



# CARNEGIE FONDER

STUDIE AV MSCI WORLD SEKTORINDEX, 1995-2023

## VINNANDE AKTIESEKTORER FÖR LÅNGSIKTIGA

Juni 2023

## INNEHÅLL

SAMMANFATTNING	2
STORA SKIFTEN I SEKTORERS AVKASTNING SENASTE 18 MÅNADERNA	3
HUR HAR DET SETT UT ÖVER TID OCH FINNS DET STABILA SAMBAND?	3
AVKASTNING OCH RISK FÖLJER INTE TEORIBOKEN	4
STORA SKILLNADER PÅ RISKJUSTERAD AVKASTNING	5
LÖNSAMMA SEKTORER HAR ÖVERAVKASTAT	6
SLUTSATSER FÖR FRAMTIDEN	6
STRATEGIN CARNEGIE QUALITY	7
APPENDIX	8
TABELL 1. ÅRLIG AVKASTNING OCH RISK	9
TABELL 2. RISKJUSTERAD AVKASTNING	10

*Författare: Didrik Isaksson, Emanuel Furubo och Simon Reinius som förvaltar fonderna Carnegie Global Quality Companies och Carnegie Global Quality Small Cap*

## SAMMANFATTNING

De senaste 18 månaderna har vi sett tvära kast mellan vilka aktiesektorer som presterar bäst när den ekonomiska verkligheten förändrades snabbt och vi för första gången på länge ställdes inför hög inflation och ökande räntor. Medan det på kort sikt kan växla mycket mellan vilka sektorer som är i marknadens favör ställer vi oss här frågan vilka sektorer som går bäst på lång sikt och om det finns några stabila samband som kan förklara skillnader i långsiktig avkastning.

Studien undersöker avkastning och risk hos globala aktiesektorer sedan 1995 och belyser stora skillnader i både absolut och riskjusterad avkastning mellan olika sektorer.

- IT, hälsovård och stapelvaror har haft en betydligt bättre utveckling både sett från absolut avkastning och riskjusterad avkastning.
- De sämsta sektorerna utifrån såväl avkastning som riskjusterad avkastning har varit konjunktur känsliga sektorer med svag långsiktig tillväxt.

Vi har identifierat två tydliga mönster som vi även tror kommer bestå framöver:

1. Vi konstaterar att marknaden inte prissatt risk korrekt utan lågrisksektorer har snarast tenderat att generera högre avkastning. Att marknaden inte prissätter risk korrekt har observerats i ett stort antal akademiska studier och är ett samband som kan antas bestå även framöver. Den sannolika orsaken bakom anomalin är att investerare i marknaden tror att marknaden ska gå upp och därför önskar högriskaktier som i detta scenario går bättre än marknaden i snitt.
2. Sektorer med hög lönsamhet tenderar att systematiskt ge högre avkastning än sektorer med låg lönsamhet. Att höglönsamma bolag tenderar att gå bättre än låglönsamma är även det ett samband som visas i akademiska studier. Vår tes är att en kortsiktig marknad underskattar lönsamhetens inverkan på fria kassaflöden vid tillväxt och att även detta samband kommer att bestå framöver, inte minst då alltmer kapital allokeras av passivt indexförvaltning med avsaknad av någon som helst fundamental analys.

Resultatet av studien leder oss till slutsatsen att det kan vara klokt för långsiktiga investerare att konsekvent övervikta höglönsamma lågrisksektorer som läkemedel och stapelvaror. IT har uppvisat en högre risk men kombinerar ofta en god tillväxt med hög lönsamhet. Vi tror därför att även denna sektor kommer att fortsätta leverera god riskjusterad avkastning även framöver.

Resultaten stöder även två av de hypoteser som Carnegie Quality-strategin är utvecklad efter. Strategin innebär att vi letar bolag som uppfyller tre kriterier; god långsiktig tillväxt, hög uthållig lönsamhet och låg konjunktur känslighet. Hypotesen är att marknaden tenderar att underskatta vikten av lönsamhet vid tillväxt och att den dessutom felprissätter aktier beaktat dess risk. Endast 1 av 10 bolag klarar våra kriterier och utifrån detta mindre universum identifierar vi sedan en fokuserad portfölj av fundamentalt undervärderade bolag.

## STORA SKIFTEN I SEKTORERS AVKASTNING SENASTE 18 MÅNADERNA

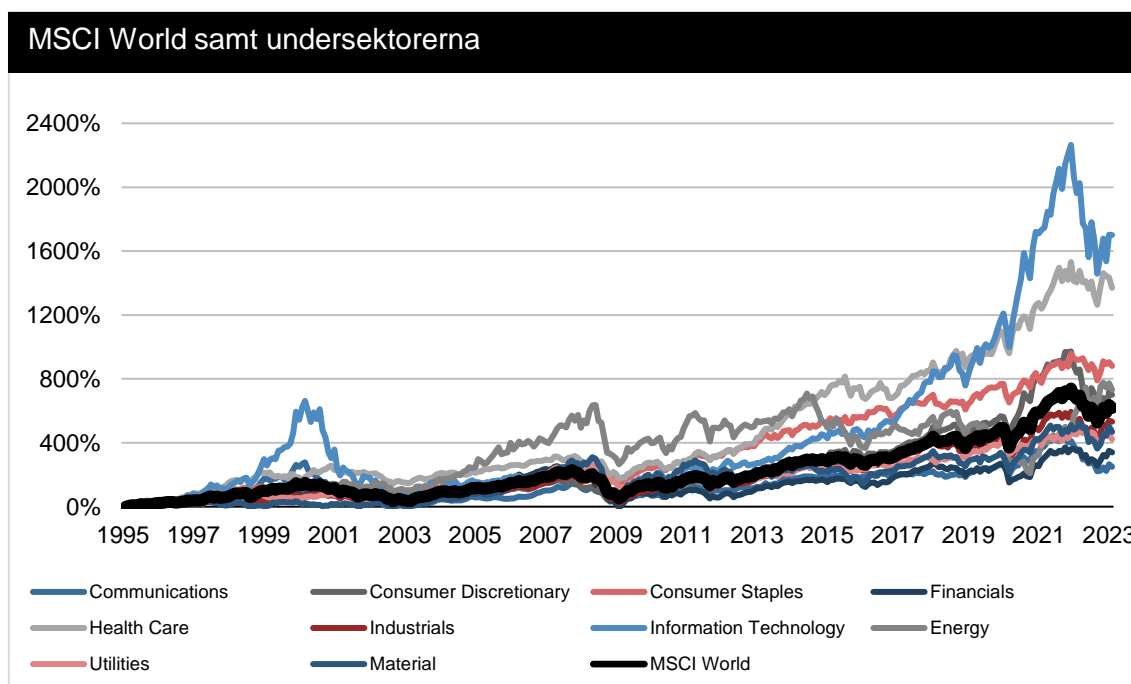
De senaste 18 månaderna har vi sett tvära kast mellan vilka sektorer som presterat bäst och de som vande sig under slutet på 10-talet vid att teknik alltid går bäst fick se den tesen omkullkastad när inflation och räntor började stiga kraftigt under förra året. På motsatt sida dundrade helt plötsligt energisektorn fram efter att varit en underpresterare i mer än ett decennium. Finans- och bank såg också bra ut när räntenetton ökade fram till det som alltid till slut händer i banksektorn hände; girighet och överdrivet risktagande ledde till krascher.

## HUR HAR DET SETT UT ÖVER TID OCH FINNS DET STABILA SAMBAND?

Om det senaste året har gjort det påfallande tydligt att det finns en växelverkan mellan vilka sektorer som går bäst respektive sämst under kortare perioder så kan vi ställa oss frågan; hur ser det ut när vi jämför sektorer på lång sikt? Finns det stabila samband som vi tror kan bestå i framtiden?

Vi börjar med att observera börsen globalt sedan år 1995, som är första året för tillgängliga sektorindex från MSCI. MSCI World är ett väletablerat index som följer utvecklingen av stora och medelstora bolag bland de utvecklade länderna och bästa proxy för globala aktier i stort. Från 1995 till början av 2023 har indexet avkastat mer än 600 procent totalt vilket motsvarar ungefär 7,3 procent per år före inflation, inklusive utdelningar.

Bryter vi ned indexet i undersektorer kan vi observera stora skillnader. Bland de överavkastande sektorerna ser vi sällanköpta varor, stapelvaror, hälsovård, IT och energisektorn som alla har levererat en avkastning som är högre än marknadsnittet. På andra sidan myntet har vi kommunikation, finans, industri, kraftförsörjnings och materialsektorn som alla har levererat en underavkastning gentemot MSCI World.

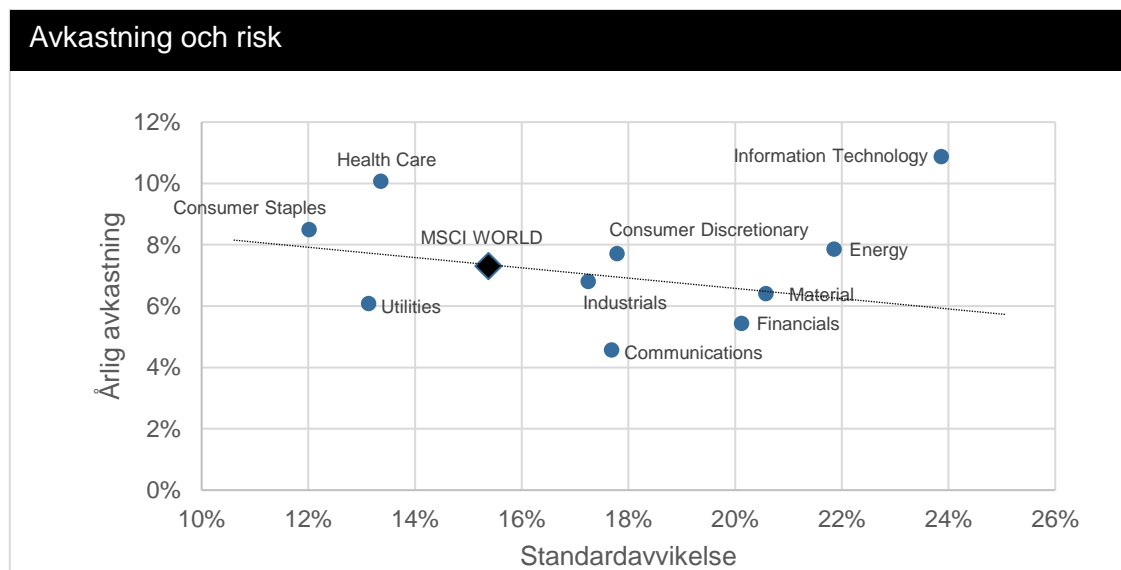


IT-sektorn är den klara vinnaren följt av hälsovårdssektorn. Att dessa två sektorer är i topp är ingen slump då de åtnjuter en strukturell tillväxt driven av stora megatrender i vårt samhälle, som digitalisering och en åldrande befolkning.

Energisektorn är en intressant sektor som var i en väldigt stark uppåtgående trend under de första åren efter millennieskiftet fram till 2008. Därefter har utvecklingen i det stora hela varit sidledes men till en väldigt hög volatilitet. Denna observation är också något som kan förklaras med vårt samhälles stora megatrender där början av 2000-talet fortfarande såg stor tillväxt i fossila bränslen samtidigt som det på senare år har övergått till en stagnation, mycket tack vare hållbarhetstrenden som innebär att man började övergå till ett mer cirkulärt samhälle som var till nackdel för energisektorn med sina olje- och gasbolag.

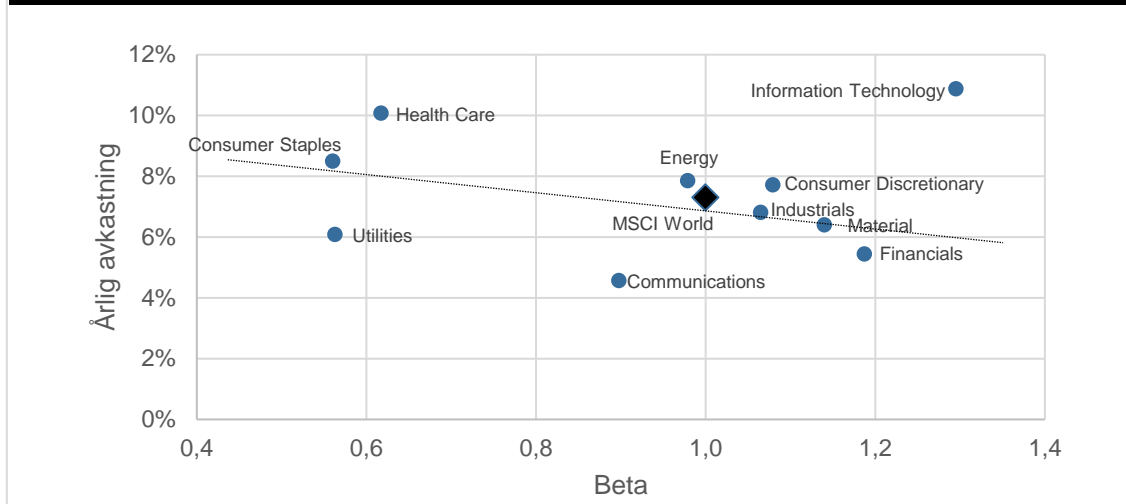
### AVKASTNING OCH RISK FÖLJER INTE TEORIBOKEN

Bortsett från strukturella drivkrafter som påverkat vissa sektorer relativt mer positivt under perioden hade vi kunnat förvänta oss att sektorer med högre risk borde ge en högre avkastning, i linje med klassisk finansiell teori där investerare över tid kompenseras för att ta högre risk med högre avkastning. En intressant spaning är därmed att mer defensiva sektorer som stapelvaror och hälsovård är de som gett högst avkastning, tillsammans med IT-sektorn. Överlag kan vi utläsa ett svagt negativt samband mellan avkastning och risk, tvärt emot vad skolboken lärt oss.



\*Regressionslinje exklusive informationsteknik

## Avkastning och Beta



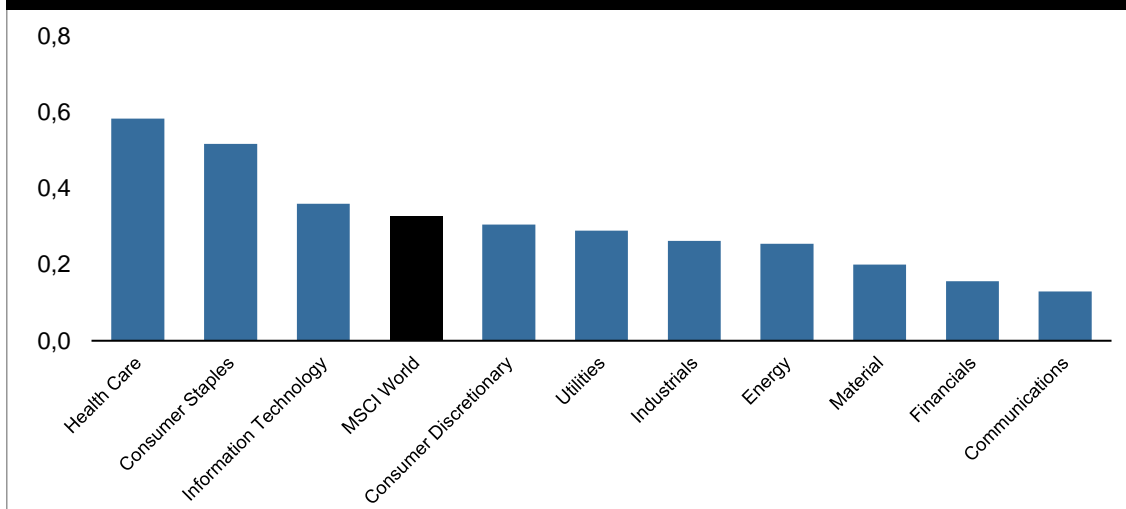
\*Regressionslinje exklusive informationsteknik

Denna anomali har även beskrivits i ett flertal akademiska studier där hypotesen är att investerare som ligger i marknaden tror att börsen kortsiktigt ska upp och därför söker aktier med högre risk som då kortsiktigt handlas upp till högre värderingar. Defensiva, "tråkiga" aktier tenderar istället att undervärderas vilket över tid översätts till högre avkastning.

## STORA SKILLNADER PÅ RISKJUSTERAD AVKASTNING

Tittar man på den riskjusterade avkastningen, nedan mätt som Sharpekvot, så ser man ännu tydligare hur stapelvaror och hälsovårdssektorn överträffar både marknaden i sin helhet och övriga sektorer.

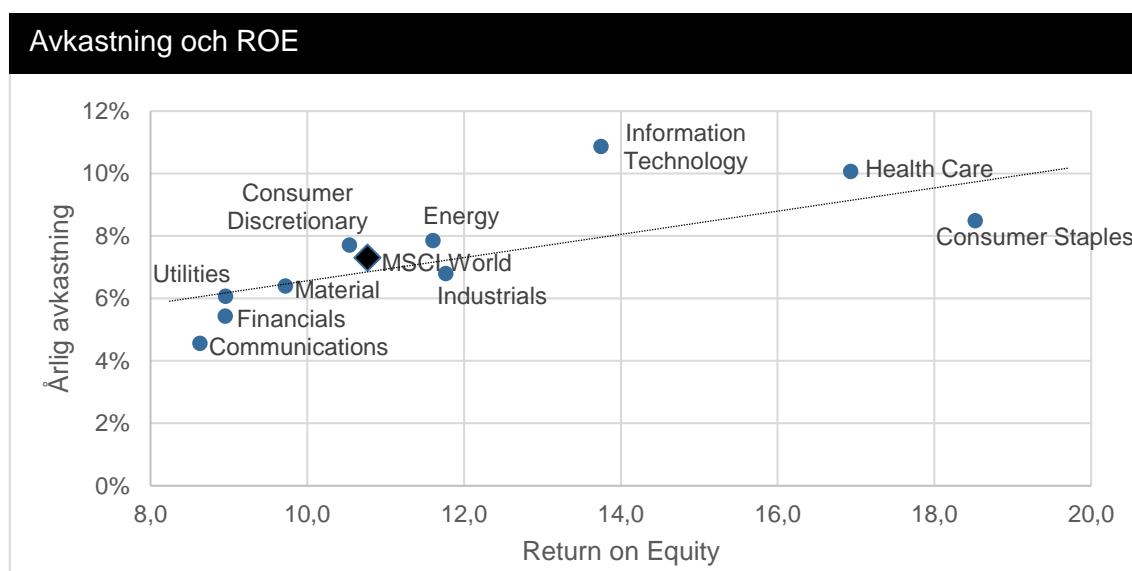
## Riskjusterad avkastning, Sharpekvot



En ytterligare observation är att finans och materialsektorn, som är bland de sämsta sektorerna avseende både totalavkastning och riskjusterad avkastning, är väldigt utsatta för externa makroekonomiska faktorer så som konjunkturcykler, råvaru- och ränterisk, utbudschocker osv. Dessa sektorer har med andra ord en högre grad av oförutsägbarhet och en högre tendens att drabbas av extrema riskhändelser som troligtvis är en stor bidragande faktor till den lägre avkastningen i längden.

### LÖNSAMMA SEKTORER HAR ÖVERAVKASTAT

Ytterligare en förklarande faktor är lönsamhet, där vi ser ett klart positivt samband mellan avkastning och den genomsnittliga lönsamheten på eget kapital. Vi ser också en viss gruppering – inom de lägre avkastande sektorer är förhållandet extra starkt men är omvänt inom de högavkastande sektorerna IT, hälsovård och stapelvaror. Möjligtvis kan det ses som ett exempel på att bland dessa sektorer – men inte bland övriga – får man kompensation för den högre risken inom IT-sektorn.



Att höglönsamma bolag tenderar att gå bättre än låglönsamma är även det ett samband som visats i akademiska studier. Vår tes är att en kortsiktig marknad underskattar lönsamhetens inverkan på fria kassaflöden vid tillväxt. Ett samband som är tydligt i långsiktig fundamental bolagsanalys men som inte fångas upp i enklare mer kortsiktiga analyser där bolag ofta utvärderas endast på tillväxt obeaktat lönsamhet.

### SLUTSATSER FÖR FRAMTIDEN

Vi kan konstatera att även om det på kortare tidshorisonter finns stor variation i vilka sektorer som presterar bäst finns det tydligare samband på längre sikt. Lågrisksektorer tenderar överlag att prestera bättre över längre tidsperioder, möjligtvis för att dessa tenderar att förbises av kortsiktiga investerare som söker högriskaktier, och därmed konsekvent handlas till alltför låga värderingar. Vidare ser vi att de sektorer som avkastat allra bäst även sticker ut med en i snitt högre lönsamhet.

Mycket talar för att lågrisksektorer och sektorer med lönsam tillväxt kommer fortsätta leverera en hög riskjusterad avkastning. För långsiktiga investerare som söker en god stabil avkastning finns därför en poäng i att konsekvent övervikta höglönsamma lågrisksektorer som läkemedel och stapelvaror.

## **STRATEGIN CARNEGIE QUALITY**

Resultaten stöder två av de hypoteser som Carnegie Quality-strategin är utvecklad efter. Vi förvaltar idag två fonder efter denna strategi, Carnegie Global Quality Companies och Carnegie Global Quality Small Cap. Förvaltningen sker efter en tydlig metodik utvecklad sedan mitten av 90-talet och är helt kopplad till modifierade modeller inom fundamental kassaflödesanalys.

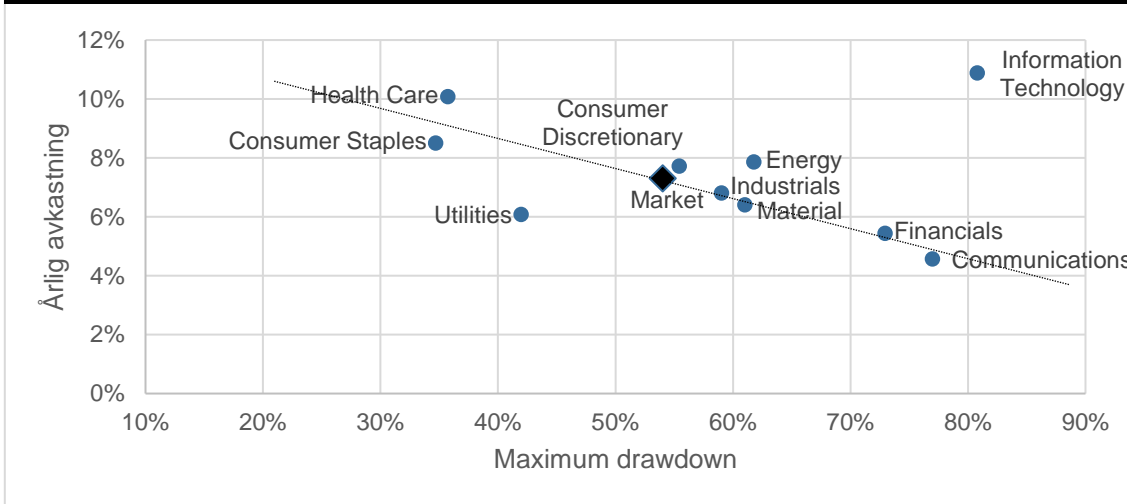
Strategin innebär att vi letar bolag som uppfyller tre kriterier; god långsiktig tillväxt, hög uthållig lönsamhet och låg konjunkturkänslighet. Vi kallar bolag som uppfyller våra kriterier kvalitetsbolag. Hypotesen är just att marknaden tenderar att underskatta vikten av lönsamhet vid tillväxt och att den dessutom felprissätter aktier beaktat dess risk. Endast 1 av 10 bolag klarar våra kriterier och utifrån detta mindre universum identifierar vi sedan en fokuserad portfölj av fundamentalt undervärderade bolag.

Portföljerna kombinerar ett högt förväntat avkastningsplan med låg risk och målsättningen är att de ska utgöra stabila grundstenar i långsiktiga investeringsportföljer. Med låg risk kan investerare även öka sin totala aktieexponering utan ökad portföljrisk.



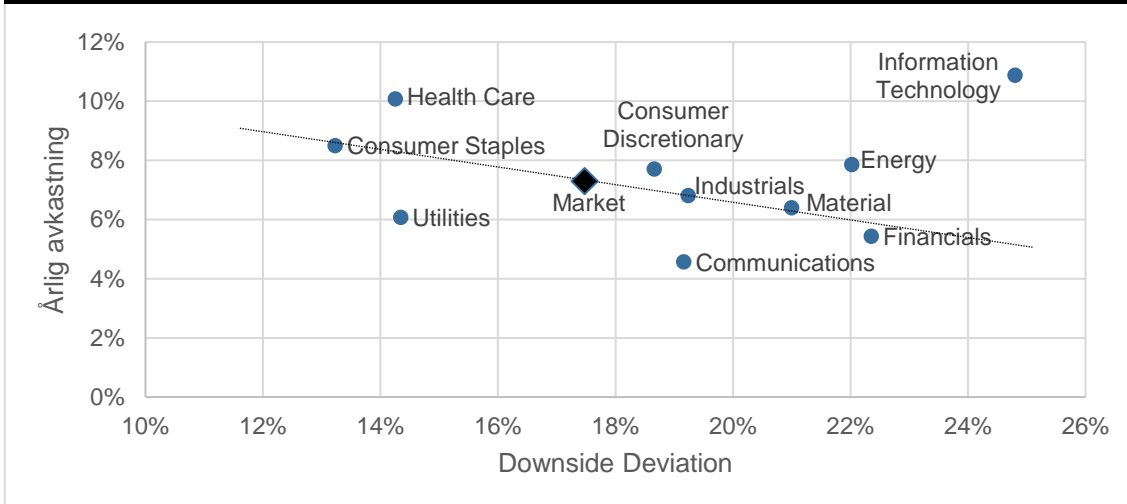
## APPENDIX

### Avkastning och Maximum drawdown



\*Regressionslinje exklusive informationsteknik

### Avkastning och downside deviation



\*Regressionslinje exklusive informationsteknik

TABELL 1. ÅRLIG AVKASTNING OCH RISK

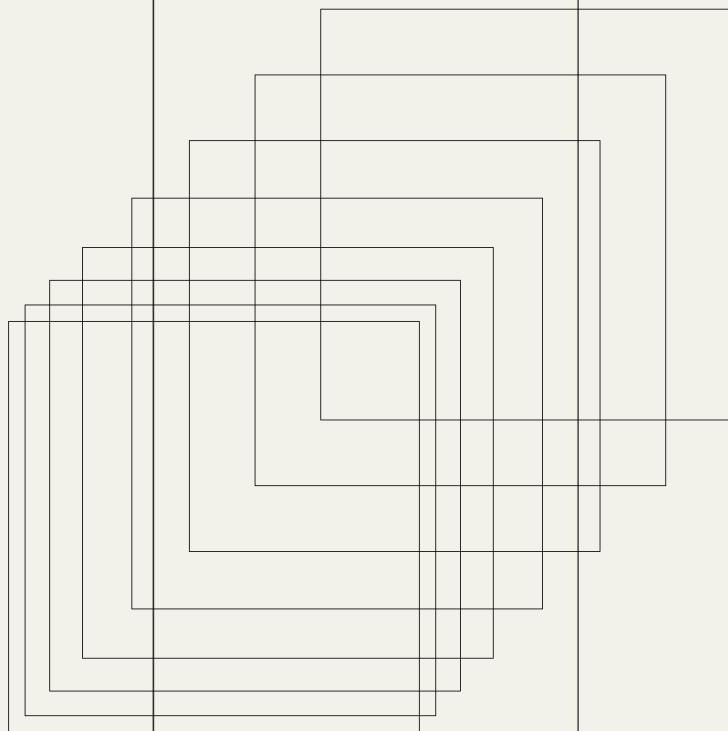
Sektor	Avkastning	Standard- avvikelse	Downside Deviation	Beta	Max Drawdown
Communications	5%	18%	19%	0,9	77%
Consumer Discretionary	8%	18%	19%	1,1	55%
Consumer Staples	8%	12%	13%	0,6	35%
Financials	5%	20%	22%	1,2	73%
Health Care	10%	13%	14%	0,6	36%
Industrials	7%	17%	19%	1,1	59%
Information Technology	11%	24%	25%	1,3	81%
Energy	8%	22%	22%	1,0	62%
Utilities	6%	13%	14%	0,6	42%
Material	6%	21%	21%	1,1	61%
<i>MSCI World</i>	<i>7%</i>	<i>15%</i>	<i>17%</i>	<i>1,0</i>	<i>54%</i>

**TABELL 2. RISKJUSTERAD AVKASTNING**

<b>Sektorer</b>	<b>Sharpe</b>	<b>Sortino</b>	<b>Treynor</b>	<b>RoMaD</b>
<b>Communications</b>	0,13	0,12	0,03	0,03
<b>Consumer Discretionary</b>	0,30	0,29	0,05	0,10
<b>Consumer Staples</b>	0,52	0,47	0,11	0,18
<b>Financials</b>	0,16	0,14	0,03	0,04
<b>Health Care</b>	0,58	0,55	0,13	0,22
<b>Industrials</b>	0,26	0,23	0,04	0,08
<b>Information Technology</b>	0,36	0,35	0,07	0,11
<b>Energy</b>	0,25	0,25	0,06	0,09
<b>Utilities</b>	0,29	0,26	0,07	0,09
<b>Material</b>	0,20	0,20	0,04	0,07
<b>MSCI World</b>	0,33	0,29	0,05	0,09



# CARNEGIE FONDER



**Riskinformation** Investeringar i finansiella instrument är förknippade med risk och en investering kan både öka och minska i värde eller komma att bli värdelös. Historisk avkastning är ingen garanti för framtida avkastning.