättre ersättning än *high yield*. Sämre konjunkturutsikter talar också för *investment grade*, där den historiska konkursstatistiken är betydligt bättre jämfört med *high yield*. Räntemarknaden har till stor del redan prisat in kommande ECB-höjningar.

Risker

Högre europeiska obligationsräntor.

Förslag

Diversifiera nordiska företagsobligationer med europeiska via aktiv valutasäkrad fond.



ALTERNATIVA INVESTERINGAR *Sidan 61*

Japanska yen

- Yen är en antfragil valuta.
- Bank of Japan svänger.
- Kronan pressas av skör ekonomi.

Drivkrafter

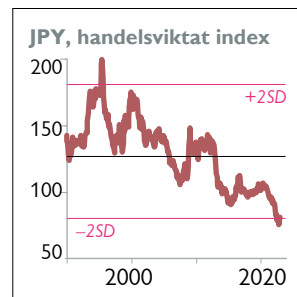
2022 försvagades kronan kraftigt mot de flesta valutor, förutom den japanska yenen (JPY). Orsaken var att Bank of Japan (BOJ) förde en expansiv penningpolitik, tvärtmot resten av den utvecklade världen, och den annars defensiva yenen föll. I december vände yenen uppåt då BOJ tog första steget mot en mindre duvaktig penningpolitik, eftersom inflationen äntligen lyfter. Yenen är undervärderad enligt flera mått, såsom köpkraftsparitet, och bör se en ökad efterfrågan, drivet delvis av japanska investerare som väljer att placera sina tillgångar i Japan snarare än utomlands. Kronan pressas av osäkerhet kring Riksbankens räntepolitik då både konsumenterna och fastighetssektorn i Sverige är sköra.

Risker

Marknadsklimat med ökad riskapitet.

Förslag

Köp japanska yen.



För mer information om specifika placeringsmöjligheter, kontakta din rådgivare.

Övertro på marginalerna

INVESTERINGSKLIMAT. **Inflationen har toppat, vinstförväntningarna sänkts och Kina återöppnas. Vinstrecession under 2023 är en stor risk – få faktorer talar för en varaktig börsuppgång.**

Under 2022 gick energibolaget Exxon Mobils marknadsvärde om elbilstillverkaren Teslas, och dollarn steg med runt 10 procent – alltså något mer än oljepriset. Den svenska börsen föll med 20 procent, medan världsindex (mätt i den allt svagare kronan) bara var ned runt 5 procent. Även ränteplaceringar föll. Att USA:s börs och obligationsmarknad faller samtidigt är ytterligt ovanligt: Det förekom under depressionen på 1930-talet, men har knappt alls skett sedan 1969. Inte minst ränteinvesteringars värdering och avkastningsnivåer ser nu mer attraktiva ut.

NYTT SEDAN I HÖSTAS

Vår syn på investeringsklimatet var försiktig under hela 2022, men i varierande grad. Mycket har hänt sedan strategirapporten *En kritisk fas* skrevs i september:

- Börsen i Sverige har stigit med runt 20 procent, och globala börser med runt 15 procent, sedan botten i början av oktober.
- Kina tog i december bort nästan alla covid-restriktioner.
- Europeiska tillväxtprognoser har lyfts något efter prisfallet på naturgas.
- Fler signaler på att inflationen har toppat.
- Kraftiga räntehöjningar har gjorts under hösten, och centralbankernas ton är hökaktig.
- Dollarn har slutat stiga.
- Vinstförväntningarna för 2023 har kommit ned till låga ensiffriga tal.

I KORTHET

Fokus skiftar från inflation och penningpolitik till effekterna på konjunktur och vinster. Ledande indikatorer faller. Ekonomin bromsar in i USA under 2023 men stärks i Asien, inte minst i Kina som tvärvänt och avskaffat sin noll-covid-politik. Den milda vintern tog udden av Europas energikris, men i den räntekänsliga svenska

ekonomin försvagas konjunkturen ännu mer, med fallande konsumtion och hög inflation.

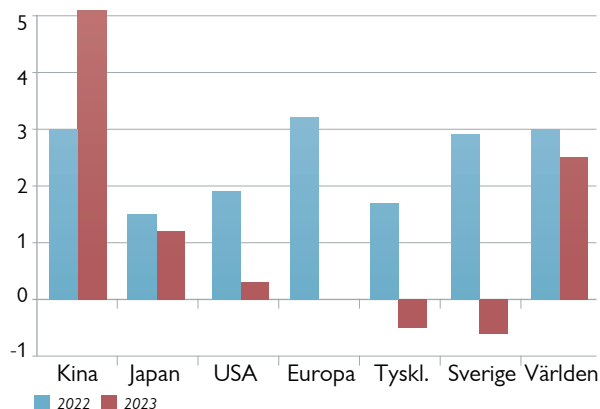
Rapportsäsongen har visat bra försäljning men vinstbesvikelser. Historiska samband indikerar stor risk för vinstkontraktion och tydlig marginalpress.

Inflationstrycket avtar gradvis och större delen av USA:s räntehöjningar

är gjorda. Dessa trender är inte lika tydliga i Europa, och Bank of Japan har blivit mindre duvaktig, vilket kan skapa oro. Avtagande ränteoro men risk för vinstbesvikelser talar för sidledes aktiemarknader. Även om räntehotet har minskat, förblir sannolikt ränteläget högt en längre tid, vilket kan hålla tillbaka värderingarna.

GRYNING I ÖST

BNP-tillväxt, konsensus, procent



På kort sikt lugnas marknaderna av avtagande inflation, eftersom centralbankerna (främst amerikanska Federal Reserve, Fed) kan närma sig en räntepaus för att utvärdera de ekonomiska effekterna av sina räntehöjningar.

Börsen stiger sällan när arbetsmarknaden i USA börjar försämrans – vilket Fed önskar för att tämja inflationen. En varaktig börsvändning uppåt brukar också kräva att ledande indikatorer bottenar och vinstnedrevideringarna ebbar ut. Inget av detta har skett.

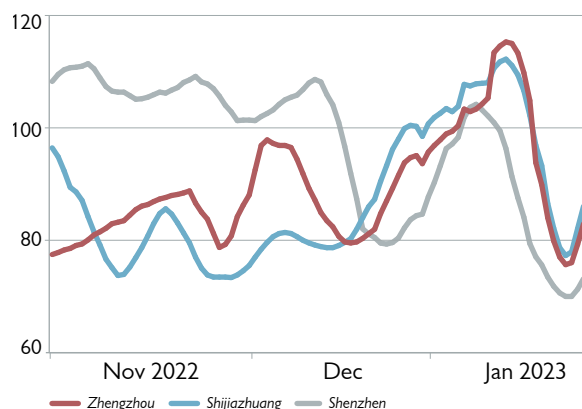
MAKROEKONOMISKT KLIMAT

I väntan på klarhet fortsätter marknaden sannolikt under våren att pendla mellan hopp om lägre inflation och räntepaus, och oro för svagare konjunktur och vinstfall.

Marknaden är inte helt beredd på en global lågkonjunktur med svagare försäljning, marginalpress och vinstrecession. Konsensusförväntningarna på den globala ekonomiska tillväxten är runt 2,5 procent (se diagram ovan till

KINA PÅ VÄG ATT NORMALISERAS

Index för trafikstockningar i kinesiska städer, 7 dgr snitt



vänster), medan IMF:s senaste prognos ligger närmare 3 procent.

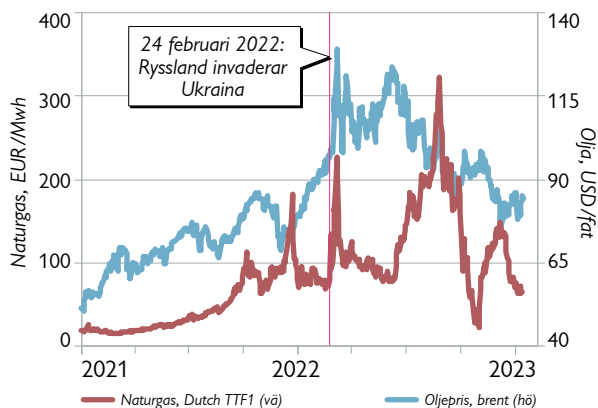
Vi tror att siffrorna för en global lågkonjunktur stämmer ganska väl, men att mixen kan bli annorlunda – vi ser ett skifte på tillväxttronen. Tvärtemot 2022 så försvagas ekonomin i USA under 2023, medan den i Asien stärks. Kina återöppnar (se graf ovan till höger), och eftersom landet inte har västvärldens inflationsproblem står dörren öppen för stimulanser med både penning- och finanspolitik.

Långdistans snarare än sprint

Avsaknaden av ekonomiska obalanser gör att vi inte tror på en upprepning av chocken på 2000-talet eller under finanskrisen 2008/2009. Oron för en lågkonjunktur är inte ny och näringslivet kan ha hunnit förbereda sig mer än vanligt. Då inbromsningen är räntestyrd kan förloppet bli mer utdraget, och värst i de länder – som Sverige – där bomarknaden har obalanser och räntekänsligheten är stor.

BLIDVÄDER MILDRA ER ENERGIKRISEN

Gas- och oljepriser



Vi befarar en djup svacka i ekonomisk aktivitet under 2023, med stigande arbetslöshet och lönsamhetspress. Detta kan resultera i 10–15 procents lägre vinster i år jämfört med 2022 (läs mer i avsnittet *Vinster* på sidan 15). Högre ränteläge brukar snabbt påverka bostadssektorn, byggandet och konsumtionen. Detta leder ofta till en sämre arbetsmarknad, som i sin tur bromsar inflationen och löneökningarna. Flera studier indikerar att den fulla effekten av höjd ränta syns 1–1,5 år senare för tillväxten, och upp till 2–2,5 år senare för inflationen. Fed började höja för ungefär ett år sedan, och har gjort sina största räntehöjningar de senaste sex månaderna.

Kina: Boom efter covid-revolutionen

President Xi Jinpings tvärvändning om Kinas noll-covid-politik kommer att lyfta den inhemska tillväxten, och därmed världsekonomin. Vissa bedömer att detta dröjer sex månader, men troligare är att smittvägen nalkas sin kulmen och återöppnandets effekter blir synliga i närtid. Inhemsk turism, resande och restaurangbesök ökar redan, och snart bör även turismen till grannländerna få bättre fart.

Kina lever med en fastighetskris sedan ett antal år, och regeringen verkar nu fast besluten att få fart på sektorn med stimulansåtgärder. Starkare inhemsk efterfrågan leder till större import från västvärlden, medan Kinas export kan hållas tillbaka av att USA och Europa bromsar in.

Europa: Mild vinter tar udden av recessionen

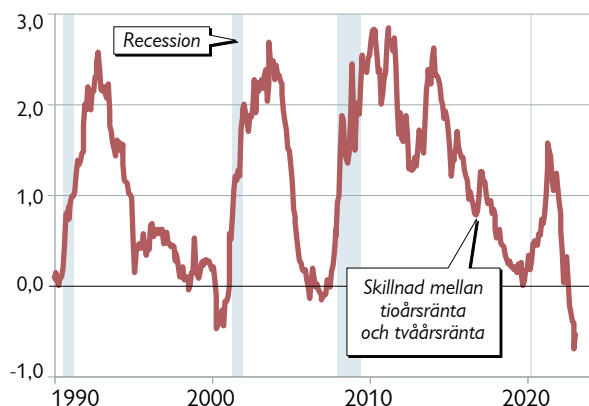
I närtid kan kontinentaleuropas recession bli mindre elakartad än befarat, då energipriserna tack vare rekordmilt väder har halverats sedan början av december (se graf ovan till vänster) och ECB har gjort mer måttliga räntehöjningar än Fed. Den senaste tidens europeiska makroindikatorer har överraskat positivt. Europas och särskilt Tysklands export kan få draghjälp från Kina i år. De europeiska hushållens köpkraft fortsätter att försvagas, om än inte lika snabbt som under 2022 då de nu får elstöd och större löneökningar.

Inför nästa vinter går det inte att fylla gaslagren med rysk gas. Då kan energipriserna återigen bli en utmaning,

Kinas återöppnande kommer att lyfta världsekonomin. Vi ser redan hur inhemsk turism, resande och restaurangbesök ökar. Snart bör även turismen till grannländerna få bättre fart, liksom Kinas import från västvärlden.

DET LYSER RÖTT

Avkastningskurva och recessioner, USA, procentenheter



något som Internationella energirådet IEA varnar för. Energiosäkerhet, relaterad till såväl utbud och efterfrågan som geopolitisk situation, försvårar tillverkningsindustrins förmåga att planera produktion och göra investeringar.

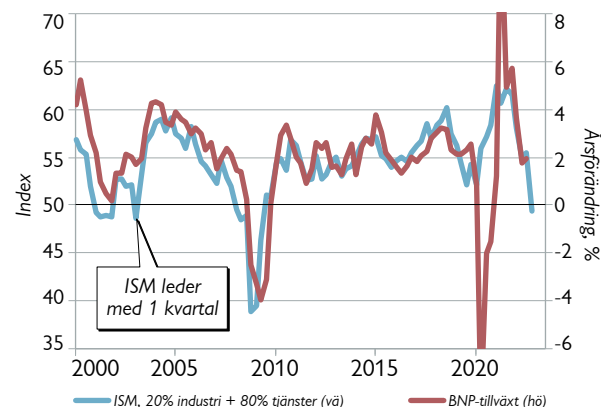
Sverige: Ett sårbart land

I den räntekänsliga svenska ekonomin är antalet konkurser redan det högsta på tio år. Varseltrenden pekar tydligt upp och har så gjort i sex månader. Sverige är en mycket räntekänslig ekonomi på grund av hushållens stora skuldsättning och då majoriteten av bolånen löper med rörlig ränta. Detaljhandeln visar redan försäljningstapp på nivåer som vi inte har sett sedan krisen på 1990-talet. Vår industri och export är starkt beroende av utvecklingen i Europa och dess energiutmaningar.

Marknaden tror på ytterligare riksbankshöjningar, till upp emot 3,50 procent. Det skulle försvaga konjunkturen ännu mer, med fallande konsumtion och dystrare

STAGNATION I USA?

Konjunkturbarometer och BNP, USA



fastighetsmarknad. Den nye riksbankschefen Erik Thedéen är lite av ett oskrivet kort. Även utan dyr energi och ränteeffekter är inflationstakten över 8 procent (exklusive mat runt 6 procent) – inflationsmålet är 2 procent.

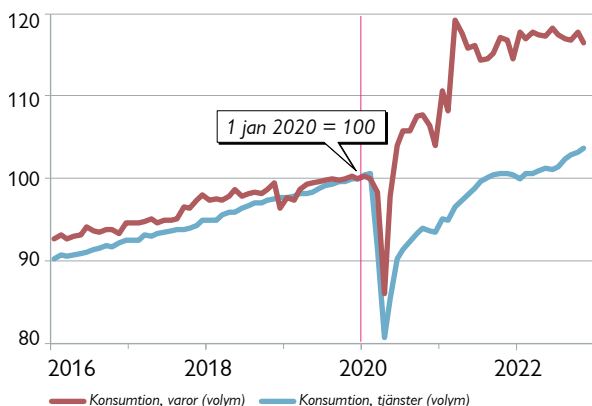
USA: Historien oroar

Under november/december föll både detaljhandelsförsäljningen och industriproduktionen i USA oväntat mycket. Ofta är det utvecklingen i USA:s ekonomi som styr börs- och ränteutvecklingen globalt. Konsensus bedömer att USA:s BNP och hushållens konsumtion stagnerar under första halvåret 2023. Många faktorer pekar dock mot att lågkonjunkturen i USA blir djupare än vad konsensus tror och börsen prisar in.

Historiskt har inflation över 5 procent, som tvingar Fed att strama åt kraftfullt (precis vad som skedde under 2022), orsakat recession med stigande arbetslöshet. Att tioårsräntan är lägre än tvåårsräntan (negativ räntekurva),

HUR KÖPSUGNA ÄR HUSHÄLLEN?

Indexerad konsumtionsutveckling, USA



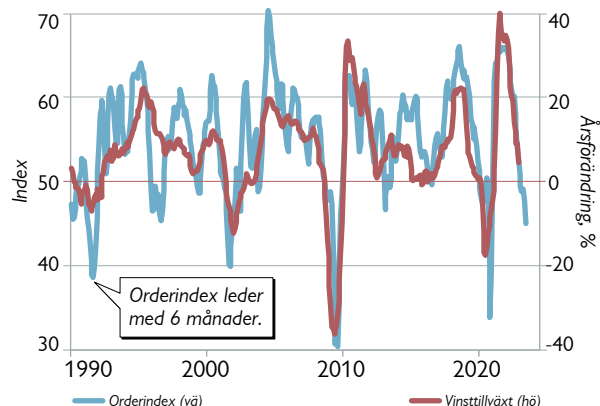
som vi nu sett en längre tid, har alltid följts av recession inom 1–1,5 år (se graf till vänster på föregående sida).

Konjunkturbarometrarna för såväl industrin som tjänstesektorn ligger nu under 50-nivån och pekar därmed på kontraktion. Orderflödet tappar fart och kräver allt oftare rabatterade priser. Vägs de båda barometrarna samman pekar det historiska sambandet mot stagnerande BNP eller till och med ett fall i årstakt inom kort (se graf till höger på föregående sida). Även ledande indikatorer för hela OECD-området pekar på ett kraftigt fall i industriproduktion/BNP.

Nedtrenderna i ISM-barometern brukar bestå under 15–20 månader – nu har nedåttrenden varat i 20 månader, men en varaktig borsuppgång brukar inträffa när OECD:s ledande indikator bottnar eller ISM faller mot 45–40. Viss osäkerhet finns då varken order- eller produktionsindexet har betett sig helt normalt på grund av flaskhalsproblem.

VINSTBESVIKELSE PÅ VÄG

Industribarometer och vinst per aktie i börsbolag, USA



Amerikanska företagsledare är i dag mer bekymrade för ekonomins utveckling än någon gång sedan mätningarna började i mitten av 1970-talet. Detta resulterar sannolikt i kostnadsbesparingar och en försiktigare inställning till investeringar och expansion.

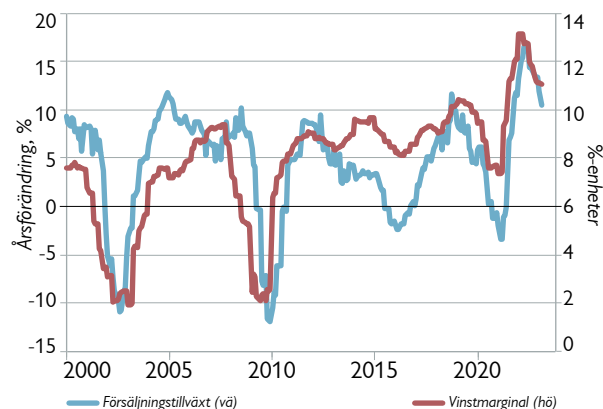
I oktober visade 27 delstater i USA recessions-tendenser. Historiskt har 26 delstater räckt för att varna för recession¹. Märk väl att denna delstatsindikator baseras på data från arbetsmarknaden – som på nationell nivå i dag anses vara glödhet.

Hushållens balansräkning är stark, de har alltjämt sparande kvar sedan pandemin. Stigande ränteläge gör det emellertid mer attraktivt att spara än tidigare. Fallande bostadspriser kan dämpa hushållens konsumtionsvilja och arbetslösheten torde snart börja stiga efter Feds

¹ Rapport från St. Louis Fed, 28 december 2022, baserat på Philadelphia Feds State Coincident Index.

MARGINALER FÖLJER FÖRSÄLJNINGEN

Börsbolagens marginal och försäljning, USA



åtstramande politik samt allt fler varsel. Hushållens varuinköp har varit ovanligt höga under pandemin, men ser nu ut att stagnera mått i antal enheter (se graf till vänster på motstående sida).

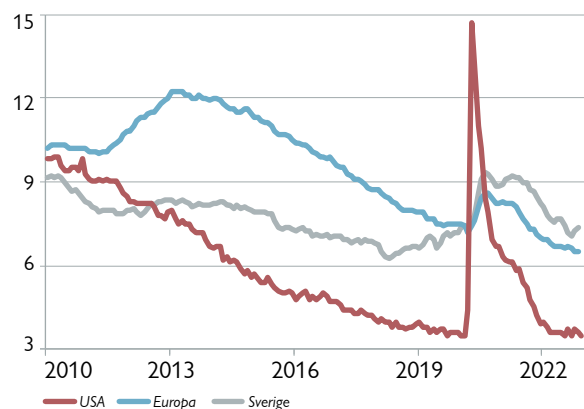
VINSTER: DRÖMLIKA MARGINALER

Bolagsrapporter för fjärde kvartalet i USA och Sverige har hittills varit svaga. Visserligen har försäljningen hållit uppe, men en tydlig marginalpress har gjort att vinsterna inte infriat förväntningarna. Vi har under hela 2022 varnat för marginalpress och risk för vinstkontraktion – bolagsvinsterna har dock varit imponerande motståndskraftiga, bland annat tack vare hög inflation som gett stark nominell omsättningstillväxt.

När inflationssoror avtar flyttas fokus till vinsterna. Låga förväntningar innebär att börsen tål en del negativa nyheter. Ekonomer/strateger som tittar på historiska samband mellan vinster och makroindikatorer ser mer pessimistiskt

SUPERSTARKA JOBBMARKNADER

Arbetslöshet, procent

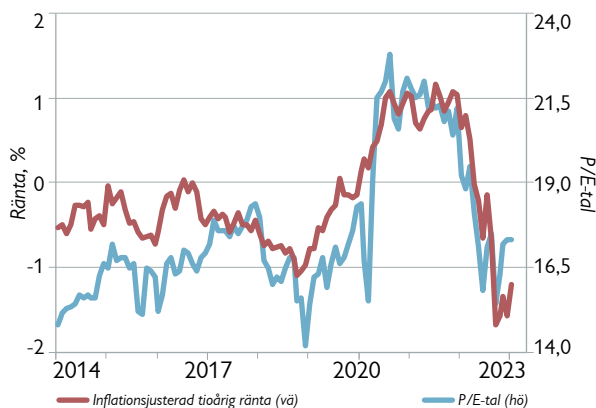


på vinstutvecklingen än bolagsanalytiker som bedömer mikrosignaler. Men även bolagsanalytikernas prognoser för 2023 är vid årets ingång ovanligt låga. De brukar ligga runt 10 procents vinstökning, nu är de runt 2,5–3 procent globalt. Försäljningsintäkterna förväntas stiga med 2,5 procent 2023 jämfört med 12,5 procent 2022.

Vinstutsikterna har redan skruvats ned, men vi ser ytterligare nedsideriska även från både lägre tillväxt och lägre inflation, det vill säga att prishöjningar som lyfte den nominella försäljningen förra året blir mindre i år. Kostnadskontroll blir helt avgörande. I världsekonomin har historiskt sett 3 procents tillväxt eller sämre, vilket förväntas 2023, ofta inneburit fallande bolagsvinster. Ledande indikatorer, som ISM orderindex för industrin, indikerar ett tydligt vinstfall på 10 procent det kommande halvåret i USA (se graf till höger på motstående sida). Faller barometrar ytterligare kan vinstfallet bli större.

ÄR RÄNTEPRESSEN ÖVER?

Börsvärdering och realränta, USA



Konsensus är att endast energi-, råvaru- och fastighetssektorerna globalt får se en viss marginalförsämring under 2023, medan finanssektorn tros lyfta marginalerna tydligt. Men även om insatsvarukostnader och flaskhalsar mildras, bedömer vi det osannolikt att marginalerna generellt bibehålls 2023 då försäljningen försvagas (se graf till vänster på föregående sida).

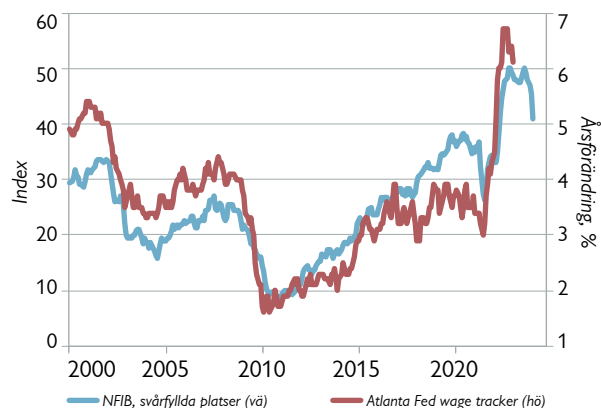
Vinstmomentum, både i USA och globalt, visar att nedrevideringar är vanligare än upprevideringar. Självklart vänder börsen upp innan vinsterna börjar stiga, men vi befarar en ny våg av vinstnedrevideringar, vilket brukar försvåra ett börslyft.

VÄRDERING: RIMLIG, MEN USA ÄR DYRT

Ränteuppgången under 2022 orsakade ett kraftigt värderingsfall – en multipelrecession. Högre realräntor i USA pressade P/E-talet, som föll från 22x i början av 2022 till 17x i dag (globalt från 19x till 15x).

SIGNALER OM MINSKAT LÖNETRYCK

Småbolagsbarometer och löner, USA



Räntehotet har minskat, men ränteläget förblir sannolikt högt en längre tid, vilket kan hålla tillbaka värderingarna. Dyrast är USA-börsen, med ett P/E-tal långt över sitt historiska genomsnitt. Billigast är den japanska börsen. Dyra sektorer globalt är *tech* och hälsovård, men även sällanköpsvaror och industribolag. Energi, finans och råvaror är billiga sektorer sett till respektive historiska värdering.

RÄNTOR/LIKVIDITET: NÄRA PAUS

Centralbankerna, med Fed i spetsen, säger sig vara beredda att föra en stram penningpolitik trots svagare ekonomisk utveckling – de vill tämja inflationen med högre arbetslöshet. Det som inte görs nu blir svårare och mer smärtyfyllt senare. Fed vill se en kärninflation runt 0,2 procent per månad, ökad arbetslöshet, bromsad löneökningstakt samt en tids tillväxt under trend. Centralbanken ogillar således den stimulanseffekt ekonomin nu får från bättre börs, svagare dollar och lägre

INFLATION

Svårt att pricka målet

Penningvärdet urholkas snabbare än på 40 år. Trots kortsiktiga ljusglimtar finns en rad långsiktiga inflationsdrivande faktorer.

Inflationsuppgången har många unika komponenter (som pandemin, flaskhalsar och Ukrainakrig), och professionella bedömares prognoser skiljer sig åt. Prognosspannet för den genomsnittliga inflationen under 2023 är 3–4,5 procent i USA och 4,5–7,5 procent i Europa.

I USA har inflationen fallit från 9 procent i juni till 6,5 procent, i euroområdet från 10,5 till drygt 9 procent. Kärninflationen som bland annat exkluderar energi har varit seglivad (se graf till höger).

I närtid tror vi på gradvis lägre inflation – flaskhalsarna har nästan normaliserats, råvarupriserna fallit och tillväxten försvagas. Varor reas ut på grund av stora lager och svag konsumtion.

Kraftigt stigande inflation vänder ofta tydligt ned – men normalisering tar tid. Inflationsmiljön under

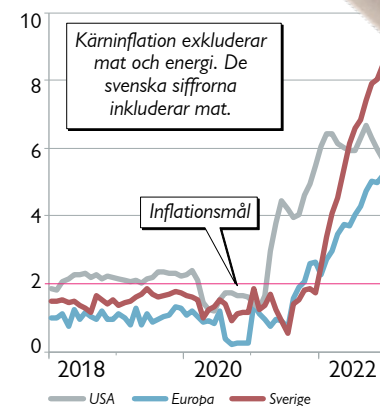
1940- och 1980-talen indikerar att inflationen i USA kan falla mot 5 procent vid årets slut (konsensus tror strax under 3 procent), men nå 2 procent först under 2024.

FYRA INFLATIONSHOT

- 1. Lönekrav:** Urholkad köpkraft på starka arbetsmarknader innebär höga lönekrav. I USA ökar lönerna med hela 8 procent för de som byter jobb. I Europa höjs lönekrav på runt 10 procent och strejkhoten är legio. Tyska verkstadsavtal har landat strax över 5 procent för 2023, och i Sverige är industrifackens krav inför vårens avtalsrörelse på mer rimliga 4,4 procent med låglönesatsningar.
- 2. Greenflation:** Energiomställningen och hårdare hållbarhetskrav torde öka kostnaderna under många år.

OTYDLIG TOPP

Kärninflation, procent



- 3. Råvarupriserna** kan på sikt ta fart, då Kina återöppnar och investeringar inom olje- och metallutvinning varit låga under lång tid.
- 4. Minskad globalisering:** Tidigare dämpades inflationen av billig produktion i Asien. *Nearshoring* kan på sikt ge högre inflation.

obligationsräntor. Vi tror dock att det mesta av Feds jobb är gjort, och att penningpolitiken framåt blir mindre viktig för börsutvecklingen.

Fed fokuserar på arbetsmarknaden

Småbolagsbarometern i USA indikerar redan en svalare arbetsmarknad med lägre löneökningar (se graf till höger på sidan 16). Vi instämmer dock inte i marknadens förhoppning om lägre styrränta under andra halvåret. Fed fokuserar på den starka arbetsmarknaden, som kan ge höga inflationsförväntningar hos hushåll och företag. En lättare penningpolitik måste troligen föregås av en kraftfullare ekonomisk inbromsning än vad börsen prisar in.

ECB talar om att flera 50-punktershöjningar är tänkbara från dagens 2 procent, och att centralbanken inte är i närheten av ett policyskifte – kärninflationen i euroområdet ökade från 5,0 procent i november till 5,2 procent i december och har inte toppat än.

Japans penningpolitik – en ny orosfaktor

Vi tror att Japans första steg mot en penningpolitisk omsvängning kan få globala effekter (något vi först berörde i vår strategirapport sommaren 2022). Japan höjde i december räntetaket för sin tioåriga obligationsränta. Centralbanken Bank of Japan kommer att agera med obligationsköp/stimulanser först då räntan når 0,5 procent, inte 0,25 procent som tidigare. Japan

DOLLARN HAR TOPPAT

Från våren 2021 till i höstas glänste dollarn. Stödet kom från en stark amerikanska ekonomi och högre obligationsräntor. Feds penningpolitik etablerade också i snabb takt en alltmer attraktiv dollarränta, samtidigt som räntan på många andra valutor låg kvar kring noll. Apprecieringen på 20–30 procent gjorde dollarn gradvis mer övervärderad och USA:s underskott i bytesbalansen växte till nästan 4 procent av BNP.

Nu talar allt fler faktorer för att dollartrenden vänt. Inflationen ser ut att ha toppat i USA, men inte i Europa, där dessutom den milda vintern

ger ljusare tillväxtutsikter. Detta har resulterat i förväntningar på konvergerande styrräntor och obligationsräntor i USA och Europa (samt Sverige).

Tekniskt ser USD/SEK ut att ha toppat runt 11, samma nivå som under dotcom-krisen år 2001, och fundamenta ger



Thedéens rävsax: Kronstöd riskerar ekonomin.

stöd för både en svag dollar och en stark krona. Kortsiktigt ser dollarn översåld ut. Vid en uppgång mot 10,75 mot kronan rekommenderar vi dock att minska dollarexponeringen, då en rörelse ner mot 10 är möjlig.

Vi bedömer att Fed är nära att pausa sin ränteåttstramning. Risken för förnyad dollarstyrka är främst om Fed inleder en ny omgång höjningar för att få ned inflationen mot 2 procent.

Kronan är svag mot euron i väntan på klart besked om hur bostadspriset påverkar ekonomin och den nye riksbankschefen Erik Thedéens framtida penningpolitik.

Foto: Johanna Hamo/Riksbanken

är världens näst största obligationsmarknad, och högre inhemska räntenivåer skulle kunna få japanska investerare att minska sina innehav av utländska obligationer.

Vår räntesyn

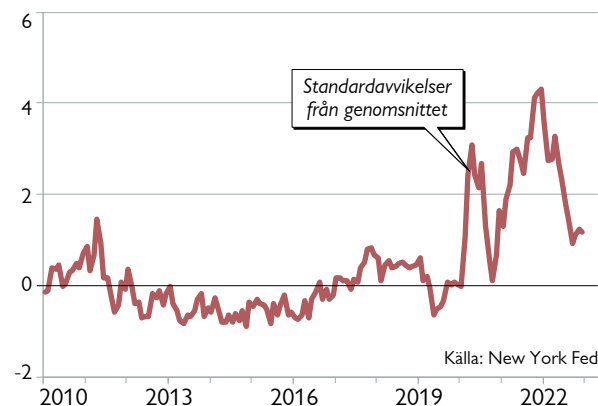
Summa summarum tror vi att Fed snart tar en paus, men att marknaden ser för optimistiskt på möjligheten till lättare penningpolitik i år. Bank of Japans omsvängning kan tillsammans med *quantitative tightening* (QT) i USA och i Europa (med start i mars) motverka nedåtrycket på obligationsräntorna från fallande inflation och svagare tillväxt. Även om inflationen i USA och Europa närmar sig 3 procent i slutet av 2023 och de långsiktiga inflationsförväntningarna ligger stadigt kring 2–2,50 procent, bör det innebära en tioårsränta på över 4 procent på sikt, snarare än dagens 3,35 procent i USA.

RISKER/ALTERNATIVA SCENARIER

- *Utebliven eller senare amerikansk recession.* Tidsfördröjningen från stram penningpolitik till ekonomisk lågkonjunktur varierar. Marknaden är dock otålig, och om konsumtionen i USA håller uppe och starka orderböcker ger fortsatta produktionsökningar kan börsen gå starkt under våren och sommaren. I ett sådant scenario faller sannolikt inflationen långsammare, och Fed kan efter en paus behöva höja räntan ytterligare. Förra årets totalt 2 700 punkters räntehöjningar (54 höjningsbeslut) från de tio centralbankerna med de mest handlade valutorna tror vi ger recession i närtid snarare än senare.

ALLT BÄTTRE FLYT

Globalt index över leveransproblem (GSCPI)



- *Ukrainakriget.* Fred efter påtryckningar från Kina och Indien, eller att Rysslands president Vladimir Putin avgår eller störtas, skulle vara positivt. I skrivande stund eskalerar kriget. Ett förlopp där Belarus dras in, eller Ukraina gör framsteg på Krim som får Putin att massmobilisera eller använda kärnvapen, skulle vara negativt. Liksom om Nato blir involverat i själva krigföringen. Just nu är ett utdraget krigstillstånd mest sannolikt.
- *Inflation som rasar.* Inflation som närmar sig målen om 2 procent utan en kraftig ekonomisk inbromsning skulle vara glada nyheter för börserna. Detta kan ske om pandemi, flaskhalsar och Ukrainakriget visar sig ha haft större effekter än väntat, och i år avtar snabbare än väntat. Då kan centralbankerna sänka styrräntorna och regeringar göra mer budgetsatsningar utan att riskera att förvärra inflationsproblemen.

TEKNISK ANALYS

Hur tjurig blir marknaden?

I höst har börserna skakat till. Den tekniska analysen har lugnande besked att ge: Baserat på historisk erfarenhet fortsätter den långsiktiga upptrenden.

USA: SECULAR BULL

Börsen rör sig i trender som har olika tidsperspektiv. Så här definierar jag trendhorisonterna:

- *Tertiärtrend:* Pågår i dagar till veckor.
- *Sekundärtrend:* Veckor till månader.
- *Primärtrend:* Månader till år.
- *Decenniumtrend:* År till decennier.

Låt oss fokusera på decenniumtrenden (*Secular Bull* och *Secular Bear Market*, som man säger

i USA). Diagrammet till vänster på motstående sida visar utvecklingen i S&P 500 1930–2023, med faserna i decenniumtrenden. Vi ser till exempel en 15 år lång *Secular Bear Market* efter börstoppen 1929. Där efter följde en över 20 år lång *Secular Bull Market* fram till toppen 1966, då index återigen gick in i en 13 år lång *Secular Bear Market*. Det senaste trendbrottet inträffade 2013, då USA-börsen bröt upp ur en *Secular Bear Market* och sedan dess har noterats i en *Secular Bull Market*.

Är *bull*-marknaden som startade 2013 över redan efter tio år, eller utgör nedgången i föl en normal sättning av en typ som förekommer i sådana stora upptrender? Diagrammet i mitten visar S&P 500 från botten 2009 (efter den globala finanskrisen) tillsammans

med 50 månaders medeltal. Det framgår tydligt att decenniumtrenden fortfarande är stigande, och att förra årets nedgång på dryga 19 procent inte sticker ut alls. Vi har sedan 2009 haft fem stora rekylar, där nedgångarna legat i intervallet 15–35 procent.

Analysen visar alltså att decenniumtrenden fortfarande pekar upp och att vi har många år kvar att avnjuta av innevarande *Secular Bull Market*, om utvecklingen i de senaste två stora upptrenderna ger någon ledning.

Nu frågar du kanske: Hur vet vi när den långa upptrenden är bruten och vi har gått in i en *Secular Bear Market*? Jo, signalen är att index med tydlighet och kraft punkterar oktoberbotten. Då ökar risken för en större börsnedgång liknande vad vi såg under finanskrisen eller it-kraschen. Så länge oktoberbotten förblir orörd finns fortfarande hopp.

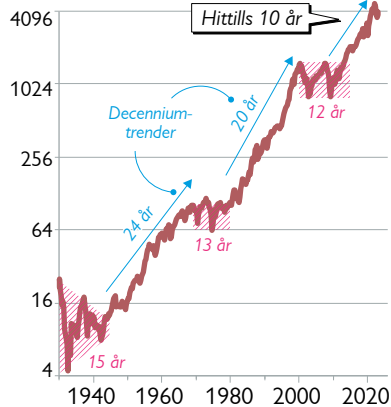
Foto: Shutterstock



Men även en *Secular Bull Market* tröttnar så småningom...

KVAR I DECENNIUMTREND

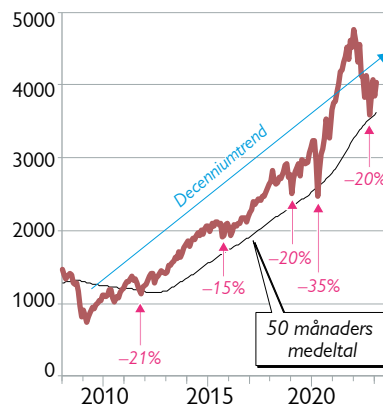
S&P 500



Under 2022 föll alltså S&P 500 med drygt 19 procent. Vad kan vi dra för slutsatser? Jo, vi kan till exempel konstatera att det är väldigt ovanligt att index går ned två år eller mer i följd. Index har stigit under 59 av de senaste 80 åren och slutat på minus under övriga år. Hur ofta har index gått ned mer än ett år i följd? Jo, en gång i mitten av 1970-talet, och naturligtvis efter toppen år 2000, då index föll tre år i följd. Sannolikheten för att vi ska få ett nedgångsår även 2023 är låg, baserat på historien. Det kanske ger ett visst hopp om fortsatt *Secular Bull*-trend ett bra tag till.

EN HELT VANLIG REKYL

S&P 500



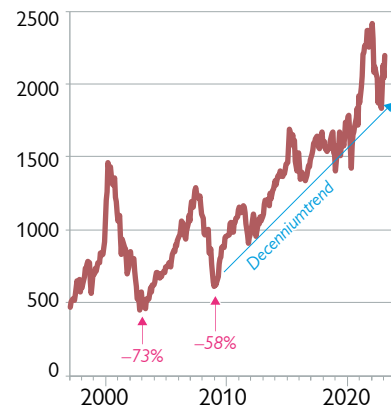
SVERIGE: KVAR I UPPTREND

Stockholmsbörsens *Big Cap*-index OMXS30 bottnade vid en stigande trendlinje i oktober förra året.

Det är först om denna höstbotten underskrids som vi får en signal på att den långa upptrenden är i fara, och då ökar risken för att vi ska gå in i en större nedgångsfas, som under *dotcom*-kraschen (då index föll med 78 procent) eller under den globala finanskrisen (då index tappade 58 procent). Så länge oktoberbotten är ohotad finns möjlighet att

OKTOBERBOTTEN OHOTAD

OMXS30



decenniumtrenden är intakt och att börsen har mer att ge på uppsidan de kommande åren.

EUROPA: MOT NYA HÖJDER

Precis före corona-nedgången misslyckades Eurostoxx 600 med att bryta upp ur nästan 20 års *Secular*

Bear Market-trend. Efter en botten under pandemin flög index upp förbi motståndet och är nu i en *Secular Bull Market*. Passeras höstbotten så är börsen tillbaka i konsolideringsträsket.

Johnny Torsell
Teknisk analytiker



Aktier har fått konkurrens

PORTFÖLJSTRATEGI. **Efter förra årets ränteuppgång överviktar vi ränteplaceringar. Vi har kvar viss undervikt i aktier då vi ser vinstrisker och aktieriskpremien är låg.**

Under hösten valde vi att behålla en relativt försiktig marknadssyn, där vi hade aktier på undervikt, räntebärande investeringar på neutralt läge och alternativa placeringar på övervikt. I föregående strategirapport, *En kritisk fas*, diskuterade vi de olika hot som störde börsen, men konstaterade att vi troligen hade det värsta av inflationsuppgången bakom oss samt att räntan sannolikt skulle toppa i närtid. Samtidigt var konjunkturutsikterna dystra, med åtföljande stora risker för vinstutvecklingen framåt. Svenska aktier hade gått betydligt sämre än utländska (mätt i svenska kronor), och vi slog fast att ett bättre börsentiment krävdes för att svenska aktier skulle börja ta igen förlorad mark. Således kvarstod vi med att framför allt undervikta Sverige. Vi lyfte även fram att fallande inflation ändå skulle kunna vända börsnedgången,

samt att pessimismen var utbredd bland placerarna, det vill säga en hel del dåliga nyheter låg redan i prissättningen.

I dag, runt fyra månader senare, har inflationen mycket riktigt börjat falla från väldigt höga nivåer, och långgräntorna har till viss del följt med ned efter att ha toppat under oktober och november. Konjunkturscenariot är alltjämt relativt dystert (läs mer i avsnittet *Investeringsklimat* på sidan 10). Olika barometrar pekar på en kraftig inbromsning, medan arbetsmarknaden och nuläget för både industrin och tjänstesektorn ändå fortsatt är förhållandevis gynnsamma. Det faktum att centralbankerna vill kyla av ekonomin för att få ned inflationen hänger som en våt filt över framtidsutsikterna. Vinstprognoserna har fortsatt att justeras ner, precis som vi befarade, men

I KORTHET

Vi är på väg mot lågkonjunktur. Arbetsmarknaden och nuläget för industrin och tjänstesektorn är dock fortsatt förhållandevis gynnsamma.

Värderingsmotvinden från högre räntor avtar, men aktieriskpremien är nu mindre attraktiv. Globalt är P/E-talen rimliga, även om USA-börsen är dyr. En varaktig börsvändning brukar äga rum först när recessionen

har börjat och kommit en bit på väg. Där är vi inte ännu.

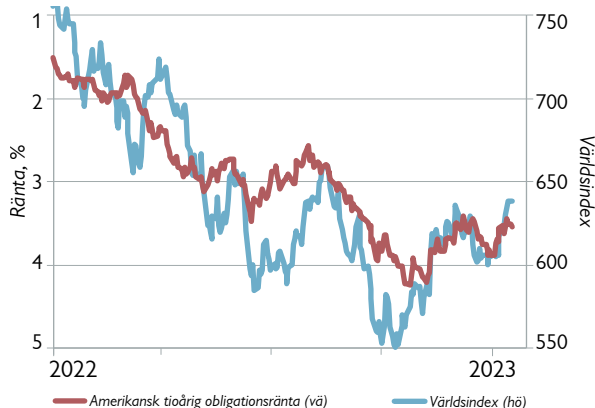
Vi har en viss undervikt mot aktier, särskilt svenska där verkstad är dyrt. Alternativa investeringar var ett bra portföljskydd under 2022, men vi har nu normaliserat exponeringen till förmån för övervikt mot räntebärande investeringar. Dessa är mer intressanta efter fjolårets ränteuppgång.

Kinas återöppnande borde innebära ett uppsving för råvaror. Exponering finns främst i vår utländska aktieportfölj, men även i den alternativa.

Till orosmolnen hör en större marknadshändelse i kölvattnet av dyrare finansiering eller en upptrappning av Ukrainakriget. Inflation kan vara seglivad – ett inflationsras som öppnar för stimulanser vore positivt.

RÄNTORNA HAR STYRT BÖRSEN

Amerikansk obligationsränta och världsindex



i kontrollerad takt. På det hela taget har dock majoriteten av branscher och bolag (konsument- och fastighetsrelaterat undantaget) rapporterat bra vinster och solid ordergång. Så långt inga omvälvande nyheter.

ÖVERRASKANDE STARK MARKNAD

Trots detta har börsen gått förvånansvärt starkt sedan början av oktober. Inte minst har starten på 2023 varit imponerande positiv. Vad ligger bakom detta?

Inflationsutfallet har på marginalen varit något mer gynnsamt än prognoserna. Dessa tiondelar räckte för att giuta nytt mod i placerarna – trots allt var det ju den stigande inflationen som hade satt skräck i aktiemarknaden. Obligationsräntorna slutade stiga, vilket gav börsen stöd (se graf ovan). Samtidigt har energipriserna sjunkit och aktivitetsnivån i framför allt den amerikanska ekonomin hållit uppe bra, vilket har ökat hoppet om en mjuklandning för konjunkturen. Att Kina nyligen uttrangerat sin

GRUNDPORTFÖLJER

Allokering

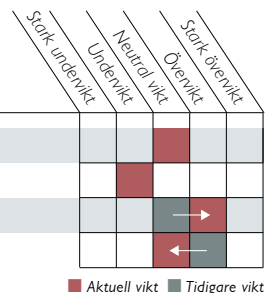
Grundtillgångsslag

Utländska aktier

Svenska aktier

Räntebärande investeringar

Alternativa investeringar



restriktiva covid-politik har spätt på optimismen. Eftersom många uppenbarligen under våren och sommaren positionerade sig för fortsatt svag börsutveckling, fanns det plötsligt gott om köpare igen. Kort sagt har de positiva faktorer som vi pekade ut i höstens strategirapport realiserats.

I ett lite längre perspektiv är det ändå lite märkligt att Stockholmsbörsen, mätt som OMXS30-index, efter den senaste tidens uppgång är nästan oförändrad sedan Ryssland invaderade Ukraina i februari. Världsindex i lokala valutor har förvisso backat med runt 10 procent, men räntorna har samtidigt stigit kraftigt och vinstprognoserna sänkts en hel del, så fallet kunde ha varit mycket större.

Börsen är förvisso alltid framåtblickande och försöker snabbt diskontera nästa fas i utvecklingen, snarare än att älta det som redan har hänt och är känt. Den senaste tidens styrka tyder på att marknaden nu diskonterat en mjuklandning och att räntorna sakta men säkert sjunker. Detta är naturligtvis ett möjligt scenario, men hur stor är egentligen den återstående potentialen? Som vi konstaterar i avsnittet *Investeringsklimat* är risken uppenbar för att inflationen inte dämpas så kraftigt som många hoppas på, och centralbankerna tvingas till ytterligare räntehöjningar längre fram. Alternativt får vi faktiskt så småningom

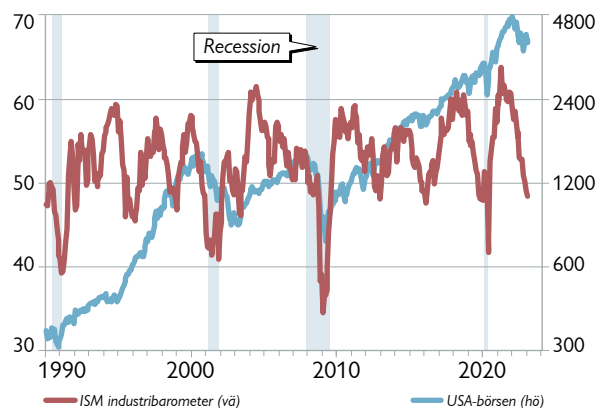
en påtaglig recession, med rejäla vinstfall för börsbolagen. Inget av dessa scenarier förefaller att rymmas i nuvarande aktievärdering, men utgör risker det kommande året.

Vi kan vara i en fas där alla är lättade över att det inte verkar bli så illa som befarat för några månader sedan, och där den försiktiga positioneringen leder till att kapital letar sig in på börsen igen. Läget kan emellertid slå om igen senare under året om ovanstående risker materialiseras. I nuläget bör man akta sig för att göra prognoser för året – det är bättre att successivt läsa av den bräckliga situationen. Konsensus bland strateger vid årets början tycks vara att första halvåret blir stökigt, men att en återhämtning står för dörren under andra halvåret. Kanske blir det i stället tvärt om, så att återhämtningen på aktiemarknaden äger rum just nu, och verkligheten kommer ikapp längre fram. Återigen: Utvecklingen beror på om vi får en recession, och hur djup den och vinstfallet i så fall blir.

En varaktig börsvändning brukar äga rum först när recessionen har börjat och kommit en bit på väg. Så var åtminstone fallet i samband med finanskrisen, efter it-kraschen och i början av 1990-talet (se graf ovan till höger). I USA har lågkonjunkturen inte börjat än, medan Europa ser sämre ut. I det perspektivet ser den senaste tidens snabba återhämtning till viss del ut som en tjuvstart.

INGEN VARAKTIG BÖRSBOTTEN

Inköpschefsindex och börsen, USA



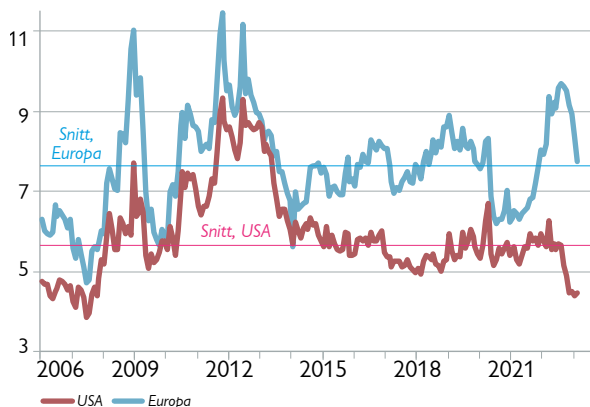
RISKPREMIE SIGNALERAR RÖTT

Ett sätt att fånga upp räntor, vinster och börsvärdering är att titta på den så kallade riskpremien. En hög riskpremie innebär att börsen står förhållandevis lågt med hänsyn till ränteläge och liggande vinstprognoser. Man får helt enkelt hög kompensation för att ta risken att köpa aktier. En låg riskpremie ger motsatt utgångsläge, det vill säga börsen står högt mot bakgrund av rådande ränta och vinster. I nuläget har vi en låg riskpremie (se graf till vänster på motsstående sida). Det kan verka konstigt med tanke på att börsen ändå har fallit det senaste året, men förklaringen är att räntor och vinster gått än mer åt fel håll. Riskpremien säger oss alltså att oddsen för en fortsatt

För närvarande har USA en låg riskpremie – börsen är dyr i relation till ränte- och vinstläget. Det indikerar att bågen är hårt spänd på börsen, och att uppgångspotentialen är något begränsad efter återhämtningen.

AKTIER MINDRE ATTRAKTIVA

Aktieriskpremie, procent



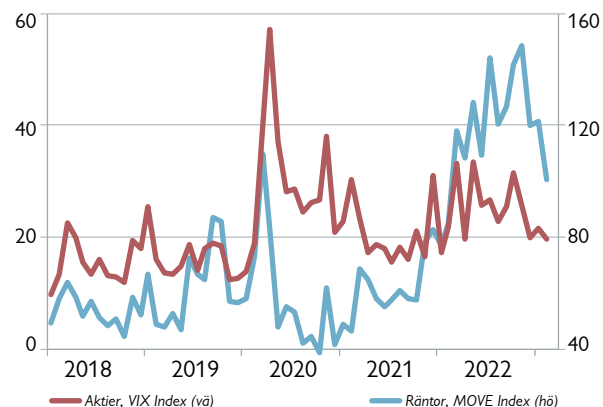
börsuppgång faktiskt är ganska dåliga. En brasklapp är att riskpremien inte behöver säga så mycket om börsutvecklingen i det kortare perspektivet, utan brukar vara en mer långsiktig indikator.

Vidare behöver en låg riskpremie inte alltid signalera en tråkig börs – om räntorna sjunker och vinsterna börjar stiga igen kan aktiemarknaden klara sig bra ändå. Men slutsatsen blir ändå att bågen är hyfsat hårt spänd, och att åtminstone uppgångspotentialen är något begränsad efter återhämtningen.

Trots vår defensiva portföljstrategi under sommaren och hösten var vår utgångspunkt att hitta ett läge att åter vika upp aktier i våra portföljer. Börsen hade fallit mycket och ränteuppgången var långt gånge. Givet det besvärliga omvärldsläget hoppades vi kunna fånga ett tillfälle med marknadsoro och börspress. Bortsett från en liten nedåtrekyl precis före jul har dock marknaden inte darrat på manschetten utan fortsatt sin klättring. Tajmning är

OROLIGARE ÄN NORMALT

Volatilitetsmått, USA



alltid svårt, men enligt ovanstående resonemang är det i våra ögon lite sent att hänga på uppgången nu, och vi behåller därför viss undervikt mot aktier tills vidare. Vi tror dock inte på en ny botten som är lägre än den i slutet av september, och står således redo att agera om börsen vänder nedåt. Vårt övergripande scenario är att börsen under en period kommer att röra sig sidledes inom ett ganska brett intervall, där vi nu är i den övre delen.

Vi är i princip neutrala mot utländska aktier och har därmed aktieundervikten företrädesvis mot Sverige. Den svenska börsen är mer cyklisk och verkstad utgör cirka 40 procent av börsvärdet, vilket är en risk om konjunkturen blir så dålig som barometrarna antyder. Vidare oroar sig utländska investerare för de svenska hushållens höga räntekänslighet, givet svenskarnas höga belåning och stora andel rörliga lån. Dessutom har Stockholmsbörsen hört till de starkaste börserna de senaste månaderna, och värderingen ser mer sårbar ut.

ALLOKERING

När vi viktade ned aktier i april valde vi att allokera till alternativa investeringar, som vi överviktade. Här såg vi bäst förutsättningar för att skydda kapitalet. På det hela taget tycker vi att placeringen har utvecklats som förväntat givet all marknadsturbulens. Normalt skulle man välja räntebärande tillgångar i tider av börsoro, men stigande räntor och kreditspreadar bekymrade oss. Omprisningen i räntemarknaden under 2022 har varit smärtsam för avkastningen – utfallet för tillgångsslaget har inte varit så dåligt på decennier. Flera ränteindex tappade upp emot 10 procent, vilket är extra olyckligt när även aktier går dåligt. För en klassisk 60/40-portfölj (med 60 procent aktier och 40 procent ränteinstrument) var 2022 det sämsta året sedan 2008.

Fördelen med de stigande räntorna är att avkastningspotentialen nu åter framstår som mycket mer attraktiv. Vi ser bättre möjligheter till positiv avkastning då man nu får högre kompensation för att ta risk, även om räntorna globalt skulle stiga lite till (se avsnittet *Räntebärande investeringar* på sidan 55). Vi återgick därför mot slutet av förra året till en neutral syn på alternativa investeringar, och har placerat likviden i räntebärande instrument, som vi nu överviktar. En fördel med ränteplaceringar är större flexibilitet jämfört med den mindre likvida portföljen med alternativa investeringar. Det ger oss bättre möjligheter att växla till aktier igen om och när tillfälle ges.

Lite mer specifikt har vi, förutom den mer positiva synen på ränteinvesteringar, några placeringsidéer vi vill lyfta fram. Kinas återöppnande borde innebära ett uppsving för råvarumarknaden, då landet i tider av tillväxt är en stor råvarukonsument. Råvaruexponeringen finns främst i vår utländska aktieportfölj, men även i den alternativa. Dessutom ser vi stor långsiktig potential i temat energiomställning och energisäkerhet¹. Under de kommande åren görs gigantiska investeringar för att bygga bort flaskhalsar och skapa nya, mindre sårbara energisystem. Vi försöker fånga upp dessa trender i vår utländska aktieförvaltning och vår tematiska aktieportfölj, där de största möjligheterna finns.

Utländska aktier: Neutral

Portföljen är relativt ett världsindex neutral mellan de stora regionerna. Sedan höstens strategirapport har vi tagit bort den taktiska exponeringen mot Storbritannien. Vårt nya aktivt förvaltrade portföljinnehav i Europa ger en bättre exponering mot energisektorn, liksom mot defensiva sektorer som läkemedel och dagligvaror. I USA underviktar vi dyra teknikbolag, vilket även får ned portföljens värdering. Vi har i stället taktiska positioner mot banker, läkemedel och energi. Kinesiska småbolag är en ny position som ger

¹ Läs mer om energiomställningens placeringsmöjligheter i temavsnittet *Säker energiförsörjning* i höstens strategirapport *En kritisk fas*.

Omprisningen på räntemarknaden under 2022 har varit smärtsam. Fördelen med de stigande räntorna är att avkastningspotentialen nu åter framstår som mer stabil. Vi överviktar ränteplaceringar.

portföljen en viss övervikt mot Kina. Slutligen har portföljen en övervikt mot energisektorn.

Svenska aktier: Undervikt

Vi är generellt lite mer försiktiga med verkstad efter en stark återhämtning och osäkra konjunkturutsikter. Det finns dock fortsatt fina kvalitetsbolag i sektorn. Vi har förhållandevis stora poster i Volvo, Assa Abloy, Atlas Copco och Sandvik. EQT och Geringe är två innehav som föll kraftigt under 2022 men som bör ha återhämtningspotential. Portföljen är överviktad mot teknologisektorn genom innehav i Hexagon, Addnode, Lagercrantz och Fortnox. Bland fastigheter har vi satsat på Balder.

Räntebärande investeringar: Övervikt

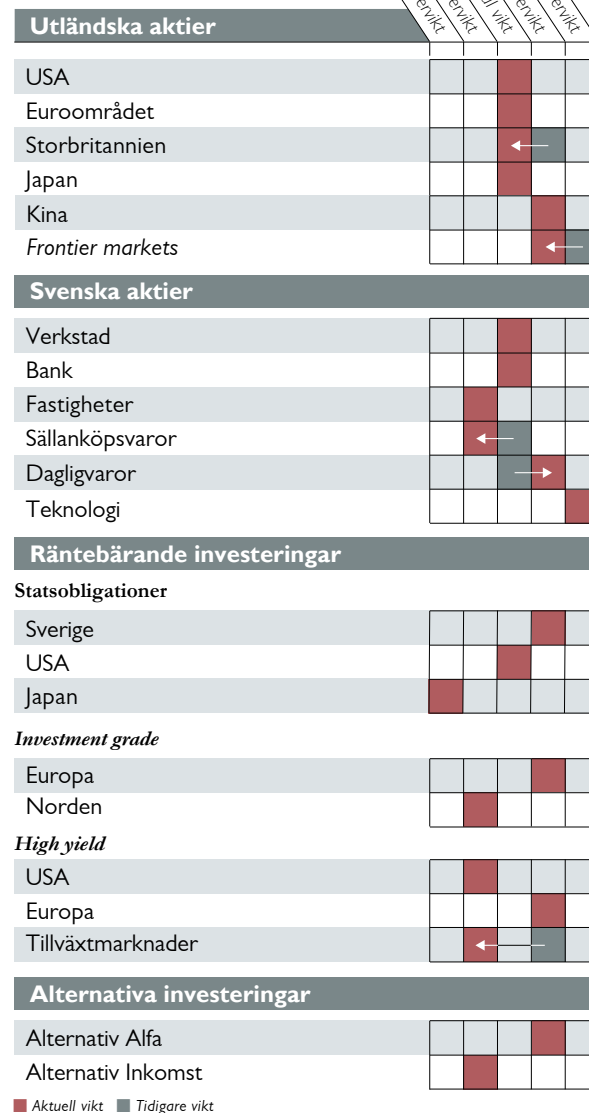
Räntenivåer och creditspreadar har nu kommit upp så mycket att den löpande avkastningen ger ett bättre skydd även om räntor och creditspreadar stiger ytterligare. Vi är svagt underviktade duration. Vi har fortsatt undervikt mot statsobligationer, övervikt i stället *investment grade* och är neutrala *high yield*. Vi har avvecklat vår position mot kinesiska obligationer.

Alternativa investeringar: Neutral

Vi strävar efter att hitta diversifierande tillgångar som har låg samvariation med de mer traditionella portföljerna. Vi ser möjligheter på den kinesiska aktiemarknaden och har en *long/short*-förvaltning i portföljen. Ett trendföljande innehav har också adderats. Vi har tagit hem vinst i globala fastigheter och avyttrat ett *global macro*-innehav som inte presterat. Vi har även positioner inom katastrofobligationer, volatilitetsstrategier och *distressed debt*.

GRUNDPORTFÖLJER

Viktförändringar i urval



TEMA. **Människorna blir fler, skördarna måste öka och matens miljöpåverkan minska. Livsmedelssystemet behöver säkras mot geopolitiska och biologiska risker. För investeraren öppnar sig perspektiv inom områden som agritech, konstgödning och jordbruksmark.**

Från ax till limpa

Rysslands invasion av Ukraina i februari 2022 visade på svagheter i Europas energisystem och gjorde energisäkerhet, ett investeringstema i höstens strategirapport, till en högaktuell fråga. Efter krigsutbrottet steg energipriserna initialt kraftigt och hade en volatil utveckling – men även matpriserna rusade till rekordnivåer. Konsekvenserna blev särskilt allvarliga i de fattiga delarna av världen. Mer än 40 procent av vetebehovet i folkrika länder som Egypten, Bangladesh och Nigeria täcktes av Ryssland och Ukraina före kriget. FN:s hållbarhetsmål om att uppnå noll hunger före 2030 har blivit mer avlägset.

Jordbruket och vårt sätt att producera och konsumera mat är, likt energisystemet, i behov av en omfattande omställning, både ur hållbarhets- och hälsosynpunkt.

Hållbara livsmedel är ett intressant investeringstema som vi presenterade i *Allokering och portföljstrategi* våren 2020. Produktionen av livsmedel står för runt 25 procent av de globala växthusgasutsläppen. De senaste åren har vi bevittnat en rad störningar i det globala livsmedelssystemet till följd av faktorer som covid, krig och extremväder.

I dag är vi helt på det klara med hur sårbar sektorn är ur ett säkerhetsperspektiv. Vi har i en rad avseenden skapat ett effektivt men fragilt system, som leder till sämre hälsa, ökad miljöförstöring, vattenbrist och minskad biologisk mångfald. Dessa så kallade negativa externaliteter (skadliga effekter som bärs av någon annan än den som orsakar dem) riskerar att förvärras om vi inte ställer om.

Precis som på energiområdet innebär en omställning av livsmedelssystemet att stora investeringar behöver göras de kommande åren.



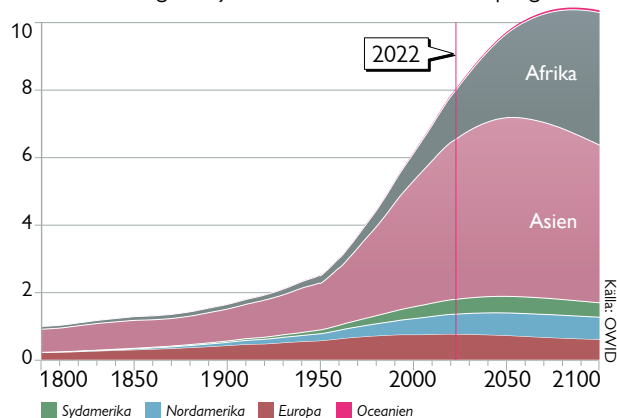
Ryssland och Ukraina är viktiga jordbruksländer, och Ryssland exporterar dessutom gas och mineralråvaror till konstgödning. Den ryska invasionen utlöste brist och marknadsoro som avspeglades i prisutvecklingen under 2022. Livsmedelssystemet är dock sårbart även i andra avseenden. På bilden veteskörd i östukrainska Druzjivka i somras. Foto: Wolfgang Schwan/Getty Images



Livsmedelspolitik var en del av maktspelet i anticens Rom. För att undvika oroligheter och mätta miljonstadens invånare behövde runt 270 000 ton vete per år importeras, enligt forskningen. Spannmål fraktades från bland annat Egypten i specialbyggda fartyg, en verksamhet som outsourcades till privatägda bolag. Kejsaren lät dela ut brödet eller säden gratis eller till kraftigt subventionerat pris. Foto: Marie-Lan Nguyen/Wikipedia

FLER MUNNAR ATT MÄTTA

Global folkmängd, miljarder människor, samt FN:s prognos



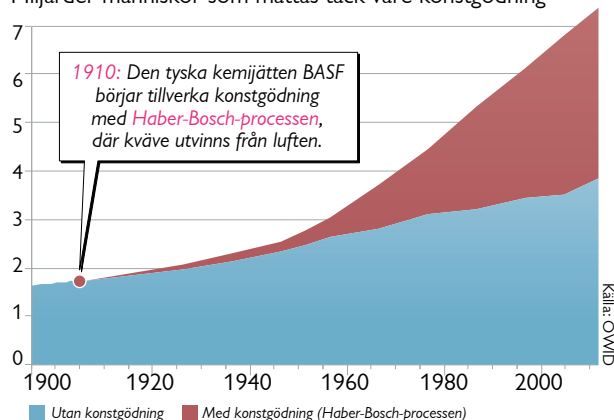
Precis som på energiområdet innebär en omställning av livsmedelssystemet att stora investeringar behöver göras de kommande åren. Det handlar framför allt om bättre hushållning med de resurser som finns i dag – några lösningar är *agritech* (smart jordbruk), minskat matsvinn och smartare vattenanvändning. Det behövs dock också en övergång till ett system som tar större hänsyn till biodiversitet (biologisk mångfald), och går från linjär till cirkulär produktion. För den som har möjlighet är även privata investeringar i jordbruksmark ett intressant område.

ALLT ÄR ENERGI – ÄVEN I JORDBRUKET

Tillgången till mat har format mänsklighetens historia och utveckling. Den har avgjort vilka samhällen och länder som har dominerat, och inte sällan utlöst revolutioner och maktskiften – stigande matpriser bidrog till protesterna i Tunisien 2010, som var upptakten till den arabiska våren.

TACKA HABER OCH BOSCH

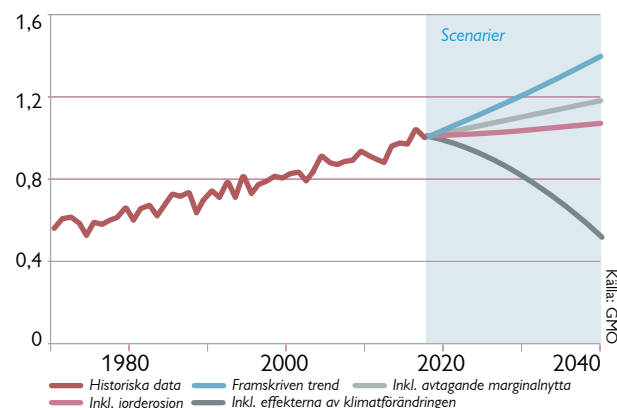
Miljarder människor som mättas tack vare konstgödning



Tack vare det moderna jordbrukets innovationer (konstgödning, bekämpningsmedel, genmodifiering med mera) har den globala befolkningen ökat med närmare 6 miljarder människor de senaste hundra åren. Vi har lagt Malthus pessimism bakom oss (se faktaruta på sidan 32): Jordbrukets produktivitet har förbättrats enormt (se graf ovan till höger). Den viktigaste förklaringen är tillgång till billig energi i form av fossila bränslen, som driver det moderna jordbrukets maskiner och används som råvara vid produktion av konstgödning och bekämpningsmedel. Ungefär hälften av all matproduktion i dag möjliggörs av kvävebaserade gödningsmedel. Att tillverka dessa kräver stora mängder naturgas, varför gasprisökningen efter

SLUT PÅ JORDBRUKSREVOLUTIONEN?

Skördeutbyte för majs, vete, sojabönor och ris, USA, index



krigsutbrottet i Ukraina även gjorde konstgödsel dyrare. Den resulterande globala matprisuppgången dämpades under hösten av billigare gas och initiativet Black Sea Grain (om spannmålstransporter från ukrainska hamnar), men vi är bara en dålig skörd eller geopolitisk händelse ifrån nya prisuppgångar – närmast råder osäkerhet kring huruvida Black Sea Grain förnyas i mars 2023.

Livsmedelskedjan genererar växthusgaser även på många andra sätt, och står för cirka 25 procent av de globala växthusgasutsläppen (se graf på sidan 35). Att ställa om jordbruket är därför en viktig del av den större energiomställningen, bort från fossila bränslen. Inte heller inom jordbruket är detta någon lätt uppgift – övergången tar

Livsmedelskedjan står för cirka 25 procent av de globala växthusgasutsläppen. Att ställa om jordbruket är därför en viktig del av energiomställningen. Övergången tar tid och kräver ett nytt, hållbart men samtidigt effektivt system.

tid och kräver ett nytt, hållbart men samtidigt effektivt system. Att helt återgå till ekologisk odling, utan konstgödning och bekämpningsmedel, är omöjligt om produktionen ska mätta 8 miljarder människor (som erfarenheter på Sri Lanka har visat, se faktaruta på sidan 37). Dessutom växer folkmängden på jorden och människors levnadsstandard förbättras – detta ökar i sin tur efterfrågan på livsmedel med mer än 50 procent fram till 2050.

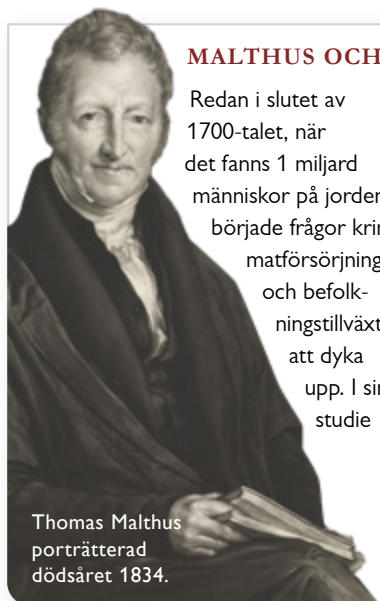
DET FRAGILA SYSTEMET

Likriktning: Öppnar för kedjeeffekter

Jordbruket har lyckats öka skördeutbytet för en rad grödor, och därmed också matproduktionen. Produktiviteten i världen varierar dock starkt. Stora delar av Afrika har väsentligt sämre jordbruksproduktivitet än Nordamerika

och Europa (mer gödningsmedel och modern teknik behövs). Precis som globala tillverkningskedjor har jordbruket använt sig av ökad specialisering och effektivisering. Man maximerar skördarna genom att fokusera på ett fåtal standardsorter som odlas där förutsättningarna är bäst. Det skapar ett effektivt men högst fragilt system, som gjort allt fler länder beroende av importerade livsmedel.

Jordbrukets likriktning beror också på att kosten blivit mer likartad i olika delar av världen. Västerlandets processade industrimat – billig att tillverka men rik på socker, fett och kolhydrater med lägre näringsvärde – har blivit alltmer utbredd. Övervikt och följsjukdomar från fetma ökar explosionsartat. Människan har genom åren odlat 6 000 olika grödor, men i dag kommer mer än hälften av alla kalorier från ris, vete och majs.



MALTHUS OCH MATEN

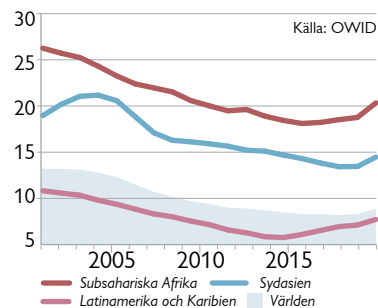
Redan i slutet av 1700-talet, när det fanns 1 miljard människor på jorden, började frågor kring matförsörjning och befolkningstillväxt att dyka upp. I sin studie

An Essay on the Principle of Population (1798) publicerade den brittiske kyrkoherden och akademikern Thomas Malthus sin teori om att en exponentiell befolkningstillväxt kan nå en punkt där efterfrågan på mat växer snabbare än produktionen, med svält som följd.

Drygt 200 år senare har Malthus teorier lyckligtvis inte infriats: Den globala befolkningen nådde nyligen 8 miljarder. Fossila bränslen och tekniska innovationer har ökat jordbrukets produktivitet så att utbudet i teorin kan förse alla människor med mat. Till följd av ojämna fördelning och

HUNGERNS ÅTERKOMST

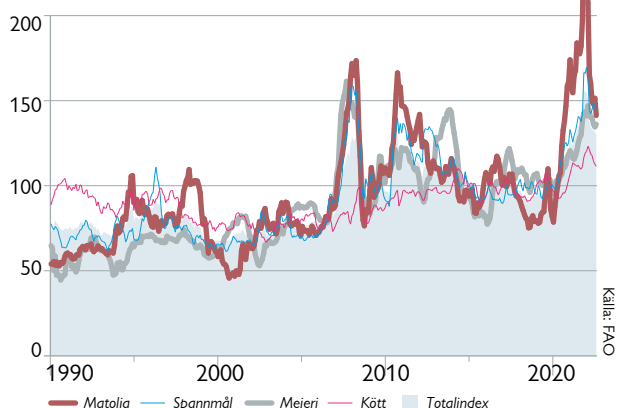
Andel undernärda, procent



ineffektivitet lider ändå nästan var tionde människa på jorden av hunger. Som grafen ovan visar har andelen börjat öka igen de senaste åren.

NÄR MATOLJA BLIR LYX

Globala producentpriser på livsmedel, realt index



Specialisering och importberoende gör systemet sårbart om exporten av viktiga grödor (eller gödningsmedel) uteblir. Invasionen av Ukraina bröt leveranskedjan från en region som står för nästan en fjärdedel av världens veteexport. Samtidigt bidrog sanktioner mot Ryssland, världens största exportör av gödningsmedel, till stigande priser på gödningsmedel. Kedjeeffekten resulterade i stigande matpriser globalt under första halvåret 2022 (se graf ovan). Ett 20-tal länder svarade med exportrestriktioner på vissa grödor, exempelvis på vete i Indien och på palmolja i Indonesien. Dagens deglobaliseringstrend gör sådan ”matnationalism” till en ökad risk för importberoende länder, särskilt i fattigare delar av världen.

Klimatfaktorn: 216 miljoner på flykt?

En annan risk är klimatförändringar med ökad förekomst av extremväder som ger torka, bränder och översvämningar. Det kan förstöra enskilda skördar, men



Panamasjukan är en svampsjukdom som är dödlig för bananplantor. På 1950-talet exporterade Latinamerika nästan enbart sorten Gros Michel, som mer eller mindre utplånades av sjukdomen. I dag är 99 procent av alla Latinamerika-bananer av den resistenta sorten Cavendish – men en ny, farligare sjukdomsvariant sprids och utgör en risk för hela branschen i regionen, rapporterar tidningen *Wired*. Foto: Vicente Gaibor/Getty Images

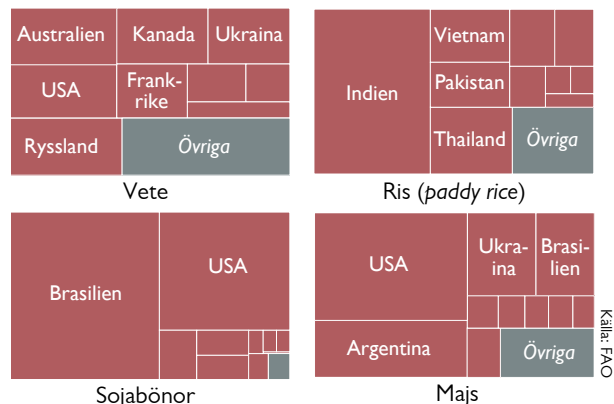
framför allt leda till erosion av bördig jordbruksmark, med sämre skördeutbyte och minskad matproduktion på längre sikt. I FN:s värsta scenario kan skördeutbytet falla med 30 procent samtidigt som efterfrågan ökar med 50 procent (andra aktörer skissar på ännu obehagligare scenarier). Redan i dag planar produktivitetsökningen i jordbruket ut i många delar av världen. Det är också vanligt att alltför mycket gödnings- och bekämpningsmedel används, vilket kan skada miljön på andra sätt.



Bevarad biologisk mångfald, exempelvis i form av ett varierat insektsbestånd, är av stor vikt för livsmedelsproduktionen. Äppelskörden skulle minska med 40–90 procent utan assistans från honungsbin och andra pollinerare. Foto: Istockphoto

FÅ PRODUCENTER AV VIKTIGA GRÖDOR

Fördelning av global export, 2021

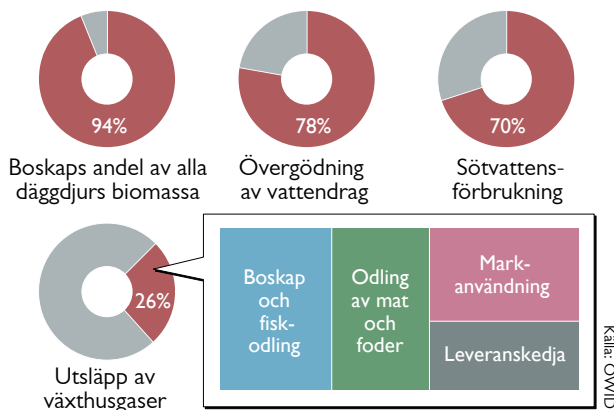


Klimatflyktingar är en politiskt laddad fråga. Afrika kommer att svara för merparten av den befolkningstillväxt som väntas de närmaste 50 åren. Många av länderna där har redan i dag en besvärlig livsmedels-situation, med ett ineffektivt jordbruk och matbrist. Om länderna inte anpassar barnafödandet till resurstillgången och bygger upp ett bättre och hållbarare eget jordbruk blir klimatflyktingar ett vanligare fenomen. Europa är den geografiskt mest närliggande destinationen – vi ser redan i dag en rad negativa politiska konsekvenser av de senaste årens flyktingströmmar. Klimatfaktorer kan tvinga 216 miljoner människor i världen på flykt fram till 2050, konstaterade Världsbanken 2021.

Jordbruket hör till de sektorer som har störst negativt avtryck på biodiversiteten. De framtida skördarna förutsätter fungerande ekosystem med biologisk mångfald. Vi ser redan hur försämrad jordmån minskar skördeutbytet.

MILJÖPROBLEMET PÅ DIN TALLRIK

Livsmedelssystemets miljöpåverkan, exempel



Biodiversitet: Insekter i riskzonen

Det moderna jordbruket har omfattande miljökostnader. Skövling av skog, överkonsumtion av färskvatten och överanvändning av gödningsmedel och kemikalier skadar vatten och mark. Jordbruket är en av de sektorer som har störst negativt avtryck på biodiversiteten. Samtidigt bygger jordbrukets framtida skördar på fungerande ekosystem med biologisk mångfald. Odlingsmarkens kvalitet är beroende av alla bakterier och mikroorganismer som finns i jorden – vi ser redan nu hur försämrade jordmån minskar skördeutbytet.

En stor del av matproduktionen förutsätter pollinering av insekter. Undersökningar talar om att 75 procent av alla insekter har försvunnit de senaste 30 åren, och enligt FN riskerar 40 procent av alla insektsarter att utrotas inom några årtionden. Tre fjärdedelar av alla grödor som är beroende av pollinering är i riskzonen, motsvarande 35 procent av den totala matproduktionen. Vi befinner

FRITZ HABER DUKAR BORDET

Gödning har sedan jordbrukets begynnelse använts för att förbättra jordmånen och få grödorna att växa snabbare. Historiskt var tillgången till gödning dock begränsad till gödsel från djur, växtrester och annat organiskt material som bröts ned i naturen. När man på 1800-talet började tillsätta så kallad NPK-konstgödning (där N är det kemiska tecknet för grundämnet kväve, P för fosfor och K för kalium) steg jordbrukets produktivitet enormt. Fosfor och kalium är begränsade resurser som utvinns i gruvor. En stor del av reserverna finns i ett fåtal länder – Marocko beräknas ha 75 procent av världens fosforreserver, medan Kanada och Ryssland är de största exportörerna av kalium. Tillgången på dessa råvaror är således geopolitiskt känslig.

Kväve tillhör de vanligaste grundämnena (kvävgas utgör runt 78 procent av volymen i atmosfären), men har svårt att ingå kemiska bindningar. De tyska kemisterna Fritz Haber och Carl Bosch löste detta i början av förra seklet med Haber-Bosch-processen, som kallats 1900-talets viktigaste uppfinning. I detta energiintensiva förfarande (som genererar 1,2 procent av de globala växthusgasutsläppen) reagerar luftens kväve med väte för att bilda ammoniak, som sedan används i konstgödning. Betydelsen går inte att underskatta: Som grafen på sidan 31 visar är runt hälften av all mat som produceras beroende av Haber-Bosch-processen.

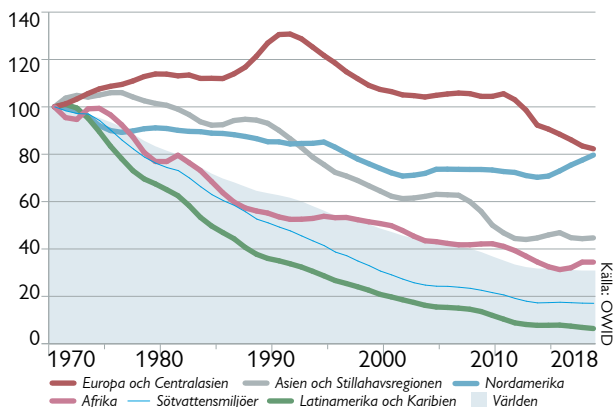
Haber-Bosch-processens uppfinnare Fritz Haber fick nobelpriset i kemi 1918.



Foto: Emil OrlikScience History Institute

FATTIGARE NATUR

Biologisk mångfald, indexerade populationer



oss sannolikt i en sjätte massutrotning, där 1 miljon djur- och växtarter kan försvinna, enligt FN.

Världens matproduktion härrör nu från färre än 200 arter, varav nio grödor utgör två tredjedelar av den totala matproduktionen. Om en sjukdom slår ut skörden för någon av dessa är krisen ett faktum.

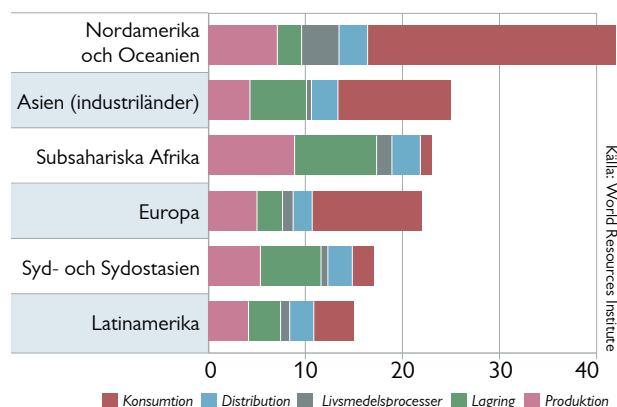
OMSTÄLLNINGENS KONTURER

Produktionsledet: Snålare, smartare, stabilare

Systemet må vara effektivt, men deglobalisering och geopolitiska konflikter, klimatförändringar och avtagande biodiversitet utgör alla risker för vår framtida livsmedelsförsörjning. Lösningen är en omställning till

MÄNGDER AV MAT GÅR TILL SPILLO

Matsvinn i olika led, procent, 2009



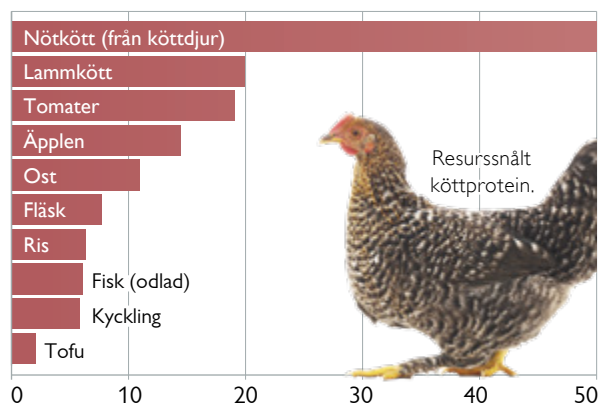
ett hållbarare, mer resurssnålt och robust system. I produktionsledet handlar det om att inte använda konstgödsel i onödan och ställa om till ekologiska alternativ i den mån det går (biobaserade gödningsmedel och kemikalier). Producenterna kan odla fler grödor (ökad diversifiering) och premiera sådana som kräver mindre konstgödsel och har ett lägre avtryck på miljön (exempelvis baljväxter). Jordbruket behöver också använda smartare bevattningssystem för att motverka vattenbrist och minska föroreningarna¹.

¹ Läs mer om vattenförsörjning i *Allokering och portföljstrategi* hösten 2020.

Världens matproduktion härrör nu från färre än 200 arter, varav nio grödor utgör två tredjedelar av den totala matproduktionen. Om en sjukdom slår ut skörden för någon av dessa är krisen ett faktum.

BIFFEN VÄRMER JORDEN

Utsläpp av växthusgaser per 100 g protein, kg CO₂e



Konsumtionsledet: Mindre svinn och nötkött

På konsumentens sida finns två uppenbart ohållbara faktorer: matsvinn och för stor köttkonsumtion.

- **Matsvinn:** I dag kasserar vi globalt omkring en tredjedel av all producerad mat, cirka 1,3 miljarder ton (i USA slängs närmare 40 procent av maten). Detta matsvinn kan enligt vissa beräkningar orsaka 8 procent av de globala växthusgasutsläppen. Effektiviseringspotentialen är således stor. I utvecklingsländer är svinet störst hos producenterna och uppstår genom brister i kylkedjor, lager och transport. I västvärlden är det snarare vi konsumenter som står för huvuddelen av slöseriet.
- **Köttkonsumtion** är den andra stora miljöboven. Produktionen av kött tar stora markarealer i anspråk (framför allt för odling av djurfoder) och har ett enormt klimatavtryck. Faktum är att nötkreatur genererar mer



I fröbanken Svalbard Global Seed Vault förvaras sedan 2008 från till mer än 5 000 växtarter, bland annat 150 000 prover på vete och ris samt 80 000 prover på havre. Syftet är att hindra förlust av genetiskt material på grund av katastrofer och miljöförstöring.

Foto: Svalbard Global Seed Vault

RÖTT LJUS FÖR GRÖNT RIS

Utan större förvarning förbjöd Sri Lanka 2021 användningen av konstgödsel och bekämpningsmedel i ett försök att gå tillbaka till ekologisk odling. Resultatet blev förödande: risproduktionen minskade med 20 procent efter bara ett halvår. Sri Lanka hade varit självförsörjande på ris, men tvingades nu importera ris för 450 miljoner USD (att jämföra med de 400 miljoner USD per år som landet tidigare spenderade på import av konstgödsel). Produktionen av te, landets största exportvara, sjönk med 18 procent (en förlust på ytterligare 425 miljoner USD). Efter protester, stigande inflation och en fallande valuta tvingades Sri Lanka att delvis häva förbudet.

Foto: iStockphoto



I en brittisk undersökning bland 5 800 konsumenter genomförd av myndigheten Food Standards Agency i fjol hade 40 procent av deltagarna minskat intaget av industrimat och börjat förebygga matsvinn de senaste tolv månaderna. Hälso- och miljöhänsyn var viktiga faktorer som påverkade beslutet. Foto: Istockphoto

Med precisionsteknik går det att optimera gödningsmängden med hänsyn till mark, väderprognoser och plantornas aktuella behov – det kan öka skördarna med 15–20 procent.

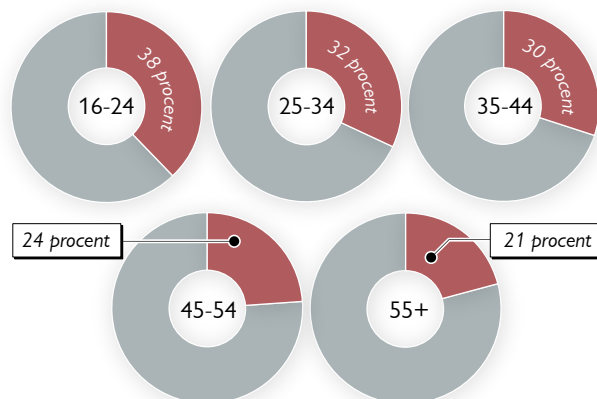
växthusgaser än hela den globala bilsektorn. Reducerad köttkonsumtion och ett skifte till proteinkällor med lägre miljöavtryck kan därmed spela en viktig roll i omställningen till ett hållbarare system.

KATALYSATORER

- *EU-taxonomi* är ett klassificeringssystem som ska styra kapital till gröna verksamheter. Flera av taxonomins miljömål har en tydlig koppling till ett hållbart jordbruk.
- *Miljöprogram*: EU:s gröna giv och USA:s *Inflation Reduction Act* är två exempel på omfattande statliga satsningar på hållbarare jordbruk och vattenförsörjning. I förlängningen gynnar det företag som är aktiva på dessa områden.
- *Kunming-Montreal-ramverket*: I december 2022 antog FN-konferensen om biodiversitet, COP15, ett nytt ramverk som innebär att världens länder fram till 2030 ska skydda 30 procent av alla land- och havsområden som har betydelse för den biologiska mångfalden, och att 30 procent av alla skadade ekosystem ska återställas.
- *FN:s hållbarhetsmål*: Livsmedelssäkerhet går att koppla till 12 av FN:s 17 globala mål för hållbar utveckling fram till 2030. Hit hör mål 2 ("Ingen hunger"), mål 12 ("Hållbar konsumtion och produktion") och mål 15 ("Ekosystem och biologisk mångfald").
- *Ökat konsumentintresse*. Särskilt den yngre generationen efterfrågar hållbara alternativ (se graf på motstående sida), och många är villiga att betala mer för att äta miljövänligare och mer etiskt.

UNGA KÖTTSKOPTIKER

Oro för miljöeffekter av köttkonsumtion i olika åldersgrupper



INVESTERINGSMÖJLIGHETER

I och kring omställningen till ett hållbarare livsmedels-system finns det flera vertikaler med intressanta investeringsmöjligheter.

- **Foodtech:** Området omfattar allt från vegetariska kött- och mejerialternativ till hälsomat, produkter som förbättrar djur- och växthälsan och naturliga enzymer, probiotika och tillsatsämnen. De senaste åren uppstod en stor investeringsbubbla i sektorn, där många bolag hade svårt att hitta en tydlig väg till lönsamhet. Vi är därför väldigt selektiva i våra investeringar i linje med vår allmänna rekommendation att bara investera i tillväxt till ett rimligt pris i denna ränte- och inflationsmiljö. Vi föredrar exponering mot jordbruksrelaterade bolag inom områden som *agritech* och gödningsmedel där värderingarna är lägre (se graf på nästa sida).

- **Agritech:** Ny teknik får en nyckelroll för att realisera jordbrukets stora effektiviseringspotential. Redan i dag skulle odlarna kunna minska sina utsläpp med närmare 30 procent om alla gjorde som de 10 procent mest effektiva jordbruken. Det handlar framför allt om att använda gödningsmedel effektivare och miljövänligare. Jordbruk överutnyttjar i dag gödningsmedel med i snitt 40 procent, vilket skadar miljön (bland annat genom övergödning), minskar skördarna och kostar pengar. Precisionsteknik kan optimera gödningsmängden med hänsyn till markförhållanden, väderprognoser och plantornas aktuella behov – det kan öka skördarna med 15–20 procent. *Agritech* omfattar allt ifrån mjukvara som analyserar väder och jordmånsdata till precisionsverktyg för plantering, sprayning och bevattning. Andra exempel är drönare som övervakar fält, och självkörande traktorer och andra maskiner. Sensorbaserad bevattningsteknik kan öka skördarna och samtidigt minska vattenförbrukningen med upp till 50 procent.
- **Gödningsmedel:** Att framställa kvävebaserad konstgödsel är en energiintensiv process och både fosfor och kalium är begränsade resurser som det är viktigt att hushålla med. Trots negativa miljökonsekvenser är det i dag omöjligt att livnära jordens befolkning utan dessa råvaror. Däremot går det att använda dem på ett klokare sätt och hitta alternativa processer med mindre klimatavtryck (exempelvis minska beroendet av naturgas vid framställning av ammoniak). Så länge efterfrågan på mat fortsätter att öka finns det dock en strukturell efterfrågan på gödningsmedel. Vi föredrar bolag med fokus på fosfor och kalium, där råvaruutbudet är begränsat.

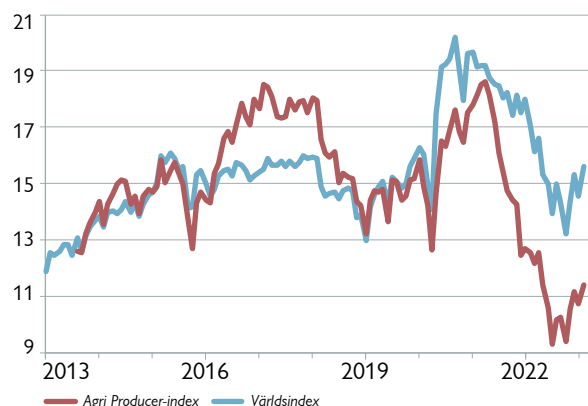


Tysklands förbundskansler Olaf Scholz (till vänster) inspekterar en AI-stödd fältrobot för precisionsodling vid en mässa i december. Linux-styrda, *internet of things*-uppkopplade Phoenix kan bland annat plöja, så och dispensera gödning och bekämpningsmedel efter plantornas behov. Foto: Tobias Schwarz/Getty Images

- **Biodiversitet och cirkulär ekonomi:** Att förbättra den biologiska mångfalden är A och O för att säkra vår framtidiga matförsörjning. Det är ont om investeringsbara bolag som inriktar sig helt på biodiversitet. Det går dock att hitta intressanta omställnings-*case* och bolag som verkar i en riktning där man skyddar och återskapar biologisk mångfald inom både jord- och skogsbruk och marina

MATREA PÅ BÖRSEN

P/E-tal, 12 mån framåtblickande



system. Ett närliggande område är omställningen från linjär till cirkulär produktion för att minska avfall och föroreningar. Ofta handlar det om att redan på designstadiet skapa produkter som har längre hållbarhet och går att återvinna. Båda dessa områden är prioriterade i EU-taxonomin, och intresset från investerarkåll torde öka framöver.

- **Jordbruksmark:** Ökad efterfrågan på mat i kombination med osäkrare skördar till följd av klimatförändringar och försämrad jordmån gör att det kan bli brist på bördig jordbruksmark framöver. Har man möjlighet till privata investeringar i en portfölj med sådana reelltillgångar kan det vara ett intressant sätt att öka diversifieringen.

Vill du veta mer om konkreta investeringsmöjligheter inom säker livsmedelsförsörjning? Tala med din rådgivare!

Utländska aktier

REKOMMENDATIONER. **Kina återöppnar och vi har taktisk övervikt. Energi- och råvarusektorerna är intressanta, liksom hälsovård och amerikanska banker. Vi är försiktiga till dyr tech i USA.**

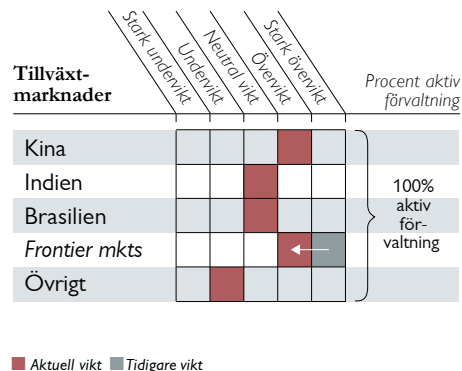
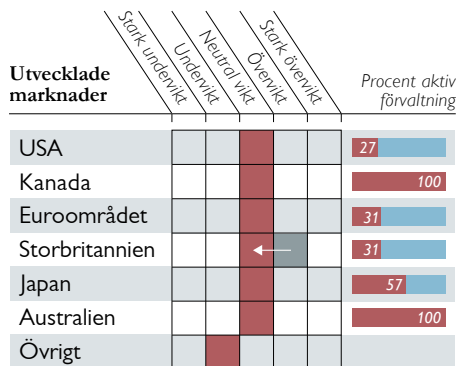
Kraftiga räntehöjningar från centralbanker och en växande recessionsoro fick världens börser på fall under 2022. Fjölåret inledde med en kraftig sektorrotation från de mer räntekänsliga tillväxtbolagen (främst inom *tech*) till framför allt banker och energibolag. Rysslands krig mot Ukraina förstärkte trenden: Råvarupriserna steg kraftigt och energikrisen blev ett faktum. Jakten på avkastning har kanaliserat kapital till aktiemarknaden enligt principen TINA (*There Is No Alternative*, vid nollränta finns inget alternativ till aktier) – efter ränteuppgången är TINA överspelad. Under det senaste decenniet har tillväxten och favoritaktierna funnits i den amerikanska IT-sektorn. Även detta fenomen har vi nu lagt bakom oss.

Som framgår av grafen på nästa sida hör en lång rad av de mest populära teknikaktierna till bolagen som föll mest 2022 (i USD) – vissa föll mer än 50 procent. Det kan jämföras med att USA-börsen som helhet sjönk med 18 procent. Bland förra årets vinnare dominerade i stället bolag inom energisektorn.

Står vi vid ett vägska? Är teknikaktierna köpvärda nu när marknadsvärdet har halverats, och har energisektorn avlöst dem i bubbelregionen?

Helt klart ser det ljusare ut för vissa teknikbolag, samtidigt som bevisbördan fortfarande är stor för många. Penningpolitiska stimulanser och pandemistöd lyfte från mars 2020 och fram till början av 2022 aktiekurserna för

EXPONERING Förändringar sedan september 2022



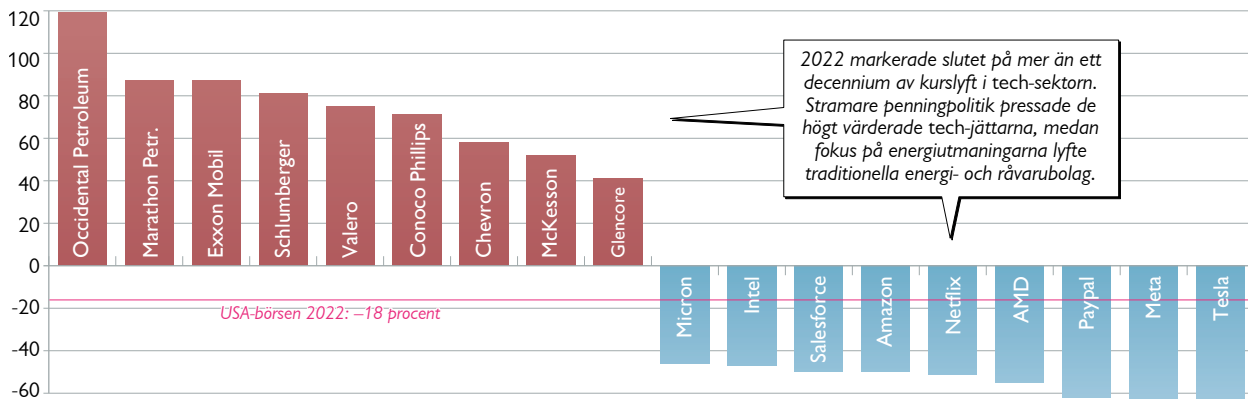
AKTUELL PORTÖLJ

Positioner och förändringar

- Vi har neutral allokering mellan regioner, men taktisk övervikt mot Kina.
- USA: Vi underviktat *tech* och överviktat banker, energi och läkemedel.
- Vi har sålt taktisk övervikt mot Storbritannien.
- Vi har ökat andelen aktiv förvaltning i Europa.

FRÅN TECH TILL ENERGI

Vinnare och förlorare i USA 2022, urval, utveckling i procent



såväl lönsamma som olönsamma bolag. Skillnaden mellan spännande idéer med och utan solida affärsmodeller hade suddats ut. När ränteläget normaliserades blev skillnaden tydligare, och många högt värderade bolag kom under press. Vi står inför en recession som antagligen blir något mildare i USA än i Europa (särskilt i Storbritannien). Det är osannolikt att vi i närtid återvänder till en låginflationsmiljö med onormalt låga räntor som före 2022. Därmed är många tidigare favoritbolag fortfarande dyra trots halverade marknadsvärden.

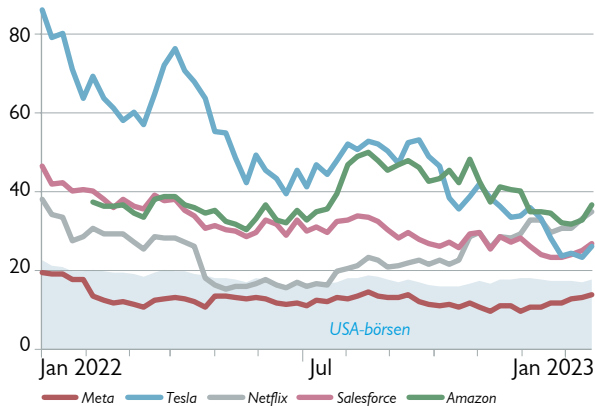
Konsensus är att endast energi-, råvaru- och fastighetssektorerna globalt får se en viss marginalförsämring

under 2023, medan finanssektorn tros lyfta marginalerna tydligt. Strateger som tittar på historiska samband mellan vinster och makroindikatorer är dock mer pessimistiska kring vinsterna än bolagsanalytikerna som bedömer mikrosignaler. 2023 blir tufft för företagen, givet det höga kostnadsläget och de motvindar konjunkturen bjuder på. Både svagare volymer och lägre inflations-takt kommer att bidra till lägre nominell omsättning. Historiskt har svagare försäljningsökningar inneburit en tydlig marginalpress. Frågan är bara när denna vinstpress blir synlig – hittills har vinstvarningarna varit få. Företagsledare i USA är mer pessimistiska om ekonomin

Vi tror att utdelningar framöver utgör en större del av totalavkastningen. Selektivitet och diversifiering blir allt viktigare för att hitta företag med starka balansräkningar, pricing power, kostnadskontroll och stabila marginaler.

RAS I DYR TECH

P/E-tal, tech-företag, USA

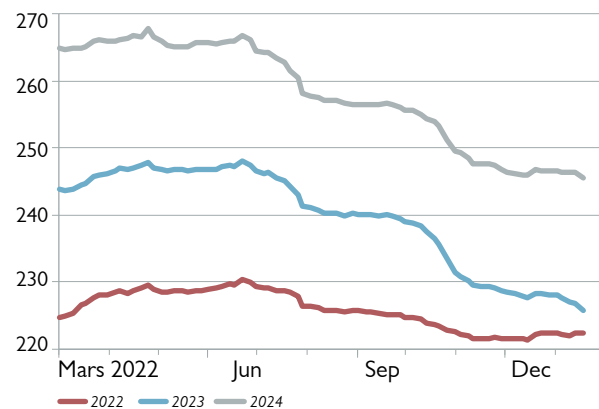


än någon gång sedan 1976. Sannolikt leder det till kostnadsbesparingar och en försiktigare inställning till satsningar och expansion. En del dåliga nyheter är redan diskonterade i aktiekurserna. Värderingen liksom nivån på ett globalt aktieindex har inte förändrats nämnvärt de senaste månaderna, utan ligger kvar kring 15x den förväntade vinsten de kommande tolv månaderna. Däremot har resan hit varit skakig, med en nedgång i världsindex på över 10 procent i början av hösten, och en återhämtning när vintern nalkades. Det osäkra marknadsläget manar till försiktighet.

Vi tror fortsatt att utdelningar kommer att utgöra en stor del av totalavkastningen. Selektivitet och diversifiering blir allt viktigare då bra företag med starka balansräkningar, *pricing power*, kostnadskontroll och stabila marginaler ska skiljas från den stora massan. Vi har därför ökat andelen aktiv förvaltning i Europa och i Asien.

RÄCKER REVIDERINGARNA?

Vinst per aktie, USA-börsen

**ALLOKERING**

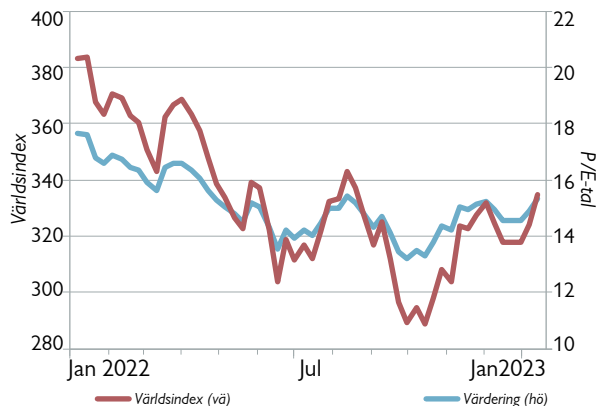
Portföljen är relativt ett världsindex neutral mellan de stora regionerna. Vi har dock tydliga sektorexponeringar och tar taktiska regionala positioner.

Europa: Mindre mörkt

Utsikterna för Europa har ljusnat något, givet lägre gaspriser tack vare en hittills mild vinter, bättre tillväxtprognoser för Kina och en attraktiv värdering relativt USA. Den framåtblickande värderingen för europeiska börsbolag är lägre än det historiska snittet, men det kan vara motiverat mot bakgrund av dagens energi-problem och kriget i Ukraina. Europeiska bolag har i större utsträckning än amerikanska en stor andel av sin försäljning i Asien. I snitt utgör Asien 21 procent av intäkterna och gynnas av Kinas återöppningsboom. Ett viktigt argument som talar för att övervikta Europa är

EN SKAKIG HÖST

Världsindeks (SEK) och P/E-tal 12 mån framåtblickande



att kunna dra nytta av regionens exponering mot Asien och Kina. Vi föredrar att ta direkt exponering mot bättre utsikter i Asien.

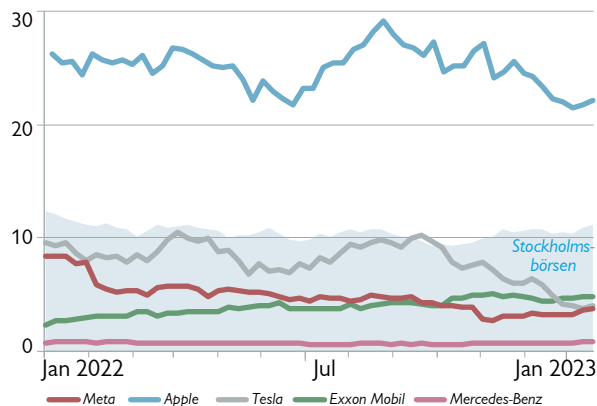
Sedan höstens strategirapport har vi tagit bort den taktiska exponeringen mot Storbritannien och ökat exponeringen mot bred, aktiv europeisk förvaltning. Detta ger en bättre exponering mot energisektorn, liksom mot defensiva sektorer som läkemedel och dagligvaror.

USA: Undervikt i tech-giganter

I höstens strategirapport varnade vi för att USA till följd av den nya räntemiljön inte åtnjuter samma *safe haven*-status som tidigare (då tack vare it-jättarnas enorma vinster). USA var under 2022 länge den bästa marknaden, men fick på upploppet se sig omsprunget av energikrisens epicentrum Europa. Det säger en del om hur hög värderingen har varit i USA.

APPLE DUBBELT SÅ STORT SOM STOCKHOLM

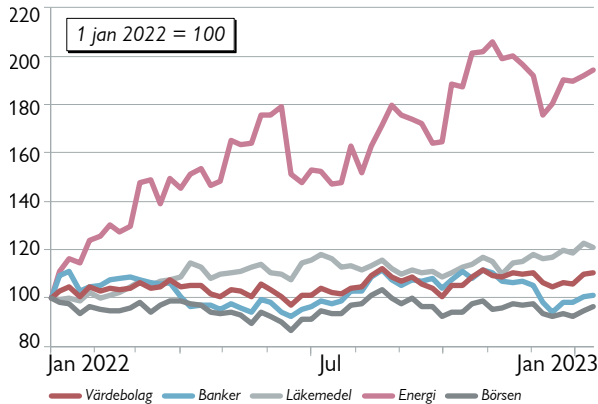
Marknadsvärde, tusental miljarder SEK



Vi har fortfarande taktiska positioner mot banker, läkemedel och energi, branscher som historiskt har utvecklats bäst när inflationen är hög. Banker och energisektor har trots bra avkastning alltjämt en värdering under marknadssnittet och jämfört med sin egen historik. Läkemedel är något dyrare än börsen som helhet och relativt sin historik, men stark vinsttillväxt och konjunkturoberoendet är kvaliteter som är värda den premien. Även den taktiska positionen mot likaviktad USA-exponering behålls, som med automatik ger mindre tyngd åt stora it-bolag till förmån för billigare sektorer som *utilities*, verkstad, fastigheter, finans och råvaror. På så vis får vi en mindre koncentrerad exponering och lägre värdering. Vi behåller även den aktivt förvaltrade portföljexponeringen avseende stora värdebolag inom sektorerna finans, hälsovård och energi.

ENERGI LYFTER PORTFÖLJEN

Sektorutveckling, indexerad



Kina: Taktisk övervikt efter återöppnande

I dagsläget har vi en taktisk övervikt mot Kina. På kort sikt har landet inga inflationsproblem (kärninflation under 1 procent) och stora möjligheter att stimulera sin ekonomi. Situationen påminner om USA:s i juni 2020: Samhället återöppnas, konsumenterna har gott om sparade pengar att spendera, räntorna är låga och börsen i uppåttrend (se graf ovan till höger).

För att ta del av rallyt har vi köpt ett certifikat som ger indexexponering mot små och medelstora kinesiska bolag. Innehaven lånas ut mot hög ersättning, vilket genererar extraavkastning.

UTRYMME FÖR KINA-STUDS

Kvot, Kinabörsen relativt världsindex



På längre sikt ser vi ett antal orosmoln. Vid kommunistpartiets tjugonde nationella kongress, som avslutades i oktober, valdes president Xi Jinping till sin tredje femåriga mandatperiod. Det var ingen överraskning i sig. Många höjde emellertid på ögonbrynen när Xi Jinping konsoliderade sin maktställning genom att fylla politbyråns ständiga utskott (i praktiken Kinas högsta politiska organ) med sina lojala anhängare. Även om Kina alltid har varit en enpartistat, så har det funnits inbyggda checks and balances inom partiet. Med all tydlighet är det nu Xi Jinping som styr landet – enpartistaten styrs nu av en enväldshärskare som omger sig med ja-sägare. Detta

Den taktiska positionen mot likaviktad USA-exponering behålls, vilket ger mindre tyngd åt stora it-bolag till förmån för billigare sektorer som *utilities*, verkstad, fastigheter, finans och råvaror.

kan ses som en negativ långsiktig utveckling: Det finns få exempel i historien på långsiktigt lyckade autokrater, varken i företagsvärlden eller i politiken. Nu fortsätter sannolikt de senaste årens utveckling, där utjämningspolitik (under parollen ”gemensamt välstånd”) prioriteras framför tillväxt. Troligen har regleringsrisken ökat, särskilt avseende de stora *tech*-bolagen. Sedan tidigare brottas landet med stora strukturella problem inom fastighetssektorn. Till detta ska läggas att det pågår ett handelskrig med USA, som via nyinsatta exportkontroller i princip hindrar Kina från att tillverka de mest avancerade

halvledarprodukterna. Att Xi Jinping flyttat upp återföreringen med Taiwan på prioritetslistan ökar även den geopolitiska risken.

I höstas valde vi att avveckla övervikten mot Kina. Det finns spännande sektorer i Kina där enorma satsningar kommer att göras (motsvarande de statliga investeringspaketen *Chips and Science Act* och *Inflation Reduction Act* i USA) och där framtiden ser ljus ut. Hit hör *cleantech*, automatisering, cybersäkerhet, artificiell intelligens, halvledare, bioteknik, smarta material och områden som gynnas av en växande medelklass. Vi föredrar aktier noterade

UNDERINVESTERINGAR LYFTER OLJAN

Utvecklingen under 2022 har beskrivits som ”den första globala energikrisen”, som omfattar olja, gas och elektricitet och därmed är värre än oljeshocken på 1970-talet. Trots Kinas inbromsning ökade efterfrågan på olja globalt under året. Transportsektorn återhämtade sig och invasionen av Ukraina utlöste en övergång från naturgas till olja. Ryssland var tidigare världens näst största oljeproducent, med 11 procent av marknaden. Redan före Ukraina-kriget pressades utbudet genom låga investeringar i hela oljekedjan. Recessionen var det enda som höll emot ett högre pris på olja.

Kortsiktigt finns många osäkerhetsmoment avseende oljepriset, såsom

recession och Rysslands krig. Även om en recession kortsiktigt skulle pressa oljepriset så kvarstår utbudsproblematiken, med en lång period av underinvesteringar, som drivande faktor på lång sikt.

Internationella energirådet IEA:s prognos för 2023 är en större global efterfrågan på olja än under 2022. Prognosen beror på hur snabbt Kina återhämtar sig, hur djup recessionen blir i väst, aktiviteten i flygsektorn och många andra faktorer. USA avser också att fylla på sin strategiska oljereserv igen om priset når 67–72 USD per fat.

Oljeproducenternas organisation Opec anpassar antagligen fortsättningsvis produktionen till

efterfrågan för att försöka hålla oljepriset kring 75–80 USD per fat. Utanför Opec ökade kapaciteten något 2022 (i huvudsak inom amerikansk skifferolja), men långsammare än under tidigare cykler. Vi står således sannolikt inför en längre period med högt oljepris.

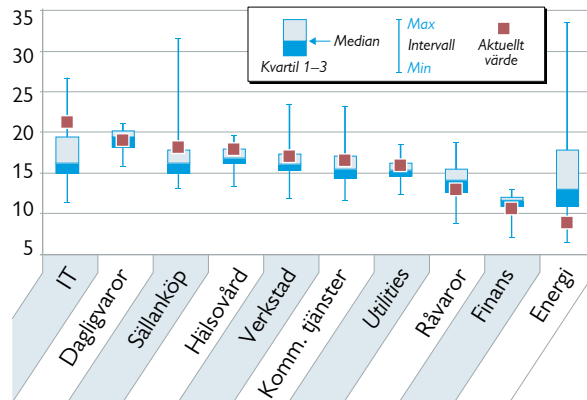
USA:s strategiska oljereserv omfattar 714 miljoner fat, världens förbrukning under en dryg vecka.



Foto: Shutterstock

LÅGT VÄRDERAD ENERGISEKTOR

Historisk värdering 10 år, globalt P/E-tal 12 mån framåtbl.



på fastlandsbörserna (A-aktier) och har fortsatt exponering mot Kina via globala tillväxtmarknader och via ett flertal av portföljens teman, bland annat förnybar energi.

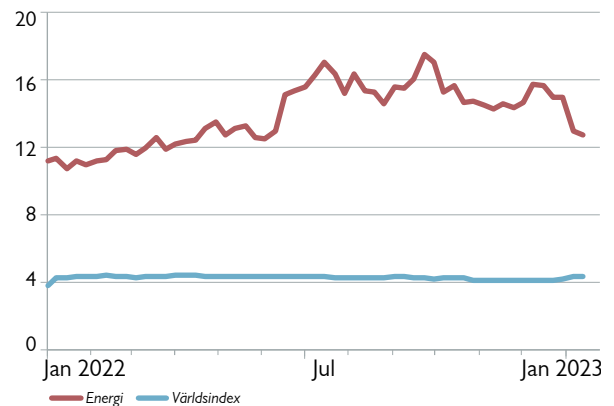
Övervikt mot energi och omställning

Portföljen överviktat energisektorn. Övervikten uppkommer främst genom en riktad investering mot amerikanska energibolag samt via investeringstemat energiomställningen. Även våra aktivt förvaltade portföljinnehav i USA och Europa har stora positioner mot energisektorn.

Trots energisektorns uppgång under 2022 (+70 procent i SEK) är dess värdering attraktiv (se graf ovan till vänster). Globalt handlas sektorn på 2x eget kapital, jämfört med ett globalt index kring 3x och amerikanska börsen kring 4x. Kvoten mellan det framåtblickande fria kassaflödet och dagens aktiekurser indikerar att energisektorn har en betydligt högre avkastningspotential än

ENERGIBOLAG HAR STARKA KASSOR

Framåtblickande kassaflöde relativt aktiekurs, procent



globala aktier generellt (se graf ovan till höger). Tack vare oljebolagens återhållsamma investeringar de senaste åren behöver oljepriset bara uppgå till omkring 45 USD per fat för att täcka utdelningar och driftskostnad. I ett historiskt perspektiv är dagens värdering motiverad vid ett oljepris kring 60–65 USD per fat. Vid 70 USD per fat vore sektorns uppsida runt 20 procent, och vid 80 USD per fat över 50 procent. Vi noterar också att oljejättarna Total och Repsol har som mål för år 2025 att 40 procent av deras investeringsbudget ska gå till vad EU-taxonomi anser vara gröna investeringar. Shells och ENI:s motsvarande mål ligger kring 20 procent.

Svenska aktier

REKOMMENDATIONER. **Verkstadsaktier har stigit trots recessionsoro – vi fokuserar på pressade kvalitetsbolag. Vi föredrar defensiva dagligvaror framför sällanköp, och gillar teknologibolag.**

2022 blev ett riktigt dåligt år på Stockholmsbörsen. SBX-index, som mäter avkastningen för de cirka 100 största bolagen, föll med runt 20 procent. Det innebär att fjolåret var det sämsta sedan finanskrisen härjade under 2008. Storbolagen, mätt som OMXS30-index, klarade sig undan med ett fall på drygt 15 procent medan småbolagen, mätt som Carnegie Small Cap-index, tappade drygt 31 procent. Allra sämst gick det för fastigheter, där Carnegie Real Estate-index rasade med hela 44 procent. Ränteuppgången satte alltså sina tydliga spår under året.

På bolagsnivå sticker energibolag som Orrön Energy, Ipco, Africa Oil och OX2 samt några forskningsbolag

som Bioarctic och Camurus ut som stora vinnare. Bland de större bolagen utmärkte sig Saab, Swedish Match och Astra Zeneca med fina kursuppgångar. De största offren för det sura börshumöret utgjordes av högt värderade mindre tillväxtbolag som i många fall stigit kraftigt under 2021. Exempel på dessa är Ctek, Addlife, Cint, SBB och Sinch.

Det blev alltså ett magert utfall på börsåret 2022 trots att kurserna återhämtade sig rejält under fjärde kvartalet. När läget var som värst, i slutet på september, noterades den breda börsen ned med hela 30 procent.

Vi kan också konstatera att 2023 har rivstartat med ett nyårsrally. Det är tydligt att placerarna vågat satsa på flera

EXPONERING

Förändringar sedan september 2022

■ Aktuell vikt ■ Tidigare vikt

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

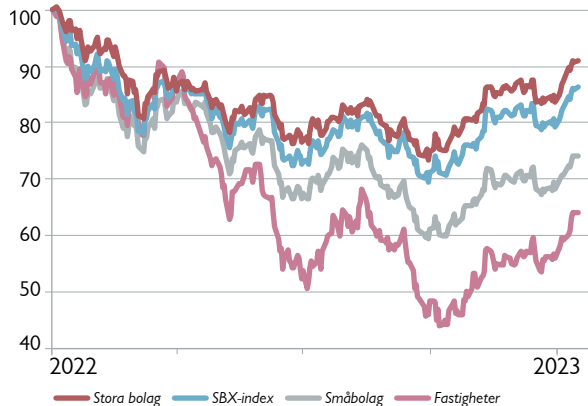
AKTUELL PORTÖLJ

Positioner och förändringar

- Vi fokuserar mer på bolag än på sektorer, men vill ändå ha en rimlig diversifiering i portföljen.
- Vi har en försiktig syn på sällanköpsvaror och har sedan föregående strategirapport sålt innehavet i Electrolux.
- Innehaven i de mer defensiva bolagen AAK och Essity ger en viss övervikt mot dagligvaror.
- Positionen i EQT har utökats, men vi är ändå underviktade i finans på grund av låg exponering mot investmentbolag.
- Trots ökat innehav i Balder är vi underviktade mot fastigheter i stort.

TUFFT FÖR DE SMÅ

Indexerad utveckling



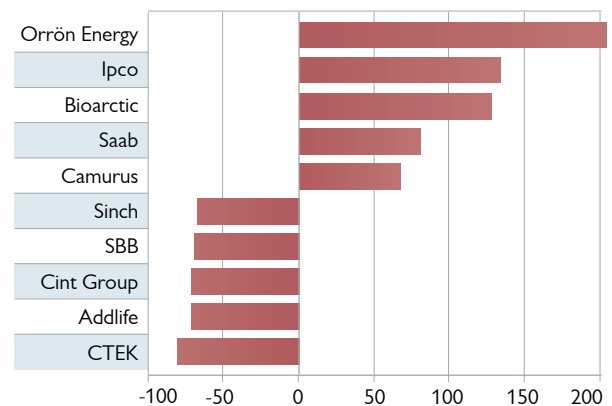
av förra årets stora förlorare i hopp om att nedgångarna blivit för stora. Aktier som Sinch, Truecaller, Storskogen, Electrolux och SKF har fått en flygande start. Även det ständiga sorgebarnet H&M verkar ha vaknat till liv. Gemensamt för dessa är att de blev relativt lågt värderade under fjolårets börspress.

KVALITETSBOLAG I FOKUS

Frågan som inställer sig är om en vinnande taktik för det kommande året helt enkelt är att fortsätta på detta spår och investera i det som fallit kraftigt, samtidigt som man undviker det som gått bra. Detta var till stor del en lyckad strategi under 2022. Inte mindre än 25 bolag i SBX-index föll med 40 procent eller mer förra året, så det finns gott om kandidater. Här återfinns inte bara mindre tillväxtbolag utan även namn som Thule, Viaplay, Kinnevik, EQT, Husqvarna, Getinge och förstås flera fastighetsbolag.

VINNARE OCH FÖRLORARE

Kursutveckling under 2022, procent

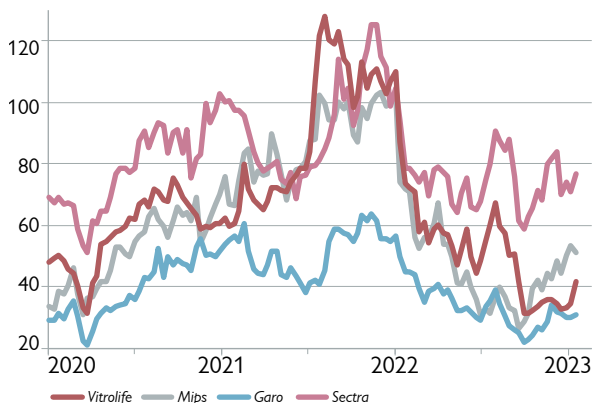


Vi tror inte att det är riktigt så enkelt, men helt klart finns här några aktier som bör kunna klara sig betydligt bättre framöver. Observera dock att flera tillväxtaktier blev kraftigt övervärderade under den nollrätadepade börseuforin, så en viss korrektion var helt på sin plats, inte minst med tanke på att efterfrågan också försämrats för en hel del bolag. Att en akties vinstmultipel faller från säg 80 till 40 gör ju inte automatiskt bolaget köpvärt.

Låga räntor i kombination med pandemieffekter kan ha fått placerare att överskatta potentialen för vissa bolag. Nyckelfrågan blir därför hur dessa bolag ska klara sig i en tuffare miljö där efterfrågan normaliseras. Vi har i tidigare strategirapporter skrivit om att vi gärna favoriserar det vi kallar för kvalitetsbolag. Begreppet syftar på företag som över tid visat att de kan prestera i olika marknadsklimat och hålla en stabil intjäning och finansiell ställning. Detta kommer att vara minst lika viktigt i den period vi

HÖGA MULTIPLAR TROTS NEDGÅNG

P/E-tal, 12 mån framåtblickande

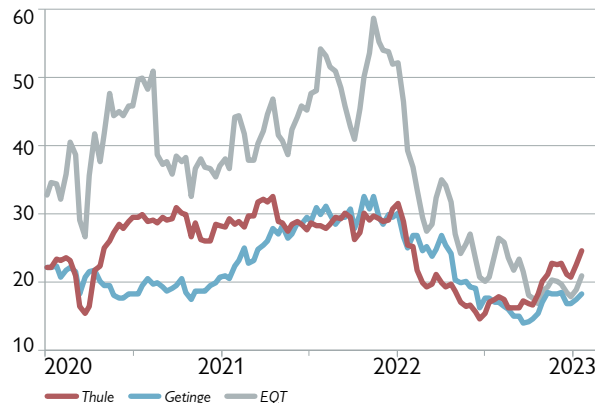


har framför oss. Osäkerheten om konjunkturen är stor (se avsnittet *Investeringsklimat* på sidan 10), och därför söker vi oss gärna till bolag som är någorlunda förutsägbara.

Ett sätt att sortera fram lämpliga kandidater är att ranka bolag på avkastning på sysselsatt kapital (ROCE, *Return On Capital Employed*). En hög (och framför allt stabil) ROCE brukar vara ett bra tecken på att ett bolag har en styrkeposition. Kan bolaget dessutom växa har vi i normalfallet en bra kombination för värdeskapande. Det finns många aktier på Stockholmsbörsen som passar in på denna beskrivning. Ett axplock är Epiroc, Atlas Copco, Axfood, Lifco, Lagercrantz och Thule. Generellt

RIMLIGARE VÄRDERING

P/E-tal, 12 mån framåtblickande



sett har många kvalitetsbolag klarat sig förhållandevis bra, vilket delvis bekräftar tesen att de ska stå emot bättre i turbulenta tider. Baksidan av det är att vi inte plötsligt hittar dessa fina aktier till reapris.

RASAKTIER MED POTENTIAL

- *EQT*:s aktie föll med hela 55 procent förra året, trots fortsatt bra utveckling i verksamheten. Bolagets riskkapitalfonder attraherar alltmer kapital från olika delar i världen, vilket ger fin skjuts åt intäkterna kommande år. *EQT* har blivit en stjärna i sin bransch. Affären är dock tätt sammankopplad med börsutvecklingen, så ett

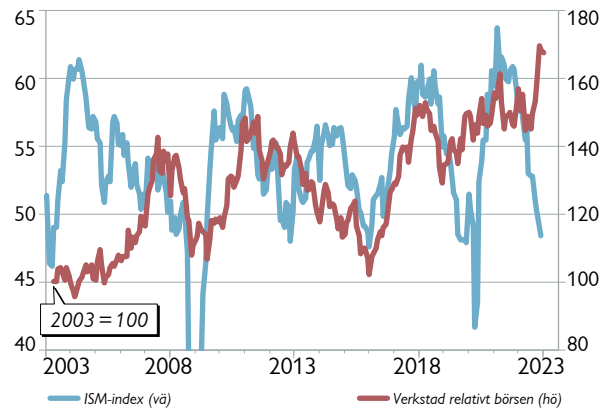
Osäkerheten om konjunktur och marknadsmiljö är stor. Vi söker oss till förutsägbara bolag med styrkeposition, även om de inte alltid är billiga. Ett axplock är Epiroc, Atlas Copco, Axfood, Lifco, Lagercrantz och Thule.

sämre börsclimat spiller snabbt över på aktiens prissättning. Kursen steg också med fenomenala 135 procent under 2021, vilket fick värderingen att gå i taket. Men efter fjolårets ras anser vi att värderingen är högst rimlig. Aktien är ett innehav i vår portfölj.

- **Getinge:** Denna medicinteknikkoncern tillhör också kategorin fina bolag som fallit väl mycket. Det ska dock sägas att bolaget har stött på en del problem det senaste året. Efterfrågan blev lite dopad under pandemin och därför inträffade en viss baksmälla under fjolåret. Detta fick tillväxten att mattas av samtidigt som flaskhalsar i leveranskedjan och kostnadsinflation tärde på marginalen. Getinge fick därför vinstvarna, och aktien, som likt EQT stigit med över 100 procent under 2021, tog en rejäl smäll. Facit för 2022 blev en nedgång på cirka 45 procent. Vi är inte alls säkra på att problemen är över för Getinge här och nu, men för den långsiktige investeraren ser potentialen ändå apptlig ut. Även Getinge finns i vår portfölj.
- **Thule** karaktäriseras också av de flesta som ett typiskt kvalitetsbolag. Takboxtillverkaren har gjort en fantastisk tillväxtresa, och breddat sitt produktsortiment samtidigt som man ridit på trenden med människors alltmer aktiva semester och fritid. Vinsterna har stigit kraftigt de senaste åren och aktien hängde med på tåget. Allt tog en dramatisk vändning förra året när hög inflation och stigande räntor sög musten ur konsumenten. Plötsligt var lagren av produkter för stora och det blev tvärstopp. Vi har dock inte köpt Thule än, utan tror att

ÖVERRASKANDE STARKT FÖR VERKSTAD

Inköpschefsindex mot relativ utveckling för svensk verkstad



det kan ta några kvartal till innan dimman lättat. Värderingen har fallit, men aktien kan inte betecknas som billig än. Vi behåller aktien på radarn tills vidare.

VERKSTAD: IMPONERANDE STYRKA

Internationella investerare förknippar ofta Stockholmsbörsen med verkstadsaktier, och därmed anses den svenska aktiemarknaden vara väldigt konjunkturkänslig. Verkstad står för över 40 procent av börsvärdet, så det ligger helt klart något i detta. Avståndet är stort till den näst största sektorn, bank, som utgör cirka 12 procent.

Givet de ganska dystra konjunkturutsikterna kan man tro att många verkstadsaktier har pressats rejält det senaste året. Så är dock inte fallet, snarare tvärtom (se graf ovan). Aktier som Volvo, ABB, Atlas Copco, Epiroc och Alfa Laval har faktiskt klarat sig bättre än börssnittet. Förvisso har bolagen än så länge parerat

utmaningarna under 2022 och levererat fina vinster, men aktiemarknaden brukar fokusera mer på framtiden, som ser betydligt tuffare ut. En förmildrande omständighet har varit kronans svaga utveckling, som gynnar majoriteten av de svenska exportbolagen. Valutavinsterna har dopat resultatutvecklingen, men sedan oktober har faktiskt kronan stärkts mot dollarn, så effekten minskar nu. Mot euron är kronan dock fortsatt svag.

Teknik med kvalitet

Kursutvecklingen tyder på att placerarna inte väntar sig någon större lågkonjunktur utan tror att bolagen tar sig igenom det kommande året ganska helskinnade. Till viss del kan styrkan också helt enkelt bero på att

man generellt vill öka sin aktieexponering och det då är väldigt svårt att undvika verkstadssektorn, givet dess storlek. Vi kan också konstatera att det finns många kvalitetsinslag bland verkstadsbolagen. Atlas Copco, Epiroc, Alfa Laval och Assa Abloy är internationella stjärnor och har många gånger visat att de klarar att hantera svåra tider.

Vårt största innehav är Volvo, som lockar med låg värdering, urstark balansräkning och välfylld orderbok. Glädjande nog har aktien stått emot börsfallet riktigt bra, och möjligen har Volvo nu börjat få betalt för sina förbättringar de senaste åren. Kanske är det lite för tidigt att fullt ut sätta kvalitetsstämpeln på bolaget, men stunden är enligt vår bedömning nära.

EN MÖRKARE LOOK

Efter en lång period av höga marginaler visar rapporterna för det fjärde kvartalet på sjunkande marginaler. Försäljningsillväxten håller uppe, men bolagen har allt svårare att värja sig mot kostnadsökningar.

Per 31 januari har 17 procent av bolagen i Carnegies svenska bolagsuniversum rapporterat (normalt står de för närmare hälften av vinsterna).

Intäkterna jämfört med samma kvartal 2022 ökar i snitt med 20 procent, medan vinsten (ebit) minskar 7 procent. Vinstnivån är 6 procent sämre än väntat, trots oväntat starka intäkter.

Marknadsreaktionerna har varit tydligt negativa för storbolag i vitt skilda sektorer, exempelvis Astra Zeneca, Atlas Copco och Arjo.

Sämst hittills är klädjätten H&M, vars resultat var 60 procent sämre än analytikerna räknade med. Kraftigt höjda råvaru- och fraktkostnader samt en historiskt stark dollar ledde till omfattande kostnadsökningar som inte kompensades med höjda

priser. Konsumtionssektorn har det fortsatt tungt, med sämre utveckling än väntat för fritidsproduktbolaget

Dometic, e-handlaren BHG Group och kökstillverkaren Nobia.

I den positiva vågskålen hittar vi bilsäkerhetsbolaget Autoliv, stålbolaget SSAB och industribolaget Trelleborg, som har utvecklats betydligt bättre än index efter rapport.



Corona, krig och kostnadschock pressar H&M:s nya vd Helena Helmersson.

Foto: H&M

Vi har även större poster i Assa Abloy, Atlas Copco och Sandvik. Sistnämnda bolag ser särskilt intressant ut ur ett värderingsperspektiv, och om Sandvik kan hantera kommande osäkra period på ett bra sätt, borde aktien kunna belönas med högre vinstmultiplar.

Värderingsbågen är hårt spänd

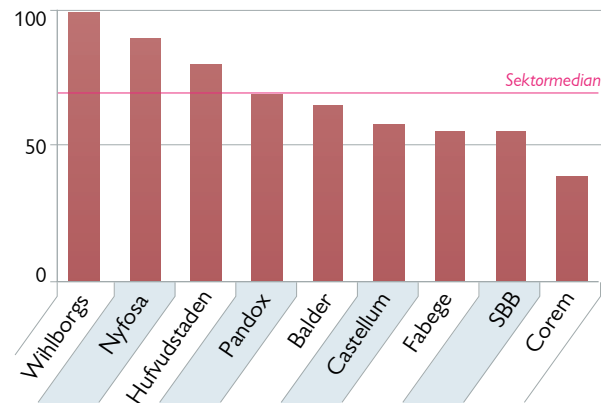
På ett övergripande plan väljer vi ändå i detta läge att se på verkstadssektorn med en viss försiktighet, då bågen känns ganska hårt spänd. Skulle det bli en kraftigare recession än vad marknaden just nu hoppas på lär vinstestimaten kunna sänkas en hel del, och då kommer värderingen av flera aktier att framstå som alldeles för hög. Vi har trimmat våra innehav i sektorn på sistone för att möta denna risk. Det blir ett spännande år för verkstad.

BILLIGA FASTIGHETSAKTIER

Som nämnts var fastigheter den stora förloraren under det gångna året. Stigande räntor och en uppskruvad värdering var ingen lyckad kombination. Ränteuppgången slår hårt på finansieringskostnaderna, och fastighetsbolagen har de senaste åren i allt större utsträckning använt obligationsmarknaden för att låna pengar. Obligationsmarknaden har dock nackdelen att den snabbt kan bli nyckfull och att tillgången på kapital då försvinner. Just detta inträffade under förra året, när placerarna plötsligt blev rädda

TILLRÄCKLIG FASTIGHETSRABATT?

Substansvärdering, procent



för att låna ut till fastighetsbolagen. Med tanke på att flera hundra miljarder kronor har lånats ut via obligationer som successivt behöver rullas vidare sprid sig snabbt en oro för att bolagen skulle få svårt att finansiera sig.

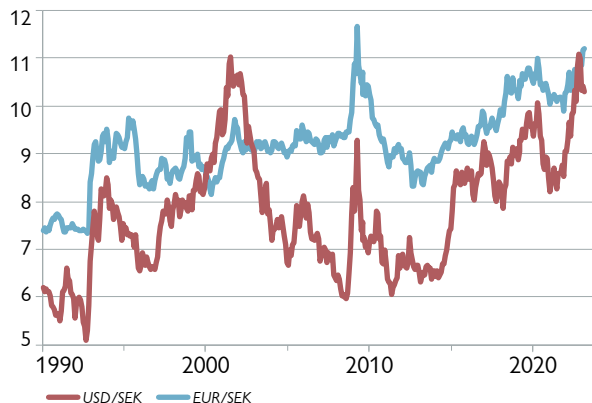
Den sköra finansieringen är onekligen ett problem, men de kraftiga nedvärderingarna framstår ändå som överdrivna. När det var som värst i oktober handlades många fastighetsbolag till runt 40 procents rabatt mot substansvärdena. Även om värdena rimligen behöver skruvas ned en del blev pessimismen nog väl stor.

Förvisso har aktierna stigit en del sedan oktober, men värderingen ser fortfarande attraktiv ut. Är det köpläge

Vårt största innehav är Volvo, som lockar med låg värdering, urstark balansräkning och välfylld orderbok. Kanske är det lite för tidigt att fullt ut sätta kvalitetsstämpel på bolaget, men stunden är enligt vår bedömning nära.

HISTORISKT SVAG KRONA

Växelkurser

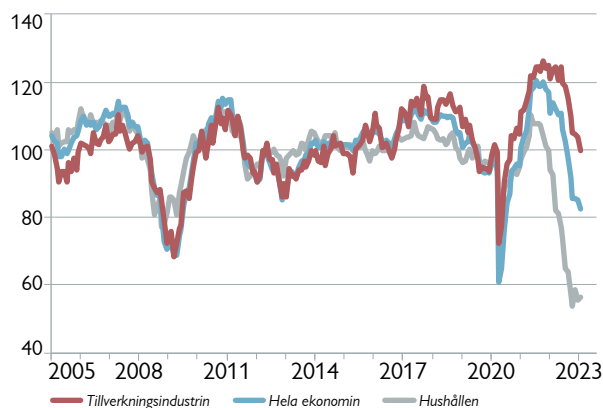


i fastighetssektorn? Ja och nej. Vad gäller finansieringen bör bankerna kunna ta över en hel del från obligationsmarknaden, men på sikt måste behöva bolagen smidig tillgång till båda finansieringskällorna. Finansieringsrisken får fortsatt anses vara stor, och vi undviker bolag som är alltför små eller har svaga ägare.

Det bästa sättet att investera i fastighetssektorn är nog faktiskt via de obligationer som handlas med stor rabatt, där man dessutom är mer säker på att få sitt insatta kapital tillbaka än som aktieägare. Ur ett aktieperspektiv har vi valt att satsa på Balder, som också handlas med stor rabatt. Bolaget har en erkänt duktig

DYSTERT HUMÖR I SVERIGE

Konjunkturinstitutets barometer



huvudägare och bör kunna hantera sina låneförfall det kommande året. Vi har ökat vårt innehav något under hösten och vintern.

Många fastighetsaktier är billiga, men finansieringsrisken är fortsatt stor. Vi undviker alltför små bolag och företag med svaga ägare. I portföljen finns Balder, som har en duktig huvudägare och bör kunna hantera sina låneförfall.

Räntebärande investeringar

REKOMMENDATIONER. **Räntemarknaderna har lugnat sig, men makromiljön är osäker. Vi har tagit hem vinst på kinesiska obligationer och ökat i europeisk investment grade.**

2022 var ett av de värsta åren hittills för räntebärande investeringar. Alla stora ränte- och kreditmarknader levererade kraftigt negativ avkastning. Centralbanker runt om i världen höjde styrräntorna i mycket snabb takt för att tämja den skenande inflationen, som inte varit så hög sedan 1980-talet. I USA höjde Federal Reserve styrräntan med sammanlagt 4,25 procentenheter, och i Europa höjde ECB och Riksbanken med 2,5 procentenheter.

De långa obligationsräntorna i USA och Europa steg med 2–3 procentenheter, vilket tyngde räntekänsliga

tillgångsslag såsom statsobligationer och företagsobligationer med *investment grade*-betyg. Samtidigt steg kreditspreadarna kraftigt på grund av en mer riskfylld miljö för företag till följd av kriget i Ukraina, energikrisen i Europa och en generellt sämre makroekonomisk situation. Dyrare finansiering och ökad konkursrisk tyngde företagsobligationer.

Globala statsobligationer avkastade –12 procent. För företagsobligationer uppgick avkastningen till –15 procent för *investment grade* och –12 procent för *high yield*. Nordiska företagsobligationer gick betydligt bättre än globala, eftersom löptiderna är kortare och obligationer med rörlig räntebas är betydligt vanligare här än på utländska marknader.

EXPONERING

Förändringar sedan september 2022

■ Aktuell vikt ■ Tidigare vikt

Statsobligationer

	Stark undervikt	Undervikt	Neutral vikt	Övervikt	Stark övervikt
Sverige					
Europa					
USA					
Japan					

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 PORTÖLJ

Positioner och förändringar

- Vi underviktat statsobligationer, men är endast svagt underviktade duration.
- Vi har övervikt mot *investment grade* och föredrar Europa framför USA.
- Vi underviktat nordiska företagsobligationer.
- Efter avyttring av kinesiska obligationer har vi ingen dedikerad allokering mot tillväxtmarknader kvar.
- Vi är neutrala *high yield*. Inom *high yield* överviktat vi fortsatt CoCos.

Våra portföljer klarade perioden bra ur ett relativt perspektiv, men i absoluta termer var även våra portföljer ned. Avkastningen har skyddats av att vi under första halvåret var oroliga för stigande räntor och underviktade duration genom att undervikta statsobligationer och *investment grade*-ratade företagsobligationer. I stället överviktade vi nordiska företagsobligationer, amerikanska bostadsobligationer och kinesiska obligationer i lokal valuta. Under andra halvåret minskade vi durations-undervikten genom att köpa tillbaka statsobligationer och *investment grade*, samtidigt som vi sålde nordiska företagsobligationer och avyttrade våra positioner mot kinesiska obligationer.

LJUSARE RÄNTEUTSIKTER 2023

En av de främsta fördelarna med räntebärande investeringar är att den som behåller sin placering i slutänden får tillbaka investerat belopp plus kupongränta (givet att inte emittenten går i konkurs). Utsikterna för 2023 är därför betydligt ljusare än 2022, trots fortsatta utmaningar från hökaktiga centralbanker, hög inflation och recessionsrisker. Räntemarknaderna har till stor del redan prisat in kommande styrräntehöjningar, och räntenivåer och kreditspreadar har nu kommit upp så pass att den löpande avkastningen ger ett bättre skydd om räntorna stiger ytterligare eller konkursstatistik försämrats.

Volatiliteten kan dock vara fortsatt hög de närmaste månaderna, och vi ser en viss risk för att långräntorna fortsätter att stiga något innan de kommer ned igen under senare delen av året. Att perfekt tajma en eventuell räntetopp är väldigt svårt. Vi är därför enbart svagt underviktade duration i portföljerna. Vi underviktar fortsatt statsobligationer, överviktar i stället *investment grade* och är neutrala *high yield*.

OLIKA BUD HOS MARKNAD OCH FED

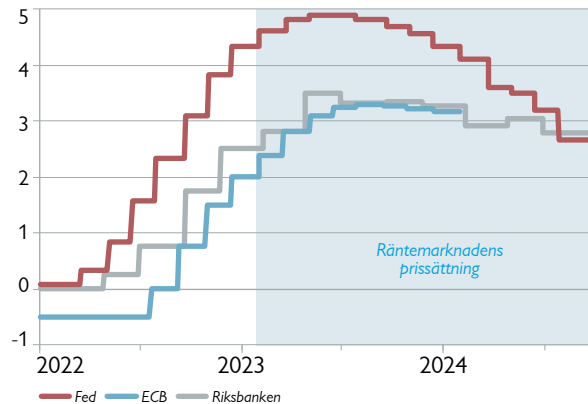
Centralbankerna har varit mycket hökaktiga på sistone och tydligt signalerat att de vill ha ned inflationen varaktigt till 2 procent. Inflationsutvecklingen blir därför fortsatt betydelsefull. De närmaste månaderna ser inflationen ut att falla på grund av billigare energi och råvaror, baseeffekter, färre flaskhalsar i leveranskedjor och att tillväxten saktar in. Men trots att vi förefaller att ha lämnat inflationstoppen bakom oss kan centralbankerna inte slappna av än – de fortsätter att strama åt penningpolitiken. Kärninflationen har varit seglivad och legat runt 6 procent i USA, medan den i Europa och Sverige inte har visat tecken på att toppa än. Därför är det viktigt att arbetsmarknaderna kyls av så att lönetillväxten inte blir för stark och ökar kärninflationen ytterligare.

Marknaden prisar i dag in ytterligare räntehöjningar under första halvåret 2023. Fed förväntas göra ytterligare

Att perfekt tajma en eventuell räntetopp är svårt. Vi är därför enbart svagt underviktade duration i portföljerna. Vi underviktar fortsatt statsobligationer, överviktar *investment grade* och är neutrala *high yield*.

VI NÄRMAR OSS EN RÄNTEPAUS

Centralbankers styrräntor, procent

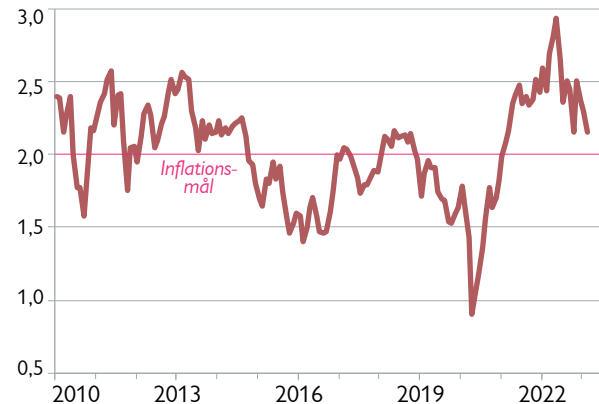


en styrräntehöjning på 25 punkter i mars, till strax under 5 procent. ECB tros höja med ytterligare 1,25 procentenheter till 3,3 procent. Riksbanken förväntas höja styrräntan med 50 punkter i februari och lika mycket i april, till 3,5 procent. Skillnaden mellan centralbankerna och räntemarknaderna är främst att marknaden förväntar sig räntesänkningar under andra halvåret, framför allt i USA och Sverige, medan centralbankerna kommunicerat att de avser att pausa höjningarna och behålla styrräntorna på en restriktiv nivå. I Feds senaste prognos förutspådde 17 av 19 ledamöter en styrränta över 5 procent i vår och ingen sänkning förrän 2024.

Vi lutar mer åt Feds räntebana, där centralbanken tar en paus under våren och inte sänker styrräntan förrän 2024. Inflationen avtar, men kanske inte tillräckligt för att motivera räntesänkning, såvida inte ekonomin har gått in i en kraftig recession.

MARKNADEN TROR ATT FED LYCKAS

USA, inflationsförväntningar 10 år, procent



STATSOBLIGATIONER: UNDERVIKT

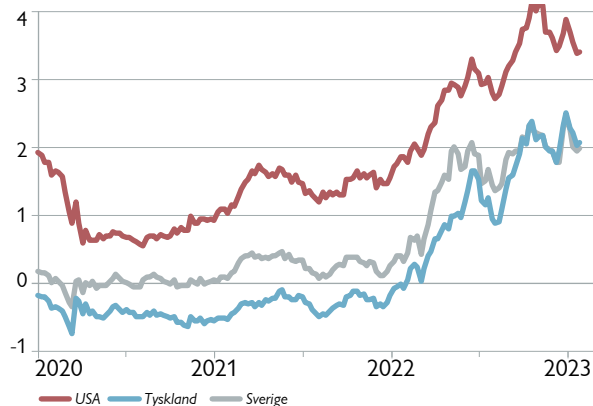
Marknadens långsiktiga inflationsförväntningar är åter på sitt historiska genomsnitt runt 2,2 procent. Detta är i linje med Feds mål på 2 procent¹. Givet globala trender såsom deglobalisering, åldrande befolkning, energikriser och geopolitiska konflikter ser vi risk för att inflationen det närmaste decenniet blir högre än de föregående 10–20 åren, något som inflationsförväntningarna inte avspeglar (se graf ovan till höger). Det finns även gott om utrymme för de långa realräntorna att stiga ytterligare. Därför anser vi att en rimligt värderad amerikansk tioåring borde handlas över 4 procent, jämfört med 3,5 procent i dagsläget.

Givet att tillväxt och makrosiffror inlett året oväntat starkt ser vi därmed en fortsatt risk för att långräntorna

¹ Marknadens inflationsförväntningar baseras på konsumentprisindex, medan Feds mål mäts på indexet personliga konsumtionsutgifter. Skillnaden mellan dessa index har historiskt varit cirka 0,2 procentenheter.

ÄR DET VÄRSTA ÖVER?

Statsobligationsräntor, 10 år, procent



stiger något under första halvåret. Vi förväntar oss dock att de kommer ned igen när det blir tydligare att USA:s ekonomi går in i en recession. Även i Europa bedömer vi att långräntorna kan stiga under första halvåret, drivet av en aggressiv penningpolitik från ECB tillsammans med stora emissionsvolymen av statsobligationer, men att räntorna sedan kommer ned igen när inflationen minskar och vi får sämre tillväxtutsikter.

De flesta centralbanker är nu i en QT-fas (*quantitative tightening*). I december meddelade ECB att banken börjar krympa balansräkningen med 15 miljarder euro i månaden från och med mars. I USA fortsätter Fed att minska sina återinvesteringar av obligationsförfall med upp till 95 miljarder dollar i månaden. I Europa betyder det att marknaden behöver absorbera i storleksordningen 350–400 miljarder euro mer i nettoutbud av statsobligationer under 2023 än under 2022.

Sverige: Övervikt

De svenska långräntorna kommer att följa utvecklingen på de globala räntemarknaderna i stora drag, men här är vi mindre oroliga för en potentiell ränteuppgång. Sverige är en mycket räntekänslig ekonomi på grund av stor skuldsättning i hushållssektorn och då majoriteten av bolånen löper med rörlig ränta. Svenska hushåll pressas av dyrare el, bolån och mat, och snart högre arbetslöshet. Det sätter ett tak för hur högt räntorna kan stiga. Vi behåller därför en övervikt mot svenska relativt utländska statsobligationer i portföljen.

Kina: Vi har tagit hem vinst

Sedan vi initierade positionen i oktober 2018 har kinesiska obligationer avkastat knappt 8 procent per år och slagit övriga tillgångsslag inom räntebärande investeringar rejält. Merparten av överavkastningen kom under 2022 – vi minskade positionen i maj och sålde av resterande del i slutet av oktober (se graf på motstående sida). Vi valde att ta hem vinst eftersom räntedifferensen mellan Kina och utvecklade länder hade krympt i takt med att de globala räntorna steg. Lägg därtill ökad politisk risk, fortsatt oro på bostadsmarknaden och svag tillväxt.

Sedan dess har Kina tvärvänt och börjat återöppna sin ekonomi. Efter att landet tagit sig igenom den inledande fasens smittvåg kommer ekonomin att ta fart igen vilket är bra för konsumtionen och bostadsmarknaden. Inflationen i Kina har varit lägre än i omvärlden och riskerar nu att ta fart, vilket tillsammans med bättre tillväxt kan driva upp de kinesiska räntorna. Effekten på valutan är mer blandad. Stigande räntor och tillväxt borde gynna

valutan men återöppningen skulle också kunna leda till ökad import och fler kineser som reser utomlands vilket tynger valutan.

Vi avvaktar med att köpa tillbaka kinesiska obligationer då vi tror att det kan uppstå bättre investeringsmöjligheter längre fram.

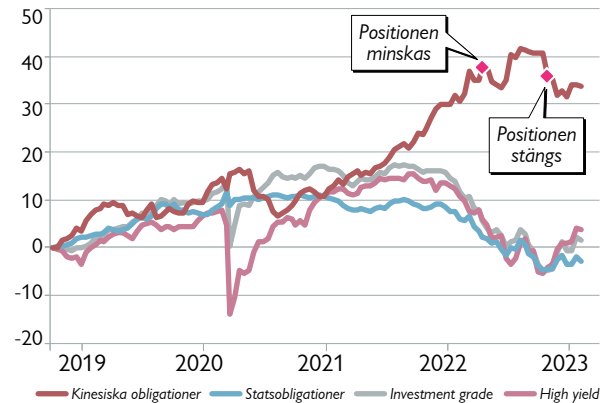
FÖRETAGSOBLIGATIONER: ÖVERVIKT

Efter att kreditspreadar och statsobligationsräntor stigit ser företagsobligationer attraktiva ut igen. Sedan förra sommaren har förvisso kreditspreadarna kommit ned, men de är fortfarande dubbelt så höga som 2021. Tillsammans med stigande statsräntor betyder det att den framtida globala ränteavkastningen på 3,7 procent nu är tre gånger så hög för *investment grade* jämfört med 2021. För *high yield* är den löpande ränteavkastningen 7,3 procent.

Kreditkvaliteten är än så länge bra, men för 2023 förväntar vi oss att bolagens kassaflöden och vinstmarginaler pressas av stigande kostnader och ränteutgifter. Belåningsgraden steg för första gången på två år och räntetäckningsgraden föll något för *investment grade* under tredje kvartalet 2022. För *high yield* är belåningsgraden lägre än före pandemin och räntetäckningen stark, även om även den avtog något. Samtidigt har tidigare års refinansiering köpt tid åt bolagen och räntetrycket kommer därför att byggas upp gradvis. Andelen företagsobligationer med

VI TOG HEM VINST I KINA

Avkastning sedan initiering, procent



rörlig räntebas utgör 10–15 procent globalt och dessutom förfaller mindre än 10 procent av obligationerna under 2023.

Konkursstatistiken för *high yield*-bolag de senaste tolv månaderna har varit mycket låg, 1–2 procent. Likväl är bolag med osäkra kapitalstrukturer och hög belåning utsatta i lågkonjunktur och konkursstatistiken kommer därför att stiga, framför allt i sektorer som är exponerade mot konsumenter och fastigheter. Kreditvärderingsinstitutet S&P Global Ratings förväntar sig att konkursstatistiken fördubblas till 3–4 procent under 2023 och kan nå 5–6 procent i ett pessimistiskt scenario. Detta återspeglas

Bolag med osäkra kapitalstrukturer och hög belåning (*high yield*) är utsatta i lågkonjunktur och konkursstatistiken kommer att stiga, framför allt i sektorer som är exponerade mot konsumenter och fastigheter.

även i kreditbetygstrenden, som nu är svagt negativ med fler nedgraderingar än uppgraderingar för både *high yield* och *investment grade*-bolag.

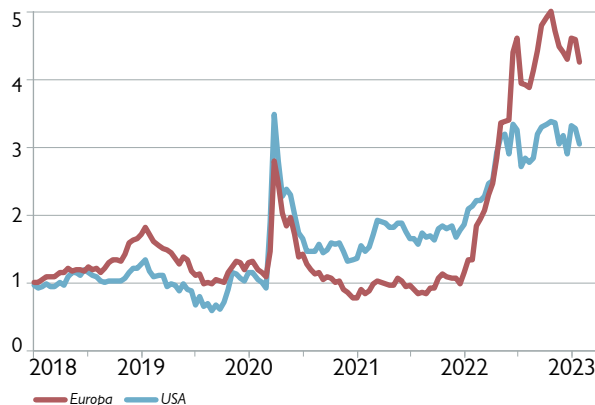
Föredrar *investment grade* framför *high yield*

Vi föredrar *investment grade* framför *high yield* eftersom vi anser att *investment grade* ger bättre ersättning för underliggande kreditrisk nu när räntevkastningen har ökat. Sämre konjunkturutsikter talar också för *investment grade*, vars historiska konkursfrekvens är betydligt lägre än för *high yield*. I genomsnitt är konkursfrekvensen för *investment grade* just nu knappt 0,2 procent per år, medan siffran under den hittills värsta femårsperioden var 0,6 procent per år. För *high yield* är den genomsnittliga globala konkursfrekvensen över 3 procent per år i dag, medan frekvensen under den värsta femårsperioden var knappt 6 procent per år.

Inom *investment grade* har vi en klar övervikt mot Europa framför USA. Den främsta anledningen är värdering: Kreditspreadarna i Europa är i sin översta kvartil sedan början av 2000-talet, medan kreditspreadarna i USA är lägre och handlas kring historisk median. De europeiska tillväxtutsikterna har också ljusnat något eftersom vintern blivit varmare än befarat och Kina återöppnar sin ekonomi, vilket gynnar exportorienterade ekonomier som Tyskland.

BRA BETALT I EUROPA

Investment grade, ränta i SEK, procent



Inom *high yield* har vi kvar vår övervikt mot europeiska bankkapitalobligationer, *CoCos*. Bankerna har sedan finanskrisen ackumulerat väldiga kapitalbuffertar och kan stå emot en djup och långvarig recession utan att kapitalkrav utlöser konverteringsnivåer för deras obligationer. Högre räntor innebär förbättrade räntenettomarginaler, vilket gynnar bankernas lönsamhet. Vi förväntar oss högre kreditförluster och försämrad kvalitet i kreditböckerna, men tror att detta blir hanterbart och absorberas av stigande lönsamhet.

Vi har kvar övervikten mot europeiska bankkapitalobligationer, *CoCos*. Vi förväntar oss försämrad kvalitet i kreditböckerna, men bankerna har sedan finanskrisen ackumulerat väldiga kapitalbuffertar och bör klara en recession.

Alternativa investeringar

REKOMMENDATIONER. **Investeringsmiljön gynnar macro- och volatilitetsstrategier. Cat bonds erbjuder stabil och okorrelerad avkastning. Vi har adderat Kina long/short-exponering.**

Året som gått var spektakulärt på många sätt och vi gjorde fler förändringar än vanligt i portföljen. Bland annat tog vi hem vinst i fastigheter, köpte guld, avytttrade två exponeringar och adderade två (en som handlar aktier lång/kort i Kina, samt en trendföljande strategi). Generellt sett var det svårt att skydda sig mot förluster under året. Råvaror, dollar, schweizerfrancs och försvarsindustri tillhörde vinnarna, medan förlorarna var desto fler. Alternativa investeringar slutade året svagt ned, cirka 0,7 procent, medan jämförelseindex backade cirka 2,7 procent (se graf på nästa sida).

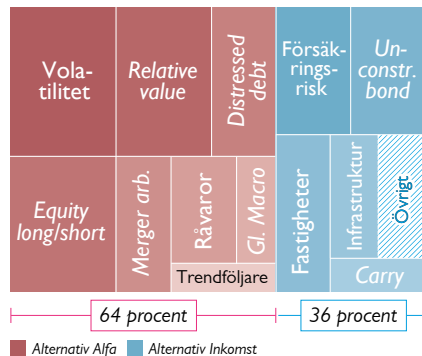
Medan merparten hedgefondkategorier har utvecklats negativt under året har *macro*-strategier slutat på plus. *Macro*, där så kallade trendföljare ingår, hade ett

fantastiskt första halvår för att sedan falla tillbaka under årets andra hälft. Trots en trist start för vår systematiska trendföljarexponering ser vi en fortsatt intressant miljö för trendföljare genom en mer gynnsam makroekonomisk situation. Positionen har även låg korrelation med den övriga portföljen och bidrar därmed till att sprida riskerna ytterligare.

VOLATILITET ÄR VÄLKOMMET

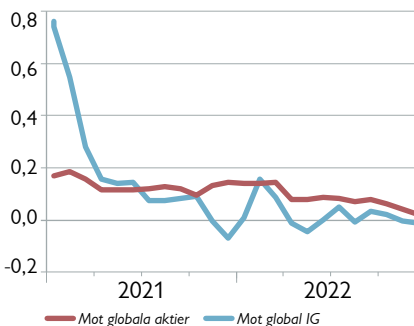
Volatiliteten har fortsatt varit hög, vilket speciellt har gynnat ett av våra *relative value*-innehav, som är en av årets bästa portföljpositioner. Förvaltningen fokuserar på att utnyttja felpriksåtgärningar inom samma eller snarlika tillgångar mellan olika marknadsplatser.

PORTFÖLJANALYS



BRA DIVERSIFIERING

Beta, rullande 12 mån



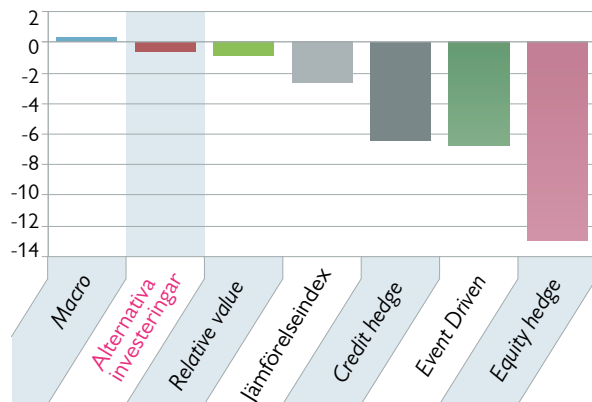
AKTUELL PORTÖLJ

Positioner och förändringar

- Vi har avytttrat ett *global macro*-innehav efter ett tufft 2022.
- Ökad exponering mot råvaror och en *carry*-strategi på råvarumarknaden.
- Vi har rebalanserat portföljen och gjort den mer likaviktad genom att ta hem vinst och öka i bland annat *distressed debt*.

FÅ GÖMSTÄLLEN

Avkastning 2022, hedgefondindex valutasäkrat, procent

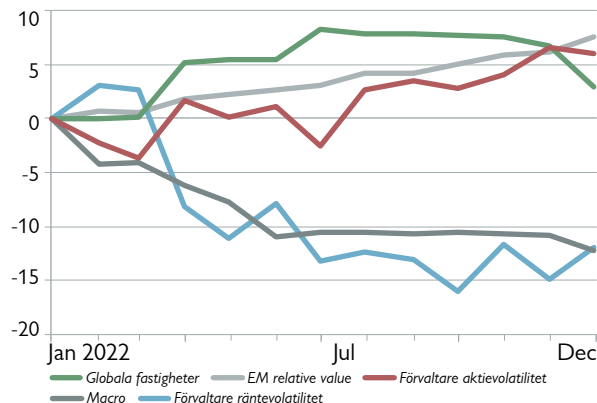


Investeringsuniversumet omfattar alla stora tillgångsklasser med ett fokus mot tillväxtmarknader, där fondförvaltarna har sin expertis. I grunden handlar det om att gå lång och kort i samma underliggande exponering på olika marknadsplatser och på så sätt exponera sig mot skillnaden i pris mellan marknadsplatserna.

Inom portföljen har vi två innehav som systematiskt exponerar portföljen mot volatilitet på ränte- respektive aktiemarknaden. Ränteinnehavet såg under inledningen av 2022 ett större tapp i samband med ränteuppgången efter att den amerikanska centralbanken Federal Reserve (Fed) började sin åtstramning. Senare under fjolåret

STOR SPRIDNING I PORTFÖLJEN

Avkastning 2022, utvalda innehav, procent



stabiliserades positionen, som avslutade året med att stiga cirka 3,5 procent i december. Det andra innehavet, med inriktning på aktievolatilitet, är en av fjolårets bästa positioner. Vi ser ett fortsatt gynnsamt klimat för aktievolatilitetsstrategier under 2023. Sammantaget ger de båda volatilitetsstrategierna ett nollresultat.

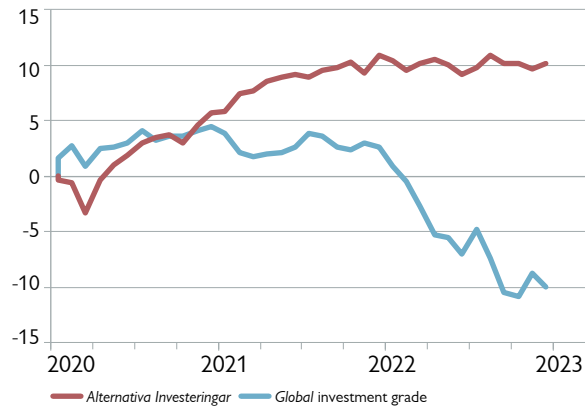
VI GILLAR MACRO OCH CAT BONDS

Det som däremot tynger portföljen under året är vår *macro*-exponering, då aktiemarknaden utvecklades svagare än väntat, särskilt tillväxtaktier. Efter en tuff inledning minskades risken i denna exponering, som därmed

Ett av våra innehav med inriktning mot aktievolatilitet var en av fjolårets bästa positioner. I dagens investeringsmiljö med många riskfaktorer ser vi ett fortsatt gynnsamt klimat för aktievolatilitetsstrategier 2023.

ETT STABILT ALTERNATIV

Avkastning (SEK), procent



missade återhämtningen under hösten. Den trista utvecklingen har gjort att vi har avyttrat positionen.

Även katastrofobligationer hade ett svagt 2022 då orkanen Ian orsakade stor skada i sydöstra USA. Vi ser katastrofobligationer som ett strategiskt innehav i portföljen, då de utgör en stabil intäktskälla över tid, med risker kopplade till vädret snarare än till makroekonomiska händelser. Historiskt har också premierna från obligationerna förbättrats efter större nedgångar då marknaden behöver attrahera nytt kapital.

ETT NYTT LÄGE?

Att de traditionellt sett säkra obligationerna föll i samklang med aktiemarknaden ledde också till att 60/40-portföljen (med 60 procent aktier och 40 procent obligationer) hade ett av sina sämsta år någonsin. Sommaren 2020 ifrågasatte vi i *Allokering och portföljstrategi* hur bra denna

MÅR BRA I ORO OCH INFLATION

Hedgefondindex (HFRX) i olika miljöer

	Genomsnitt			Års- avkastn. HFRX
	USA, 10 år	USA, KPI	VIX	
2000-talet	4,4%	2,6%	22	4,4%
2010-talet	2,4%	1,8%	17	1,1%

”gyllene portfölj” skulle fungera i framtida kriser, givet att de globala räntorna var på historiskt låga nivåer och hade föga utrymme att sjunka ytterligare. Rådet 2020 var att komplettera den defensiva delen av portföljen genom att addera alternativa investeringar, vilket i efterhand visade sig vara klokt.

Räntebärande investeringar har helt klart blivit mer attraktiva. Å andra sidan ser vi 2023 en marknadsmiljö med slagiga rörelser på både aktie- och räntemarknader. Det ger möjligheter för portföljen Alternativa investeringar.

På lite längre sikt är vårt huvudscenario att världen inte återgår till ett marknadsklimat som liknar 2010-talets, utan snarare närmar sig 2000-talets (se tabell ovan). Vi får då en högre inflationstakt och normalisering av de globala räntorna, pådrivet dels av en deglobalisering där produktionen blir mer lokal och kostnaderna därmed ökar, dels även av energiomställningen, som ger högre energi- och råvarupriser.

Givet det fortsatt osäkra läget anser vi att det är en sund placeringsstrategi att sprida sina risker och att alternativa investeringar fortsatt har sin plats i en diversifierad portfölj.

Tre år av strategi och allokering

TILLBAKABLICK. Inflationsbekämpningen intensifierades, räntorna steg och börsen tappade. Vi letade portföljankare i en kritisk marknadsfas. Här är de senaste årens strategirapporter.



HÖSTEN 2022

Marknadsmiljön var fortfarande utmanande: Hög inflation och kraftig ränteuppgång innebar risk för vinstrecession under 2023. Vi underviktade aktier, främst svenska, och hade neutral vikt i utländska aktier efter kronfallet. Dollarn var i upptrend och konjunkturoro brukar pressa den svenska börsen mer än andra. Vi behöll övervikt i Alternativa investeringar och neutral vikt i Räntebärande investeringar. Även om duration var mer intressant nu, så ökade kreditriskerna. Flera alternativa investeringar lyftes fram, och vi hittade vår nya temainvestering inom säker energiförsörjning.



SOMMAREN 2022

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



VÅREN 2022

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



HÖSTEN 2021

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



SOMMAREN 2021

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



VÅREN 2021

Likviditeten flödade och vaccinutrollningen var igång. Vinsterna pekade upp – men mycket var inpriset och pandemin långt ifrån över. Vi behöll vår övertikt 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.



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. Vi presenterade två nya temainvesteringar: hållbara livsmedel och antifräglia tillgångar.



SOMMAREN 2020

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

Kapitalförvaltning på Carnegie

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

SÅ ARBETAR VI

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

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

Byggsten 1: *Stabila placeringar.*

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

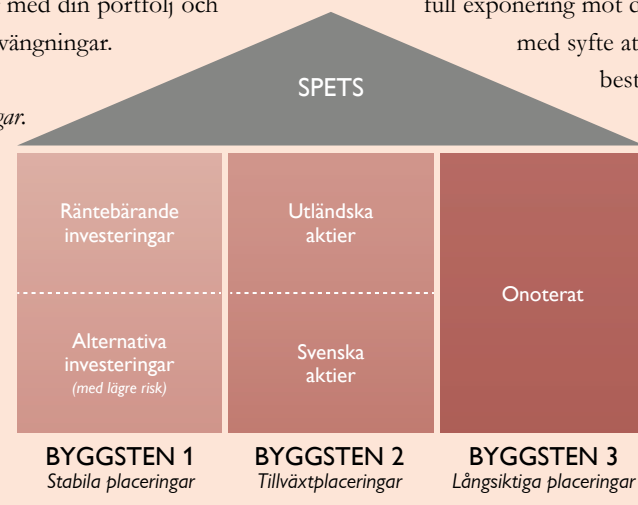
hedgefonder med mera. Ränteterminer kan användas för att erhålla taktisk allokering till låg kostnad. Genom valutasäkring kan exponering ges inte bara mot svenska utan också mot globala marknader. Byggstenen kan utgöras av våra grundportföljer Räntebärande investeringar och Alternativa investeringar.

Byggsten 2: *Tillväxtplaceringar.*

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

med syfte att skapa god tillväxt. Byggstenen

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



Carnegie Private Bankings förvaltningsmodell.

Byggsten 3: Långsiktiga placeringar.

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

Byggsten 4: Spets.

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

AKTIV ALLOKERING

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

VÅRA FÖRVALTNINGSTJÄNSTER

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

Diskretionär förvaltning

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

Rådgivande förvaltning

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

Aktiemäklari

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

Disclaimer

VIKTIG INFORMATION

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

INTRESSEKONFLIKTER

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

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

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

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

KÄLLOR

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

DERIVAT OCH STRUKTURERADE PRODUKTER

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

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

ANSVAR

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

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

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

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

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

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



STOCKHOLM
Regeringsgatan 56
Tel: 08-588 686 86

GÖTEBORG
Sankt Eriksgatan 6
Tel: 031-743 08 80

LINKÖPING
Tanneforsgatan 3
Tel: 013-36 91 90

MALMÖ
Stortorget 9
Tel: 040-665 52 00

INTERNET
www.carnegie.se

Private Banking



HÄR MÖTS KUNSKAP OCH KAPITAL