

TAKTISK ALLOKERING HI 2021

CARNEGIE FONDERS PLACERINGSRÅD
#AKTIVTSAMARBETE

I DEN POSITIVA SKÅLEN

- ▶ **Massiva stimulanser och låga räntor**
- ▶ **Vaccin mot Covid -19**
- ▶ **Cyklisk återhämtning bör gynna tillväxtmarknader/asiatiska marknader**
- ▶ **Ryska marknaden har goda förutsättningar att tillhöra vinnarna i år**
- ▶ **Inom företagsobligationer ser vi störst potential inom high yield-segmentet.**
- ▶ **Nordiska banker – stabila vinster, hög direktavkastning och låga kreditförluster**

I DEN NEGATIVA SKÅLEN

- ▶ **Inflationshot på sikt**
- ▶ **Aktiemarknaden handlas till höga värderingsmultiplar**
- ▶ **Stimulanspaketen - på sikt kommer de att bantas och tilltänkta stimulanspaket kanske inte materialiseras.**
- ▶ **Geopolitisk oro – finns många oroliga hörn i världen. Ett exempel är Taiwan och den laddade relationen med Kina. Naturligtvis även Ryssland i Krimkrisens spår..**

Carnegie Fonders förvaltare arbetar självständigt med sina respektive förvaltningsuppdrag och tillgångslag. Syftet med placeringsrådet är att föra samman olika erfarenheter och infallsvinklar på aktuella frågeställningar, och med en konstruktiv diskussion hitta en gemensam syn på marknaden. Placeringsrådets ordförande Magnus Gustafsson sammanfattar diskussionen i form av en halvårsvis Q&A.

Vi börjar med att reflektera lite över förra året.

Varför har börsen trots pandemin utvecklats starkt?

Det korta svaret är stimulanser. Just nu råder en stor diskrepans mellan börskurser och realekonomin. Ekonomier stängs ner i spåren av pandemin och det finns naturligtvis en klar risk för att arbetslösheten stiger och biter sig fast. Att världens börser stiger med 10-12 procent under ett år när vinsterna faller kraftigt sticker naturligtvis ut.

Utvecklingen var väldigt dramatisk under våren och vi fick genomlida ett stort fall på aktiemarknaden. Enorma stimulanser från regeringar och centralbanker var avgörande för återhämtningen på världens börser. Aktiemarknadens snabba återhämtning har överträffat många investerares förväntningar både när det gäller hastighet och magnitud.

Aktiemarknaden fokuserar vanligtvis inte så mycket på vad som händer här och nu, utan blickar snarare framåt. Förväntningar om stora vinstökningar förklarar till stor del börsens starka utveckling. Många företag har naturligtvis drabbats hårt av coronakrisen, men vinsttappet är trots allt begränsat i tid. Investerare värderar inte bolag på grundval av ett enskilt år. Aktier värderas genom att prognostisera framtida kassaflöden. Vinster diskonteras vanligtvis på längre tidsperioder och i extrema situationer, likt förra årets vinstras, är det som sagt extra viktigt att höja blicken.

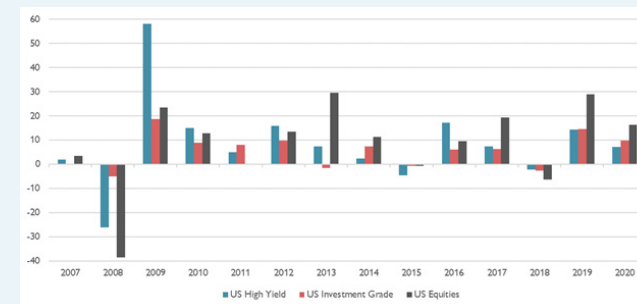
Varför fick vi se ett stort prisfall för företagsobligationer när aktiemarknaderna föll kraftigt i mars? Borde de inte stått emot oroligheter på de finansiella marknaderna bättre?

Det finns en korrelation mellan aktie- och företagsobligationsmarknaden. Historiskt så har även företagsobligationer (främst HY) uppvisat ganska stora prisfall när aktiemarknaden rasat (se I,1). Samtidigt är det viktigt att komma ihåg att korrelationskoefficienten inte beskriver orsakssambandet. Prisfall i företagskrediter kan ha lite olika anledningar.

Det som vi upplevde i nordisk kreditmarknad under mars i fjol var till stor del drivet av ansträngd likviditet. Stora utflöden i öppna mandat fyllde upp bank-böckerna och spreadar gick kraftigt isär över hela linjen. Även IG-segmentet påverkades och vi fick se stora prisfall trots att det knappast fanns någon oro för bakomliggande emittent.

I kölvattnet på corona-oron följde sen ett resolut agerande från Centralbanker världen över och även om det tog ett tag för svenska Riksbanken att få igenom köp av företagsobligationer agerade de kraftfullt inom andra segment redan under våren. Framförallt har de varit stora köpare av bostadsobligationer där vi nu ser klart tightare kreditmarginaler än innan pandemin.

Den starka återhämtningen har inneburit att trots fallet under våren så stängde flertalet företagsobligationsfonder året på plus. Vi upplever att det nu finns en bättre beredskap i händelse att vi på nytt skulle uppleva en situation med ansträngd likviditet i nordisk kreditmarknad.



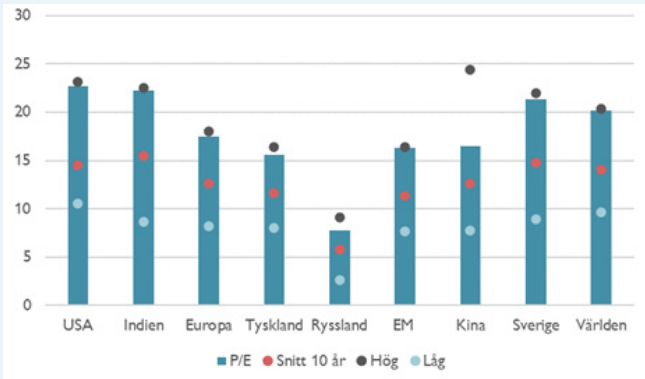
I.1 US: High Yield Bond % Inve Grade vs Equity - Annual Total Return %

Är börsen dyr? Ett amerikanskt aktieindex som S&P handlas till väldigt höga värderingsmultiplar!

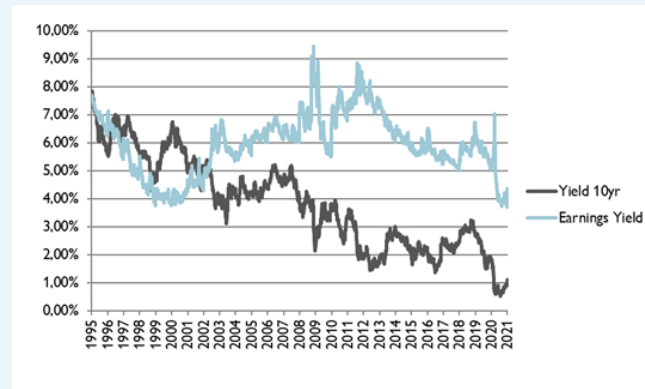
Ja, värderingen sticker ut. S&P handlas till P/E 23x vilket är på historiskt höga nivåer (se I,2). Räntorna befinner sig dock på väldigt låga nivåer, vilket ger stöd åt en högre aktievärdering. Marknaden bedömer att räntan kommer att fortsätta vara låg under en längre tid, vilket påverkar avkastningskravet. Börsen är dyr i förhållande till dagens vinstnivåer men inte i förhållande till räntan. Ett inverterat P/E-tal (Earnings Yield) ger 4,3 procent i "förväntad avkastning", vilket kan ställas mot den tioåriga obligationsräntan på ca 1 procent (se I,3). I dagens höga värderingar är en hel del inprisat, vilket dämpar potentialen för börsen under året. Det som fortsatt talar för aktiemarknaden är att den sällan utvecklas dåligt under perioder av vinsttillväxt. Marknaden kan mycket väl gå från dyr till extremt dyrt, med stöd av utlovade stimulanser som eldar på.

Historiskt så brukar aktiemarknaden utvecklas i paritet med de ekonomiska utsikterna, vilket syns tydligt när man plottar förändringstakten för inköpschefsindex i relation

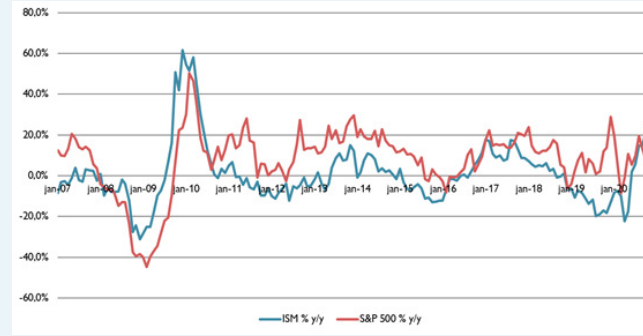
till utvecklingen på aktiemarknaden (se 1,4). Givet den höga nivån på ISM (se 1,4,1) är det kanske inte så troligt att förbättringstakten håller i sig och att vi får se ytterligare starka uppgångar i ISM-index i närtid, vilket även kanske ska spegla en mer försiktig hållning till börsens potential i närtid.



1.2 PE-tal



1.3 US: Earnings Yield vs 10 yr Yield



1.4 US: ISM Manufacturing y/y vis S&P 500 y/y



1.4.1 US: ISM Manufacturing PMI

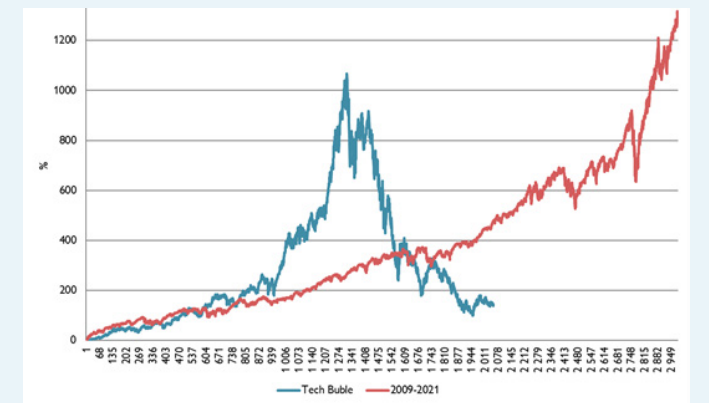
Börsen har gått starkt. Är det en bubbla? Utvecklingen påminner om uppgångsfasen inför IT-kraschen 1999-2000.

Den här gången är det annorlunda - eller? När man väl befinner sig i en bubbla så är upplevelsen att vi "här och nu" inte befinner oss i närheten av ett läge där den är på väg att spricka. Det finns likheter med, men även stora skillnader från, 1999-2000 (se 1.5).

IT-boomen under senare delen av 1990-talet kännetecknades av dotcom-bolag som steg till himlen. De blev som alla vet kraftigt övervärderade och det ledde till den så kallade IT-kraschen.

Förklaringen till extremt höga vinstmultiplar var "den nya ekonomin", vi kunde inte använda gamla värderingsmodeller för IT-bolagen. Men med facit i hand så slutade det i en krasch och många bolag tvingades i konkurs. Aktier som "alla" ville äga och som var en självklarhet i portföljen när marknaden rusade, blev aktier som gjorde ont i magen, och föll mest av alla när marknaden dök - "in short, consensus and popularity are rocket fuel on the way up and poison on the way down". Ränteläget skiljer sig mellan perioderna. De långa räntorna låg kring 5-6 procent mot dagens kring 1 procent. Den uppgångsfas vi haft sedan slutet av finanskrisen är betydligt mer utdragen i tid. Tech-sektorn har dock under 2020 haft en alarmerande snabb tillväxt. Om vi blickar framåt så kommer stigande räntor samt eventuella regleringar för Tech-sektorn troligtvis resultera i en sektorrotation på marknaden. Fokus kan skifta från tillväxtbolag till mer traditionella värdebolag inom t ex verkstad och bank.

Ett sätt att se på centralbankernas agerande under senaste tiden är att de sänker avkastningen på säkra tillgångar och istället ökar efterfrågan på riskfyllda tillgångar. Genomförandet och implementeringen av strategin innebär samtidigt att man riskerar att bubblor kan uppstå vilket kan få stora konsekvenser och kostnader, men kostnaden för att inte göra något är troligtvis högre...



1.5 Nasdaq 100 Stock Index (period 1995 - sept 2009, peak 2000-03-27)

Nasdaq 100 Stock Index (period 2009 - 2021)

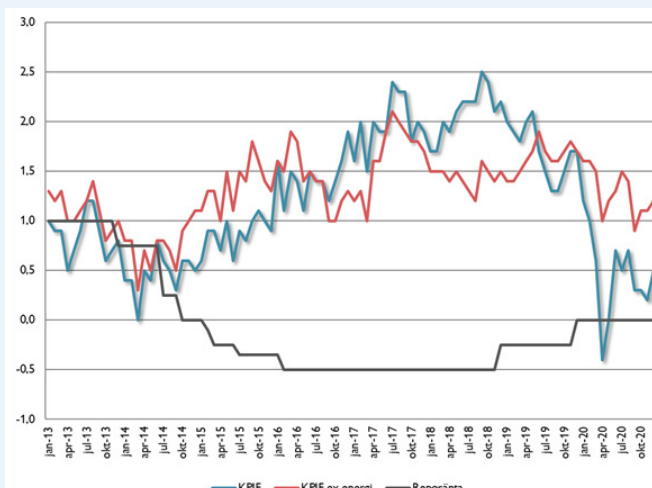
Behöver jag vara orolig för inflation? Brukar inte börserna gå ner när inflationen går upp?

Med inflationen fortsatt under Riksbankens inflationsmål bedömer vi att styrräntan kommer att ligga kvar på 0 inom överskådlig tid (se 1.6). Sen återstår det att se vilka långsiktiga ekonomiska effekter som såväl den selektiva nedstängningen som de vidtagna stimulansåtgärderna kommer att få. Även om svensk ekonomi i närtid tacksamt tar emot både penningpolitiska och finanspolitiska stimulanser kan det i det längre perspektivet leda till följd effekter som i ett senare skede kan få inverkan på såväl inflation som det allmänna ränteläget.

Med utgångspunkt i den amerikanska inflationen så är den långt ifrån centralbankens mål på 2 procents inflation. Den förväntade inflationen från räntemarknaden (breakeven inflation rate) har på senaste tiden tagit sig upp till ca 2 procent (se 1.7), medan den faktiska inflationen fortfarande är låg. En lönedriven uppgång i inflationen är inte speciellt sannolik i närtid. Feds favoritinflationsmätt, kärn-PCE, är på relativt låga nivåer och det kan nog dröja innan den stiger påtagligt.

Dessutom har Fed kommunicerat nya inflationsmål där inflationen tillåts stiga över 2 procent under en period. Mycket talar för måttliga inflationsutsikter och det ger centralbankerna möjligheter att fortsätta stötta ekonomierna under året. En tolkning är därmed att börserna kan utvecklas relativt väl även om inflationen börjar stiga något. Däremot, när centralbanken börjar höja räntorna, vilket lär dröja i och med det nya inflationsmålet, så kommer den första räntehöjningen få ett stort signalvärde, och troligtvis påverka aktiemarknaden negativt.

Till dess kommer den ekonomiska återhämtningen och stimulanserna fortsätta vara de viktigaste drivkrafterna för aktiemarknaden.



1.6 KPIF och Reporänta

-En låg inflation som förväntas ligga under Riksbankens inflationsmål. Styrräntan kommer ligga kvar på 0 under en överskådlig tid.



1.7 US: PCE Core inflation och Breakeven 5yr

-Inflationförväntningarna har stigit till inflationsmålet. Kärninflationen (PCE) har en bit kvar...

Vilka regioner eller marknader kommer att gå starkt under 2021?

En global återhämtningsfas bör vara negativt för dollarn. Men det är erkänt svårt att göra valutaprognoiser. Om dollarn fortsätter att vara svag bör tillväxtmarknaderna kunna utvecklas starkt under året. Efter en viss avmattning har vi sett stora inflöden till tillväxtmarknader under början av året. Kopparkpriser och järnmalmpriset har skjutit i höjden medan oljepriset har legat under press på grund av minskad efterfrågan.

Mycket talar för en återhämtning i oljepriset vilket kommer att gynna den ryska börserna. Ett stigande oljepris leder till att vinsterna och utdelningarna snabbt kommer att komma tillbaka för de ryska oljebolagen. En brasklapp som alltid måste lyftas fram när det gäller Ryssland är politiska risker. Det som kan få scenariot att falla är utökade sanktioner och geopolitiska risker. Med det sagt - den ryska aktiemarknaden tillhörde förra årets förlorare, men har goda möjligheter att bli årets vinnare.

Vilka tillgångslag kommer utvecklas bäst under året? Vilken avkastning kan man förvänta sig?

Riskaptiten är för närvarande hög och kortsiktigt har nog risken för en rekyl ökat i takt med att nya "all time high" sätts. Mycket talar dock för att man ska behålla en positiv syn på aktiemarknaden.

Kortsiktigt har riskbilden förändrats genom att coronaviruset muterat. Om vaccineringen drar ut på tiden, kan det få större realekonomiska konsekvenser än vad ekonomerna först hade räknat med. Om dessutom vaccinet inte skulle visa sig lika effektivt mot de nya virusmutationerna ökar risken för att vi även får en tredje våg. Risken är påtaglig att vi underskattar de negativa effekterna av en nedstängning och att det vi tidigare såg som en "övervintring" blir en betydligt mer utdragen period än väntat.

Om smittspridningen däremot dämpas och ett mer positivt scenario håller i sig, bör aktier och företagsobligationer ha goda förutsättningar för att fortsätta utvecklas väl. Det finns troligtvis mer att hämta i nordisk high yield. Kreditmarknaden har återhämtat stora delar av fallet från i våras, men än kvarstår en attraktiv premie inom nordisk high yield. För Carnegie High Yield Select uppgår den effektiva räntan till drygt 8 procent.

Aktiemarknadens värderingsmultiplar är höga, men det finns fortfarande sektorer där värderingarna inte ser alltför ansträngda ut, t ex banksektorn. De nordiska bankerna uppvisar stabila vinster, hög direktavkastning och låga kreditförluster. De är dessutom relativt lågt värderade. Den svenska börsen kanske inte uppvisar en tvåsiffrig uppgång i år, men det kan mycket väl bli strax därunder.

Ok, det finns potential för en god avkastning? Men det finns alltid risker. Vilka "svarta svanar" kan ni identifiera? Är det läge att bli mer försiktig och dra ner på risken i investeringsportföljen?

En stor cyberattack som slår ut ett eller flera samhällsviktiga system skulle möjligtvis vara en "svart svan". I takt med att samhället blir allt mer digitalt ökar risken för IT-attacker som skulle kunna få förödande effekter för samhällets kärnfunktioner.

De svarta svanarna är oförutsebara händelser som får stora konsekvenser. De är alltså enligt definition händelser som du inte kan förutse, men däremot så går det att begränsa sin risk. Det är oftast de oväntade riskerna som får störst genomslag på de finansiella marknaderna. Vanligtvis benämner man dessa som "tail risk". Risker som ligger långt ut i svansarna på normalfördelningskurvan och som är svåra att kvantifiera, men när de väl inträffar så får det stora konsekvenser. De är dessutom svåra att diversifiera bort, men det hindrar inte investerare från att försöka hitta tillgångar som har låg samvariation med varandra, för att sänka den totala risken i

portföljen. Ett klassiskt exempel är tex guld som ofta ses som en säker hamn i oroliga tider.

Det är svårt att försöka "tajma" marknaden och för de flesta är det bättre att se till att diversifiera sin portfölj både geografiskt och tillgångsmässigt, men även över tid. ■

*Carnegie Fonders placeringsråd genom Magnus Gustafsson
2021-02-15*

PLACERINGSRÅDET



Magnus Gustafsson

Med en magisterexamen i statskunskap från Uppsala universitet inleddes arbetslivet inom finansbranschen 1996 som aktiemäklare på Fisher Partners. Därefter arbetade Magnus som portföljförvaltare på Carnegie Investment Strategy. Han anställdes på Carnegie Fonder 2014 och idag förvaltar han Carnegie Total, Carnegie Multi och Carnegie Total Plus.



Maria Andersson

Maria utbildade sig inom nationalekonomi vid Göteborgs Universitet. Karriären tog fart 2006 som kreditanalytiker på Carnegie Investment Bank, och därefter Swedbank. 2016 var det dags för Carnegie Fonder att rekrytera förvaltaren som idag förvaltar räntefonderna Carnegie Corporate Bond, Carnegie High Yield Select.



Fredrik Colliander

Med ett stort intresse för Ryssland och Östeuropa studerade Fredrik en master i företagsekonomi från Uppsala universitet. Sedan bar det av till Moskva för att axla ansvaret för marknadsbevakningen av Östeuropa på Handelsbanken, där han senare förvaltade Handelsbankens Östeuropafond. Idag förvaltar Fredrik Carnegie Rysslandsfond.



Hans Hedström

Vd och investeringschef. Med en civilingenjörsutbildning från KTH inledde Hans 1988 karriären inom finansbranschen som projektledare inom Corporate Finance. Därefter arbetade han som läkemedelsanalytiker, chefstrateg och analyschef på HQ, för att sedan anställas av Carnegie Fonder 1999.



John Strömgren

John anställdes på Carnegie Fonder sedan 1996. Men det började inte där, efter att han utbildat sig till marknadsekonom och CFA var John mäklare och analytiker på bland annat Nordea. Idag förvaltar han Carnegie Strategifond och Carnegie Strategy Fund.



Mikael Engvall

Företagsekonomi vid Stockholms universitet inledde en karriär inom finansbranschen 1996. Mikael började initialt som mäklare och sedan ansvarig för avdelningen HQ Emerging Markets. Han har varit anställd på Carnegie Fonder sedan 2012 och förvaltar idag Carnegie Investment Grade, Carnegie Likviditetsfond och Carnegie Obligationsfond.