

ALPCOT

Mars 2025

# Marknads -insikter -utsikter

”- Rekalibrering pågår!”  
Jonas Olavi, Allokeringsschef, Alpcot AB

Uppdaterad per 2025-02-27



## Reflektioner

Ett marknadsbrev utan en kommentar kring Trump och hans administrations politik är knappast möjligt när nu många initiativ tas/testas/implementeras. Att det skulle bli stor osäkerhet var givet så nu gäller det att strukturera upp hur politiken kan tänkas utvecklas så att vi står bättre rustade att förhålla oss till politiken och dess konsekvenser.

*Först och främst vill jag poängtera att det sällan blir så bra som man hoppas, men heller sällan så illa som man befäror. Så med alla dimridåer och plötsliga in- och utfall så gäller det att hålla huvudet kallt så man inte tar känslomässiga beslut.*

Finansministern Scott Bessent har uttryckt att vi är i en "Post Bretton Woods realignment".

Bretton Wood-avtalet undertecknades i juli 1944 och avsåg att skapa ett nytt ekonomiskt system efter andra världskriget. Huvudsyftena var att skapa en stabil valutaordning, vilket gjordes genom att koppla valutors värde till dollarn som i sin tur kopplades till guldets värde. Därigenom ville man uppnå fasta växelkurser som gjorde det lättare att planera för företagen och regeringar.

Två finansiella institutioner skapades, dels världsbanken (IBRD) genom vilken lån kunde upptas för att återuppbygga länder som drabbats av kriget, dels internationella valutafonden (IMF), genom vilken ekonomisk stabilitet och

samarbete skulle främjas genom att hjälpa länder hantera betalningsbalansproblem genom att ge kortfristiga lån.

Detta system, främst guldkopplingen, övergavs av Nixon på 70-talet.

Den förnyade politikiska strategin under Trump handlar om att sammanfläta utrikespolitik med handelspolitik.

Genom sin dominans i den finansiella marknadens struktur och på det säkerhetspolitiska planet står USA redo att omforma balanserna där de som åtnjuter skydd från USA också skall betala proportionerligt för sig.

Tariffer är det medel som används som förhandlingsverktyg, vilket administrationen anser gynnar amerikansk ekonomi oavsett utfall.

Antingen så ger motparten vika för krav på gränspolitik, försvarsutgifter, handels-/valutaobalanser, eller så tjänar USA pengar till statskassan med implementerade tariffer och kan sänka skatterna för att stimulera efterfrågan.

Vedergällningstullar kommer naturligt inte vara positivt för USA, men de bemöter dessa hot med hot om minskade säkerhetsgarantier.

Administrationen kommer helt enkelt differentiera tarifferna och säkerhetsgarantierna gentemot sina motparter utifrån dess motparts relation till USA. Scott Bessent menar på att världen skall delas in i tre korgar som

grundar sig på följande stöttepelare;

- **bilateral handelsdynamik,**
- **säkerhetsarrangemang och**
- **valutapolitik.**

Tanken är att länder sorteras in utefter färg, **röd**, **gul** och **grön**, som ett trafikljussystem, där USA vill ha så många gröna motparter som möjligt.

Europa skulle givet handelsöverskott och relativt låga militära utgifter anses vara gul, men skulle genom köp av LNG och utöka försvarsutgifterna kunna röra sig mot den gröna korgen.

På sikt spekuleras det även om en **Mar-a-Lago-Accord** (som anspelar på **Plaza Accord 1985** som syftade till att försvaga dollarn) i syfte att skapa en ny multilateral valutaöverenskommelse, i vilken länder låter sin valuta stärkas gentemot dollarn, samt pressa ned långa amerikanska obligationsräntor. Länder som spelar med kan åtnjuta såväl säkerhetsgarantier som lägre eller potentiellt inga tariffer.

Administrationen har ventilerat tankar om att "beskatta" utländska innehav av amerikanska statsobligationer, eller att förmå innehavare av dessa obligationer att röra sig långt ut på kurvan (det har talats om 100-åriga icke-omsättningsbara nollkupongare). Om innehavare behöver likviditet skulle FED vara garanten för kortfristigare lån.

För att lyckas genomföra en så genomgripande finansiell plan så måste USA:s stora långivare Kina och Europa gå med på detta, vilket visar hur komplext detta är.

Med rosa läsglasögon på skulle man möjligen se ett rättvisare ekonomiskt system i framtiden, med mörkare läsglasögon en så pass disruptiv förändring att det hotar det finansiella systemet och dess nuvarande stabilitet.

---

*Inte så konstigt att  
guldet gått starkt och  
gillas av, inte minst –  
centralbanker!*

---

Finansminister Bessent har utmålats sin ekonomiska strategi som 3-3-3-regeln.

- **3 procent BNP-tillväxt,**
- **3 miljoner fler fat olja per dag (pressar ned priserna) samt**
- **3 procents budgetunderskott.**

Ett stort fokus kommer tillväxtmålet att ha och som Bessent menar är det sista försöket att bryta trenden till en hållbarare ekonomisk utveckling. Genom att kick-starta den amerikanska ekonomin med sänkta skatter och avregleringar hoppas han kunna växa sig ur problematiken och skapa en balans, samtidigt som tariffer skall finansiera skattesänkningarna.

Sedan 2014 har den amerikanska dollarn apprecierats (stärkts) med 40 procent i reala termer, vilket med Trumps logik har skapat en konkurrensnackdel gentemot handelspartners där USA har "finansierat" global handel.

Bessent räknar med att **2/3-delar** av tarifferna passerar genom valutaförändring, medan NBER räknar med att **1/3-del** passerar genom valutan. Detta ger en grov uppskattning hur det kan tänkas påverka valutor som är handelsmotparter mot USA.

I ett kortsiktigare perspektiv bör den ekonomiska planen enligt ovan stärka dollarn. **Handelsrapporten 1 april** och eventuella då implementerade tariffier kommer avgöra denna kortsiktigare utveckling. Europeiska aktier har stigit och euron stärkts och står risken att båda drabbas negativt om det blir höga (+25%) tullar. Ett eld-upphör eller fred i Ukraina bör omvänt stärka Euron.

Svenska kronan har förutsättningar att stärkas i en fredssituation, men drabbas negativt i ett risk-off-scenario (höga tariffier).

Dollarn bör kunna stärkas utifrån en tariffhöjning samt potentiellt hjälpt av stigande BNP-prognoser (kom ihåg att aktiemarknaden diskonterar framtiden med hjälp av andra-derivator, dvs när en trend ändrar kraft och så småningom riktning).

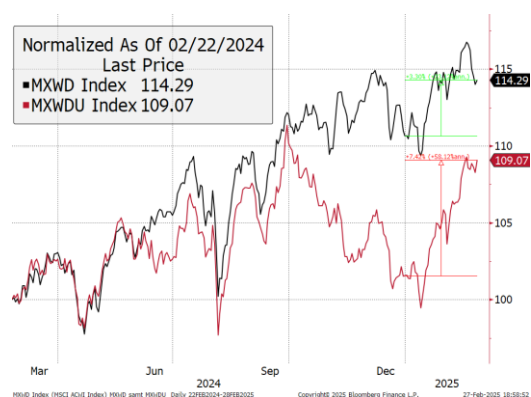
Så utsikterna fortsätter att vara tämligen oklara, men kan anta en mer bestämd

trend inom kort.

## Börserna hittills i år

Trots att amerikanska börserna S&P500 och Nasdaq100 noterade nya all-time-highs i lokal valuta efter årsskiftet, innan rekyllerna, märks det knappt när andra börser levererat god utveckling i många fall, och kronan stärkts, vilket ger en relativt svagare utveckling i SEK för placeringar i USD.

## MSCI World AC samt samma utan USA



Källa: Alpcot, Bloomberg

Världsindex inklusive USA är upp med ca 1,9 procent, men ca 6 procent utan USA. Så det omvända förhållandet mot vad som gällde förra året och flera år dessförinnan!

Är det läge att rotera mellan marknader och tillgångsklasser är en motiverad fråga. Som ovan utläggning om Trumpadministrationens agenda och svårigheten att avgöra när eventuella tullar genomförs och därmed konsekvenserna därav så kan det vara bättre att hålla sig till övergripande trender.

-----

I en väldiversifierad portfölj ingår USA vara sig man vill eller inte och i en historisk betraktelse har det varit väldigt dyrt att inte ha exponering mot USA. Att försöka hedga sig valutamässigt brukar heller sällan vara en framgångsrik strategi eftersom man då har två faktorer att ta hänsyn till som antingen samverkar eller motverkar placeringen.

Börsen har en tendens att gå i samma riktning som vinster, vinstprognoser och försäljningsutveckling. Hopp och rädsla styr på kort sikt, momentum på medel till lång sikt och vinster och försäljning på ännu längre sikt.

Att handla i fasen hopp och rädsla i stället för mer underbyggda faser är ungefär som att chansa, en sällan lyckosam strategi.

Vår uppgift inom de diskretionära mandaten är att först och främst att hålla risken inom dess ramar. Därefter handlar det om att skapa så god riskjusterad avkastning som möjligt, vilket uppnås genom att blanda olika tillgångar, marknader och stilar.

Att helt undvika en marknad är med vårt synsätt helt i sin ordning om det är en vikt-mässigt liten marknad. Förra året investerade vi mycket i USA som väger 70 procent av världsindex och nästan ingenting i Sverige som väger under 2 procent. Att undvika USA är en alldeles för stor portföljteoretisk risk att ta och inget som modern portföljteori bygger på, men förstås kan vikten minskas temporärt.

Vår analysprocess går ut på att analysera Marknad – Värdering – Sentiment för att få en sammanvägd bild över hur en portfölj bör optimeras. Vi gör detta varje månad under hela året för att inte missa något och för att kunna avgöra när man verkligen behöver agera och göra en förändring. Detta arbete sammanfattas i denna strategirapport.

-----

### Mera geopolitik

*Det har förekommit ett antal bilaterala samtal mellan USA och Ryssland (Trump och Putin) där USA tycks vilja finna en lösning på konflikten i Ukraina och även tina upp det kalla kriget utanför Ukraina. Trump menar att de båda pratat om stora transaktioner om ekonomiskt utbyte mellan de båda länderna.*

*I FN togs nyligen två beslut, Generalförsamlingens Ukrainaresolution som kräver ett omedelbart tillbakadragande av ryska trupper ur Ukraina, något USA röstade emot. 93 röstade för, 18 emot och 65 länder avstod. Säkerhetsrådets USA-skrivna Ukraina-resolution som inte nämner att Ryssland startade anfallskriget, och inte heller Ukrainas rätt till territoriell integritet.*

*Underförstått innebär detta att USA:s roll som garant för global säkerhet, inom USA:s intressesfär, minskar, vilket allt annat lika gör att Europas roll blir desto viktigare att ta den plats som USA hotar att lämna.*

# Konjunkturläget

## Schematisk BNP-cykel



Källa: Alpcot

Med nu tillgänglig information är det vår bedömning att Sverige når en konjunkturtopp kring 2026. Vi är inne i en förstärkningsfas som bör pågå under minst ett år till.

Men konjunkturprognoser är som bekant ett rörligt mål, varför en topp kan komma både tidigare och senare.

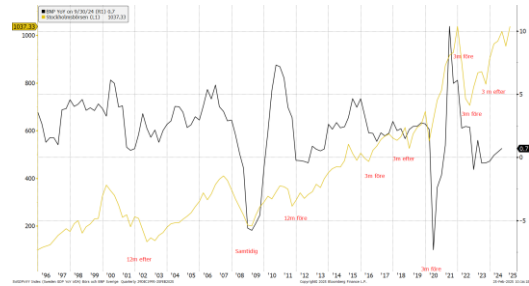
Börsen ligger som bekant cirka 3 månader före vändningar i vinstkonjunkturen, medan dess tajmingförmåga kring att pricka BNP-bottnar och toppar är mer begränsad.

## Börsen bra på att pricka vinster



Källa: Alpcot, Bloomberg

## Börsen mindre god på att pricka BNP

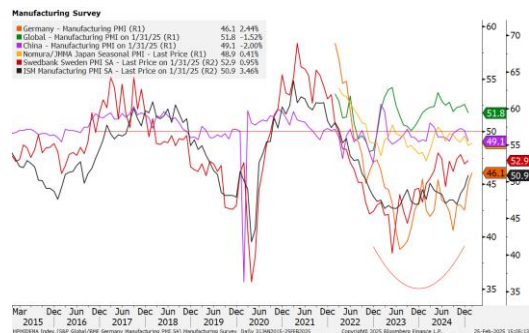


Källa: Alpcot, Bloomberg

## Inköpscheferna avslöjar tempot

Inköpschefsindex för industrin befinner sig i en vändningsfas där andra derivatan svängt upp till positiv lutning. I de olika avstämningarna innan månadsskiftets avslutande PMI-siffror så indikerar industrisiffrorna på uppgång, medan tjänstesektorn överraskande vände ned under 50 igen. I Europa ser flash-PMI ganska blandade ut, så avstämningen efter månadsskiftet blir intressant. Men som brukligt är så tenderar avläsningarna präglas av hur det känns just nu, och då kommer osäkerheten kring USA:s politik troligen att dämpa eventuell optimism.

## PMI – industrin, olika länder, vändn. på G



Källa: Alpcot, Bloomberg

Detta dokument innehåller information och överväganden som analytiker, strateger och portföljförvaltare på Alpcot AB och Alpcot Capital Management Ltd använder som grund för hantering av portföljer och mandat. Detta dokument har upprättats endast i informationssyfte och utgör ingen investeringsrådgivning. Mer viktig information finns i slutet av det här dokumentet. Denna information utgör marknadsföringsmaterial utfärdat av Alpcot AB och Alpcot Capital Management Ltd i Sverige.

Tjänstesektorn befinner sig i de allra flesta länder i expansionsfas. Detta ger en ljus bild över konjunkturutvecklingen kommande 6 månader. I Sverige mäter indexet till 49,2, men segar sig uppåt till expansionsnivåer.

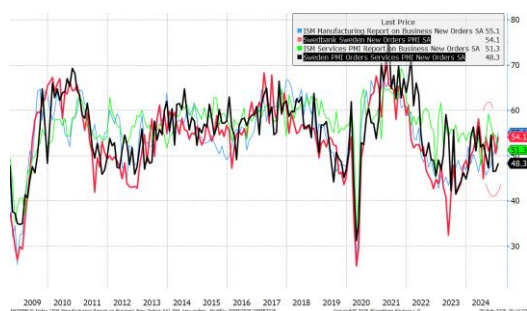
### Tjänstesektorns PMI i expansionsfas



Källa: Alpcot, Bloomberg

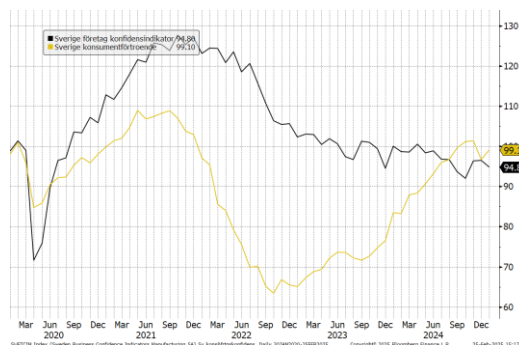
Vad vi är mest intresserade att läsa av är Nya orders som för svenskt vidbekommande vände upp i januari avläsning. Nästa sifferskör kommer 5 mars.

### Nya orders, USA & Sverige, åt rätt håll



Källa: Alpcot, Bloomberg

### Konfidensindikatorer för Sverige



Källa: Alpcot, Bloomberg

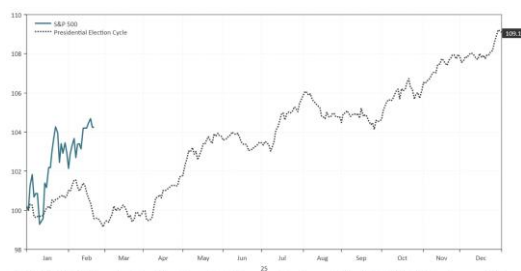
Indikatorn för hushållens framtidsoptimism vände upp i januariavläsningen, understött av sjunkande räntor och hopp om en ljusnande framtid. Företagarna var lite åt det deppigare hållet, eftersom de förutom konjunktur också behöver ha koll på hur eventuella tullar slår på leveranskedjor och försäljning, en given styrelsefråga under våren.

### Fyra andra cykler att beakta

- **4-åriga presidentcykeln** (hur börserna brukar röra sig över den 4-åriga presidentcykeln)
- **10-åriga decenniumcykeln** (starka och svaga år under ett decennium)
- **1-åriga säsongscykeln** (ex Sell in May, stark avslutning i december etc)
- **Bennercykeln**

Detta dokument innehåller information och överväganden som analytiker, strateger och portföljförvaltare på Alpcot AB och Alpcot Capital Management Ltd använder som grund för hantering av portföljer och mandat. Detta dokument har upprättats endast i informationssyfte och utgör ingen investeringsrådgivning. Mer viktig information finns i slutet av det här dokumentet. Denna information utgör marknadsföringsmaterial utfärdat av Alpcot AB och Alpcot Capital Management Ltd i Sverige.

## Första året i presidentcykeln



Anmärkning: Presidentcykeln bygger på ett återkommande mönster av tillväxt och återgång i början av året. Detta är mer relevant för den korta siktsspannet.  
Källa: NeuroQuant, Eric Martin Hansen

Källa: Neuroquant

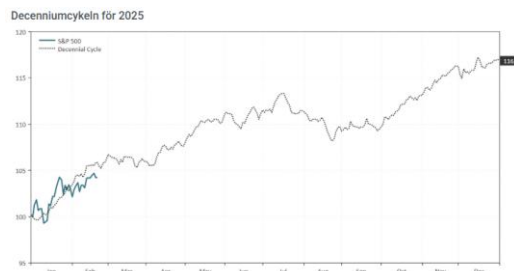
**År 1 (Efter valår):** Det första året efter ett presidentval präglas ofta av osäkerhet när den nya administrationen implementerar sina policyer. Denna osäkerhet kan leda till en mer dämpad marknadsutveckling.

**År 2 (Mellanårsval):** Det andra året, känt som mellanårsvalsåret, har historiskt sett varit det mest volatila och svagaste i cykeln. Politiska omvälvningar och förberedelser inför mellanårsval kan bidra till denna volatilitet.

**År 3 (Pre-election year):** Det tredje året, året före presidentvalet, tenderar att vara det starkaste för aktiemarknaden. Administrationen kan införa ekonomiska stimulanser för att förbättra ekonomin inför det kommande valet, vilket ofta gynnar marknaden.

**År 4 (Valår):** Under det fjärde året, själva valåret, kan marknaden uppleva volatilitet på grund av osäkerhet kring valresultatet. När valet är avgjort och osäkerheten minskar, tenderar marknaden att stabiliseras och ofta utvecklas positivt.

## 10-årscykeln



Anmärkning: 10-års decenniumcykeln bygger på ett återkommande mönster av tillväxt och återgång på vintern i december och början av året. Detta är mer relevant för den korta siktsspannet.  
Källa: NeuroQuant, Eric Martin Hansen

Källa: Neuroquant

**År som slutar på 0:** Har historiskt varit svaga, med flera björnmarknader.

**År som slutar på 1-3:** Har ofta haft blandad prestation.

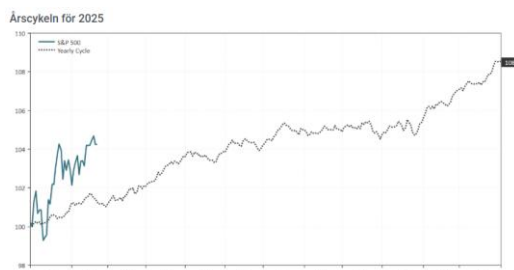
**År som slutar på 5:** Har varit särskilt starka, med få nedgångsår.

**År som slutar på 7:** Har ofta varit volatila och svaga.

**År som slutar på 9:** Har tenderat att vara bra.

Data från 1800-talet.

## Ettårscykeln



Anmärkning: Årscykeln bygger på ett återkommande mönster av tillväxt och återgång i början av året. Detta är mer relevant för den korta siktsspannet.  
Källa: NeuroQuant, Eric Martin Hansen

Källa: Neuroquant

Detta dokument innehåller information och överväganden som analytiker, strateger och portföljförvaltare på Alpcot AB och Alpcot Capital Management Ltd använder som grund för hantering av portföljer och mandat. Detta dokument har upprättats endast i informationssyfte och utgör ingen investeringsrådgivning. Mer viktig information finns i slutet av det här dokumentet. Denna information utgör marknadsföringsmaterial utfärdat av Alpcot AB och Alpcot Capital Management Ltd i Sverige.



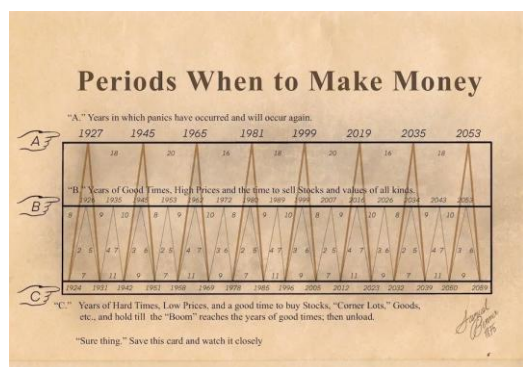
**"Sell in May and Go Away"**: Maj till oktober har historiskt sett varit svagare än november till april.

**"Tomterally"**: Börsen tenderar att gå starkt de sista veckorna i december och början av januari.

**"Januarieffekten"**: Småbolag tenderar att prestera bättre i januari än stora bolag.

**"Septembereffekten"**: September har historiskt varit den svagaste månaden på året för aktier.

## Benner-cykeln

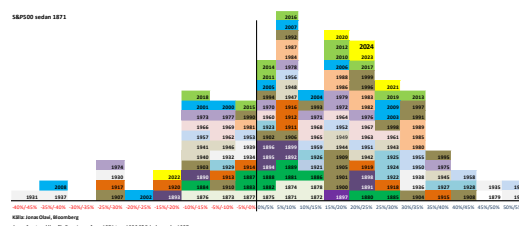


Källa: Samuel Benner, 1884 "Benners Prophecies of Future Ups and Downs in Prices."

Benner studerade cykler på 1800-talet för grödor och sade sig ha funnit upprepningsbara mönster som syftade till att optimera hans handel av jordbruksprodukter. (En börstopp indikeras 2026!)

Kanske finner du något annat mönster i nedan årstabel med avkastningssiffror sedan 1971 för USA-börsen.

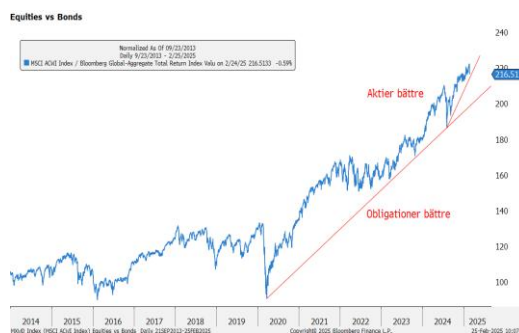
## Årsavkastningar för S&P500 sedan 1871



Källa: Jonas Olavi

## Observationer & allokering

### Aktier vs obligationer



Källa: Alpcot, Bloomberg

Relationen mellan aktier och obligationer talar, trots höga nivåer, fortfarande till aktiers fördel, så tillvida att det inte blir en global recession, vilket vi inte tror på.

Vi kvarhåller vår pro-risk-allokering in i mars, men drar in tentaklerna ytterligare.

Detta dokument innehåller information och överväganden som analytiker, strateger och portföljförvaltare på Alpcot AB och Alpcot Capital Management Ltd använder som grund för hantering av portföljer och mandat. Detta dokument har upprättats endast i informationssyfte och utgör ingen investeringsrådgivning. Mer viktig information finns i slutet av det här dokumentet. Denna information utgör marknadsföringsmaterial utfärdat av Alpcot AB och Alpcot Capital Management Ltd i Sverige.

## Säsongeffekten ger (ibland) stöd



Källa: Alpcot

Vi nämnde i förra strategirapporten att vi inte fäster så väldigt stor vikt vid säsongmönstret, men vi sneglar alltid på det för att vara beredd när självuppfyllande profetior står risken att besannas. Året har generellt sett börjat som det brukar vilket framgår av tabellen.

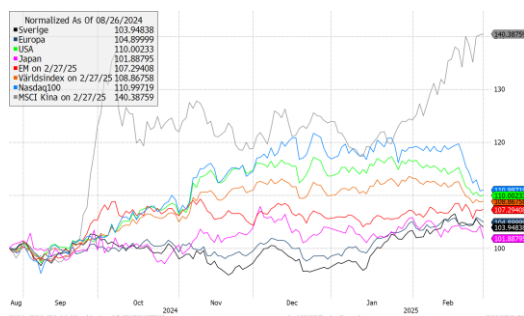
*Vi fortsätter att gilla aktier kontra obligationer och överviktar den förra och underviktar den senare.*

## Allokering huvudtillgångar

Tillgångsfördelning		0	1	2	3	Förändring	1 År	1M	3M	1Y	SV Rörelse	Trend 1Y	Trend 5Y
Aktier							-0,9	-4,3	-0,9	16,4	79,3	↗	↗
Obligationer							-0,8	-1,7	1,3	5,2	-3,4	↘	↘
Kassa							0,4	0,2	0,0	3,5	7,4	↔	↔
Alternativa investeringar							1,0	-0,9	0,3	15,4	49,3	↔	↔

Källa: Alpcot, i SEK.

## Större aktiemarknader, - 6 mån



Källa: Alpcot, Bloomberg, i SEK.

Vi reflekterade över koncentrationsriskerna, värderingar och underliggande BNP-tillväxt i senaste strategirapporten och kom fram till att USA troligtvis får en tillväxtboozt i år med anledning av den kommande politiken.

Detta är alltjämt vår bedömning, men vi ser också en rotation ut ur amerikanska aktier till förmån för exempelvis europeiska, svenska och kinesiska aktier.

Vår bedömning är att vinst- och försäljningstillväxt snart nog kommer vara kursdrivare, men att osäkerheten och flödena kan pågå ännu en tid.

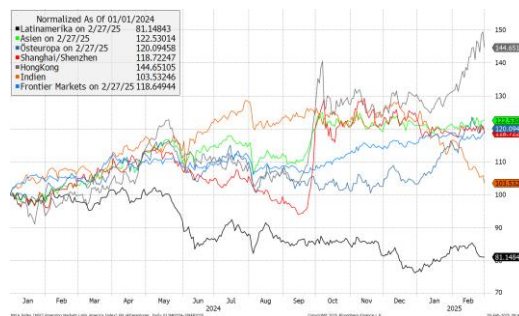
*Därför drar vi nu ner amerikanska aktier till neutral och lyfter tillväxtmarknader till neutral. Det innebär att vi dragit in svansriskerna och skapar maximal frihet att gå i endera riktningen.*

## Regional allokering

Regionala aktier		0	1	2	3	Förändring	1 År	1M	3M	1Y	SV Rörelse	Trend 1Y	Trend 5Y
Norden							5,0	1,3	1,0	1,7	57,5	↗	↗
Europa							7,4	0,5	1,5	12,4	54,0	↗	↗
USA						Neut	-3,1	-5,0	-3,1	18,8	110,6	↔	↔
Japan							-1,0	-3,5	-1,3	4,0	58,3	↔	↔
Tillväxtmarknader						Upp	1,0	-0,2	-0,5	13,9	23,5	↗	↗

Källa: Alpcot, i SEK

## Tillväxtmarknader, 1 år



Detta dokument innehåller information och överväganden som analytiker, strateger och portföljförvaltare på Alpcot AB och Alpcot Capital Management Ltd använder som grund för hantering av portföljer och mandat. Detta dokument har upprättats endast i informationssyfte och utgör ingen investeringsrådgivning. Mer viktig information finns i slutet av det här dokumentet. Denna information utgör marknadsföringsmaterial utfärdat av Alpcot AB och Alpcot Capital Management Ltd i Sverige.

Källa: Alpcot, Bloomberg

Med mycket osäkerhet fortsätter vi med en neutral hållning mellan tillväxtmarknader (som dock lyfts upp till neutral från undervikt). Vi är lite mer positiva till Kina, men de står samtidigt i skottgluggen för USA:s tullar och exportrestriktioner. Många namnkunniga investerare har satsat på kinesiska techbolag efter att Xi Jinping börjat föra publika dialoger med företrädarna för dessa bolag.

Detta har fått många av dessa kinesiska bjässar att skjuta i höjden, särskilt som den kinesiska chatboten DeepSeek fått stor uppmärksamhet med dess lätta konstruktion, något som förstås kommer gynna de bolag som annars behövt investera tungt i amerikanska svåråtkomliga produkter.

### Allokering tillväxtmarknader

Tillväxtmarknader, ex. EU	1A	1M	3M	6M	1Y	1Y	1Y	1Y	1Y	1Y	1Y	1Y	1Y
Latinoamerika	6,1	-3,4	-3,5	-16,2	-4,2	→	→	→	→	→	→	→	→
Indien	-14,9	-11,1	-9,7	-2,5	107,2	→	→	→	→	→	→	→	→
Frontier Markets	2,9	-0,5	1,6	12,7	14,3	→	→	→	→	→	→	→	→
Hong Kong	13,4	10,5	-1,4	43,3	0,1	→	→	→	→	→	→	→	→
Asien	1,5	0,6	-0,6	18,5	27,1	→	→	→	→	→	→	→	→
Östeuropa ex Ryssland	16,8	3,7	-0,4	15,2	52,7	→	→	→	→	→	→	→	→
Kina (Shanghai/Shenzhen)	-3,7	-1,4	-1,6	13,0	6,4	→	→	→	→	→	→	→	→

Källa: Alpcot, i SEK

### Stilpreferenser



Källa: Alpcot, Bloomberg

Detta dokument innehåller information och överväganden som analytiker, strateger och portföljförvaltare på Alpcot AB och Alpcot Capital Management Ltd använder som grund för hantering av portföljer och mandat. Detta dokument har upprättats endast i informationssyfte och utgör ingen investeringsrådgivning. Mer viktig information finns i slutet av det här dokumentet. Denna information utgör marknadsföringsmaterial utfärdat av Alpcot AB och Alpcot Capital Management Ltd i Sverige.

### Stiltabell och förändring

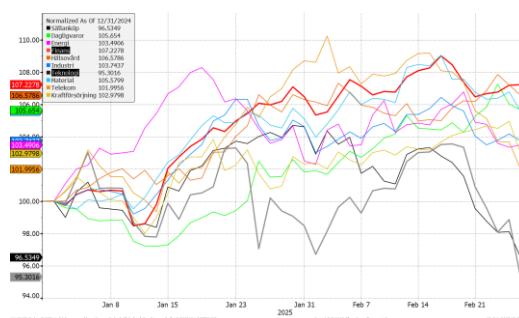
Stil	1A	1M	3M	6M	1Y	1Y	1Y	1Y	1Y	1Y	1Y	1Y	1Y
GLOBAL GROWTH	-4,3	-7,0	-2,6	17,7	112,3	→	→	→	→	→	→	→	→
US Growth	-6,7	-8,6	-3,6	22,5	155,2	→	→	→	→	→	→	→	→
EU Growth	5,9	-1,2	0,0	5,6	55,0	→	→	→	→	→	→	→	→
Nordic Growth 15	5,5	0,6	0,6	-5,3	74,5	→	→	→	→	→	→	→	→
GLOBAL VALUE	2,3	-2,3	1,0	15,6	61,5	→	→	→	→	→	→	→	→
US Value	1,2	-3,4	0,7	17,4	83,2	→	→	→	→	→	→	→	→
EU Value	9,4	2,6	2,1	19,8	50,2	→	→	→	→	→	→	→	→
Nordic Value 15	12,0	4,8	1,5	21,3	82,7	→	→	→	→	→	→	→	→
GLOBAL MOMENTUM	1,0	-4,0	-1,3	21,1	102,6	→	→	→	→	→	→	→	→
US Momentum	0,2	-5,3	-1,5	21,0	99,9	→	→	→	→	→	→	→	→
EU Momentum	8,6	0,6	0,8	24,4	88,5	→	→	→	→	→	→	→	→
GLOBAL LARGE CAP	-1,2	-4,8	-1,0	17,4	93,6	→	→	→	→	→	→	→	→
US Large cap	-3,1	-6,3	-3,2	18,6	108,4	→	→	→	→	→	→	→	→
EU Large Caps	8,1	0,8	1,0	12,1	57,1	→	→	→	→	→	→	→	→
Nordic Large Cap	6,5	1,7	1,2	-1,9	71,1	→	→	→	→	→	→	→	→
GLOBAL SMALL CAP	-3,1	-6,6	-0,5	9,6	56,1	→	→	→	→	→	→	→	→
US Small Cap	-6,9	-9,4	-4,3	7,9	57,1	→	→	→	→	→	→	→	→
EU Small Cap	2,3	-2,5	0,3	7,8	28,7	→	→	→	→	→	→	→	→
Nordic Small cap	4,5	-1,5	-0,7	10,5	44,0	→	→	→	→	→	→	→	→
GLOBAL LOW VOLATILITY	3,6	-0,4	1,6	18,1	55,0	→	→	→	→	→	→	→	→
US Low Volatility	2,4	0,2	1,9	18,8	n.a.	→	→	→	→	→	→	→	→
EU Low Volatility	5,4	0,4	2,2	17,4	45,7	→	→	→	→	→	→	→	→
Nordic Low volatility	8,6	2,4	1,9	15,4	28,4	→	→	→	→	→	→	→	→

Källa: Alpcot, ISEK

Vi fortsätter att gilla momentum och tillväxt, men vi ser en del rotationer mellan marknader, vilket innebär att vi drar ned på den amerikanska exponeringen, snarare än mellan stilar. Detta ger oss full flexibilitet att välja marknad när dammet lagt sig.

Vår branschpreferens har förändrats i så mått att vi även här drar ned på vår tillväxtorienterade syn ett snäpp. En korrektion kan pågå en period, ibland längre än man tror, vilket gör det klokt att inte ta till ytterligheter i risk.

### Branschutveckling sedan årsskiftet



Källa: Alpcot, Bloomberg

På branschnivå fortsätter de mer

defensiva branscherna att utvecklas starkare än de tillväxtorienterade. Vi gör på samma sätt som i stilpreferensen, att dra in svansriskerna i tider av oro. Konkret innebär det en kortsiktigt mer neutral syn på dagligvaror och sällanköp liksom på hälsovård och industri, där vi tidigare hade en mer offensiv syn.

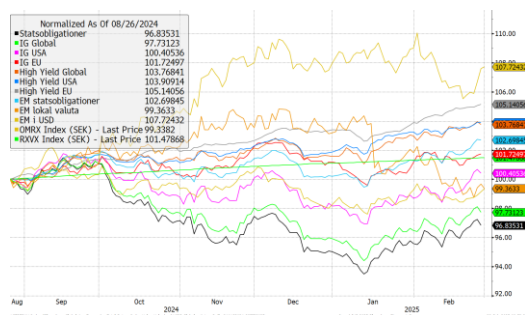
## Branschpreferens

Bransch	1Q	2Q	3Q	4Q	År	1M	3M	6M	1Y	2Y	5Y	Trend 1Y	Trend 5Y
Consumer Discretionary					Ned	-6.2	-10.7	-1.9	13.6	90.1	>	↘	↘
Consumer Staples					Upp	2.9	0.8	1.5	12.3	41.3	↗	↗	↗
Energy						0.7	-2.0	-0.3	6.9	77.1	↔	↔	↔
Financials						4.5	-2.3	1.8	30.2	90.8	↗	↗	↗
Health care					Upp	3.8	-2.7	1.5	5.3	59.1	↗	↗	↗
Industrials					Ned	1.0	-3.8	0.8	13.7	81.7	↔	↔	↔
Information Technology						-7.4	-6.3	-4.5	18.0	166.1	↔	↔	↔
Materials						2.8	-2.5	0.0	4.6	58.8	↘	↘	↘
Communication Services						-0.8	-9.1	-2.3	28.0	91.3	↗	↗	↗
Utilities						0.2	-2.3	-0.3	22.6	27.7	↗	↗	↗

Källa: Alpcot, i SEK

## Vilken typ av ränteexponering då?

## Utveckling olika ränteklasser, -6 mån



Källa: Alpcot, Bloomberg

Trenderna består där högre risk betalar sig, från tillväxtmarknadsobligationer till high yield, medan IG haft det kämpigare avkastningsmässigt och inte minst statsobligationer.

Detta dokument innehåller information och överväganden som analytiker, strateger och portföljförvaltare på Alpcot AB och Alpcot Capital Management Ltd använder som grund för hantering av portföljer och mandat. Detta dokument har upprättats endast i informationssyfte och utgör ingen investeringsrådgivning. Mer viktig information finns i slutet av det här dokumentet. Denna information utgör marknadsföringsmaterial utfärdat av Alpcot AB och Alpcot Capital Management Ltd i Sverige.

## Fördelning mellan olika ränteklasser

Statistik/Portfölj	1Q	2Q	3Q	4Q	År	1M	3M	6M	1Y	2Y	5Y	Rörelse	Trend 1Y	Trend 5Y
Statsobligationer					-0.8	-1.7	1.3	5.2	-3.4	↗	↗	↘	↘	↘
Investment grade					-0.9	-1.7	1.4	6.7	2.1	↗	↗	↘	↘	↘
-US IG					-0.5	-1.2	1.8	10.0	12.3	↗	↗	↘	↘	↘
-EU IG					-1.9	-2.2	0.8	4.5	-3.9	↘	↘	↘	↘	↘
High Yield					-0.6	-2.1	1.3	14.7	34.3	↗	↗	↗	↗	↗
-US HY					-0.7	-2.3	1.5	13.9	39.3	↗	↗	↗	↗	↗
-EU HY					-0.7	-1.5	0.6	9.3	25.6	↗	↗	↗	↗	↗
E.M. Obligationer					-0.2	-1.6	1.8	13.2	16.5	↗	↗	↗	↗	↗
EM Lokal valuta					-0.1	-0.1	1.0	8.0	30.0	↗	↗	↗	↗	↗
EM Hårdvaluta					0.0	-1.2	2.2	13.7	13.2	↗	↗	↗	↗	↗

Källa: Alpcot, i SEK

## Vilka alternativa tillgångar då?

## Utveckling alternativa tillgångar



Källa: Alpcot, Bloomberg

Rekylen i hedgefonder på ett övergripande plan visar att sk "smart money" haft svårare att skapa avkastning i en volatil miljö. Vi är fortsatt indifferent mellan alternativa tillgångsslag.

Råvarupriser kan ibland ge oss en hint om hur konjunkturen utvecklas, men som alltid bör detta tolkas med viss reservation eftersom priser också styrs av tillgång och produktion på/av råvaror. Ibland är tillgången låg på grund av underinvesteringar, problem i gruvor eller problem längre upp i tillverkningskedjan, vilket får effekter på priserna men som inte säger så mycket egentligen om konjunkturen.

Inom råvaror har ädelmetaller, tillsammans med timmer och grödor utvecklats starkast medan industrimetaller och transportliknande signaler befinner sig på lägre nivåer. Studerar vi industrimetaller så kan vi konstatera att Doktor Koppar faktiskt fått lite luft under vingarna sedan årsskiftet, liksom aluminium och järn, medan järn och bly fortfarande har det blytungt. Kanske kan det vara ett gryende tecken på en förbättrad konjunktur?

Med tanke på att försvarsutgifterna kommer öka kraftigt kommande år får man förmoda att efterfrågan på industrimetaller kommer öka kraftigt i dess kölvatten, vilket också kan ha en förklaring till prisutvecklingen.

### Industrimetaller indikerar förbättrad konjunktur



Källa: Alpcot, Bloomberg

### Fördelning alternativa tillgångar

Alternativa investeringar	CO2	ESG	Besvär	11p	1m	3p	1y	5y	10y	Trend 11	Trend 51
Global REITS				-1,0	-0,8	1,4	14,1	19,3		↘	↗
EU REITS				0,3	-2,6	1,5	7,1	-24,1		→	↘
US REITS				0,9	-0,2	1,5	15,0	26,3		↗	↗
Nordic REITS				-1,7	-4,4	0,9	5,6	-14,8		↘	↘
Commodities				3,2	-1,1	-1,6	16,6	79,2		→	↘
Precious metals				5,0	-2,5	-2,0	35,6	65,9		↘	↗
Industrial metals				-1,2	-0,1	-0,8	9,5	53,3		→	↘
Energy				-4,3	2,6	-1,3	5,2	30,1		→	↘
Global hedge				-1,3	-3,0	1,1	13,8	51,8		↗	↗
Multi Strategy				-1,2	-3,0	1,1	11,2	30,6		↗	↗
Macro Hedge				-1,3	-3,0	1,1	10,3	40,7		→	↗
Equity Long/Short				-0,8	-3,0	1,1	16,4	57,9		↗	↗

Källa: Alpcot, i SEK

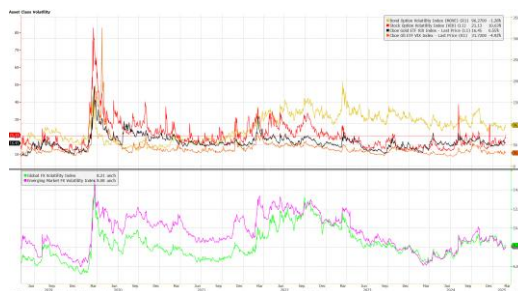
Detta dokument innehåller information och överväganden som analytiker, strateger och portföljförvaltare på Alpcot AB och Alpcot Capital Management Ltd använder som grund för hantering av portföljer och mandat. Detta dokument har upprättats endast i informationssyfte och utgör ingen investeringsrådgivning. Mer viktig information finns i slutet av det här dokumentet. Denna information utgör marknadsföringsmaterial utfärdat av Alpcot AB och Alpcot Capital Management Ltd i Sverige.

## Sentiment & positionering

Trumpadministrationens omtag på flera relationer och överenskommelser som gällt sedan andra världskriget (**Jalta-konferensen** där Ryssland, Storbritannien och USA träffades för att diskutera omorganisationen av Europa) och **Plaza-accord 1985** som syftade till att utjämna valutadifferenser mellan USA och resten av världen) har lett till en hel del osäkerhet.

Såväl ränte- som aktievolatilitetsindexen har stigit en del från låga nivåer och aktie-VIXen befinner sig nu ovan ett 5-årigt genomsnitt.

### Volatilitetsindex, -5 år



Källa: Alpcot, Bloomberg

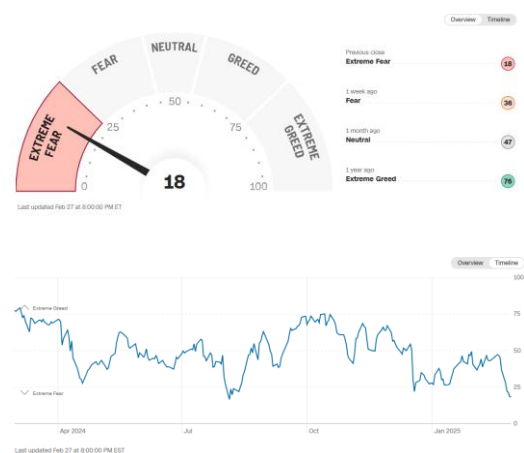
Bull & Bearindikatorerna pekar nu på en panikering i marknaden, vilket allt som oftast visat sig vara en kontraindikator.

## AAII Bull & Bear-indikatorn visar panik



Källa: Bloomberg, AAI

## CNN Money Bull & Bear-indikator



Källor: CNN Money

Deppigt värre enligt CNN Money Bull & Bear-indikator!

## INDEX & VÄRDERING

Genom att studera prisdynamiken i marknaden kan man få en bättre förståelse hur andra placerare resonerar. Som investerare gäller det att identifiera flöden och trender eftersom detta samtidigt avslöjar vart risker håller på att byggas upp eller avta. När trender bryts brukar varningstecken visa sig i god tid. Det är dessa vi försöker identifiera!

Detta dokument innehåller information och överväganden som analytiker, strateger och portföljförvaltare på Alpcot AB och Alpcot Capital Management Ltd använder som grund för hantering av portföljer och mandat. Detta dokument har upprättats endast i informationssyfte och utgör ingen investeringsrådgivning. Mer viktig information finns i slutet av det här dokumentet. Denna information utgör marknadsföringsmaterial utfärdat av Alpcot AB och Alpcot Capital Management Ltd i Sverige.

## Globala aktier fortfarande i upptrend



Källa: Alpcot, Bloomberg

Efter en tveksam start så sköt globala aktier upp, för att under februaris senare del ha rekylet tillbaka. Framst är det amerikanska aktier och särskilt techaktier som tappat fart i en kombo av oro för kostnader, värderingar, kinesisk konkurrens, exportförbud snarare än att något materiellt har skett med bolagens intjäning.

Positiva katalysatorer för en fortsatt uppgång skulle vara ett avslutande av det ryska aggressionskriget i Ukraina (kanske snart?), stabiliserad låg inflation (lite uppgång igen), fallande räntor (stannat upp lite) och en allt mjukare ton från centralbankerna (mer på paus än mjuka nu), samt tillräckligt robust makrodata.

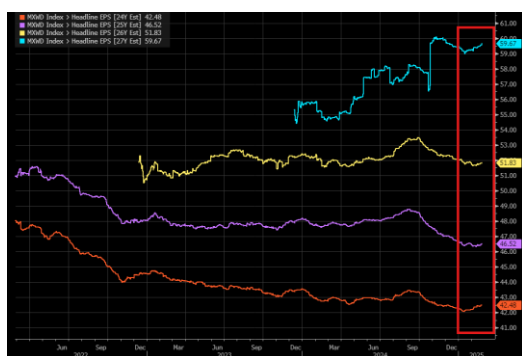
## Värdering globala aktier > snittet



Källa: Bloomberg, Alpcot

Globala aktier är något högt värderade, vilket i princip bara beror på amerikanska aktier. Även att vinstestimaten njuggats lite i kanten (se röd box) ser trenden ändå ut att lyfta från rådande nivåer, vilket bör stödja börserna framgent. År-över-år ser aktieplaceringar attraktiva ut bedömt utifrån vinstestimaten för respektive år.

### Vinstestimat globala aktier



Källa: Alpcot, Bloomberg

### S&P500 klättrar i positiv trend



Källa: Bloomberg, Alpcot

Även om det inte känns så för en svensk investerare, som också fått med sig en starkare krona i sina jämförelser, så trendar S&P fortfarande uppåt, om än sidledes i ca 2 månader.

Tekniskt sett visar indexutvecklingen inga varningssignaler på ett trendomslag.

*Positiva katalysatorer* för en uppgång skulle kunna vara en snabbt fallande inflation, fallande räntor, en stark konsumtion och förstås att FED fortsätter att sänka styrräntan för att inte riskera att ta död på tillväxtmomentumet i den amerikanska ekonomin. Och förstås att Trumps politik verkligen blir tillväxtexpansiv, och inte så provokativ som i starten.

### Värdering amerikanska aktier > snittet



Källa: Alpcot, Bloomberg.

Värderingen har kommit ned något för S&P500 när börserna rekylerat samtidigt som vinsterna fortsatt att stiga. Det är förstås ingen rea på amerikanska aktier på dessa nivåer, men vinstutvecklingen stödjer fortfarande en positiv syn på amerikanska aktier i absoluta tal. Sedan kan man alltid diskutera relativa termer.

Vinstestimaten ser alltjämt mycket konstruktiva ut för amerikanska aktier. Sedan förra månaden har de dock justerats ned marginellt för både årets och nästa års vinstprognoser. Vi ser dock inte detta som en trend att hänga upp ett

negativt tolkningsföreträde på, men värt att bevaka.

### Vinstprognoser 12m fwd, år för år, S&P500



Källa: Alpcot, Bloomberg

### Amerikanska Nasdaq100



Källa: Alpcot, Bloomberg

Det är svårt att anta en negativ syn på amerikanska techbolag givet att indexet fortfarande klättrar successivt inom sin trendkanal, att index kommit ned på översålda nivåer inom sin stigande trendkanal och att det i övrigt inte visar några tekniska omslagsvarningar.

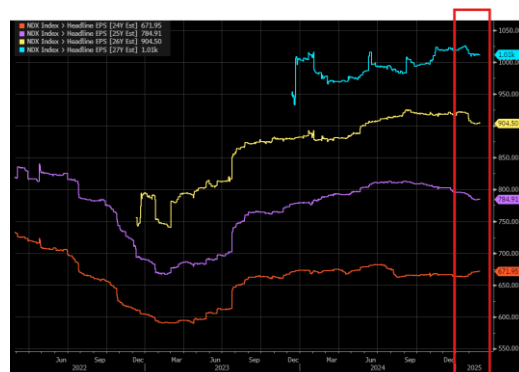
Nasdaq100s värdering stiger men befinner sig trots allt inte på några historiska extremnivåer.

### Värdering av Nasdaq100 på hanterbara nivåer



Källa: Alpcot, Bloomberg

### Vinstprognoser för Nasdaq100



Källa: Alpcot, Bloomberg

Vinsttrenden för Nasdaq är liksom för S&P500 starkare än på de flesta andra håll. För 2025 tror analytikerna på ett vinstlyft på drygt 17 procent, för 2026 bedöms vinsterna öka med drygt 15 procent och för 2027 med drygt 12 procent.

Vi ser dock att estimaten kommit ned något sedan årets början för prognosåren, men 12 månader framåt ser ändock prognoskurvorna ut att vända upp. En svagare dollar skulle innebära negativa omräkningsvalutaeffekter,

Detta dokument innehåller information och överväganden som analytiker, strateger och portföljförvaltare på Alpcot AB och Alpcot Capital Management Ltd använder som grund för hantering av portföljer och mandat. Detta dokument har upprättats endast i informationssyfte och utgör ingen investeringsrådgivning. Mer viktig information finns i slutet av det här dokumentet. Denna information utgör marknadsföringsmaterial utfärdat av Alpcot AB och Alpcot Capital Management Ltd i Sverige.



samtidigt som amerikanska varor blir relativt sett mer köpvärda för utländska investerare.

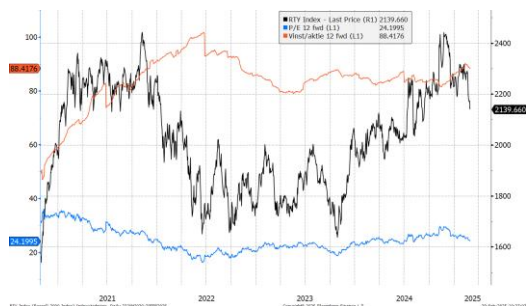
### Amerikanska småbolag bröt stöd



Källa: Alpcot, Bloomberg.

Amerikanska småbolag bröt sin stigande trendstödsnivå och även 200 dagars glidande medelvärde, en indikator som visar den långa trenden. Trots en stark opinion för Trump och de stödjande effekter som förväntas komma i kölvattnet för mindre och inhemskt verkande företag verkar inte placerarna blivit lika imponerade. Indexet är kraftigt översålt och en upprekyl är tekniskt sett motiverad. Lyckas inte detta, befinner sig amerikanska småbolag i en tertiär fallande trend.

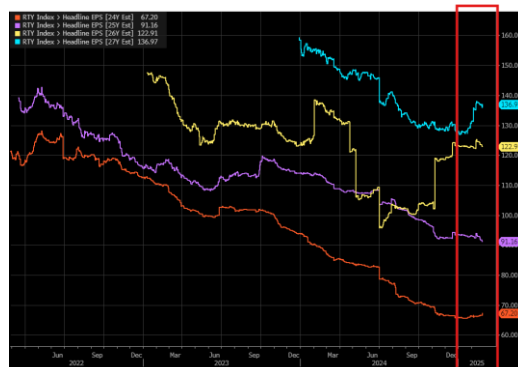
### Amerikanska småbolag fortfarande dyra



Källa: Alpcot, Bloomberg

Amerikanska småbolag handlas på högre värderingsmultiplar än exempelvis S&P500, men inte längre högre än Nasdaq100.

### Svagt nedåtslingrande vinstprognoser



Källa: Alpcot, Bloomberg

På vinstrevideringsfronten har det inte hänt så mycket, mer än att 2027 justerats upp. Analytikerna räknar uppenbarligen inte med någon jätteboozt med anledning av Trumps politik i ett kortare perspektiv.

### Svenska OMXS30 över motstånd och trendar på



Källa: Alpcot AB, Bloomberg

Det smala storbolagsindexet OMXS30 har nu bekräftat uppbrottet och börjat trenda i en uppåtriktad trend som tekniskt sett inte möter något motstånd på uppsidan.

Detta dokument innehåller information och överväganden som analytiker, strateger och portföljförvaltare på Alpcot AB och Alpcot Capital Management Ltd använder som grund för hantering av portföljer och mandat. Detta dokument har upprättats endast i informationssyfte och utgör ingen investeringsrådgivning. Mer viktig information finns i slutet av det här dokumentet. Denna information utgör marknadsföringsmaterial utfärdat av Alpcot AB och Alpcot Capital Management Ltd i Sverige.

RSI är högt, men skall så vara när trender byggs. Eftersom index konsoliderade i nästan ett år då brukar ett genombrott skapa lite köphysteri. Vi har allokerat in lite Sverige i portföljerna och är inte främmande för att öka denna positionering.

*Positiva katalysatorer* för en positiv utveckling kan vara ett slut på kriget i Ukraina, snabbt fallande inflation, räntor som stabiliseras, en Riksbank som fortsätter att sänka räntan och en bättre än väntat ekonomisk tillväxt.

### Värdering OMXS30 < snittet

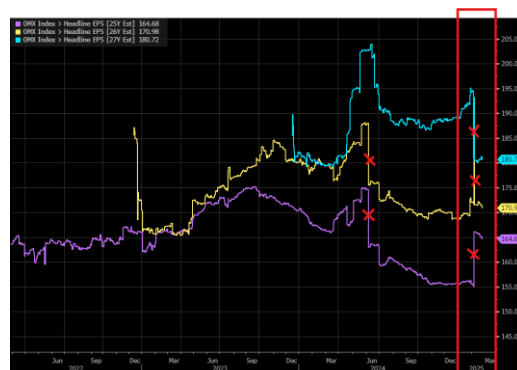


Källa: Alpcot, Bloomberg.

När man studerar vinstestimater för det smala OMX-indexet måste man hjälpa ögat lite genom att "ta bort" de vertikala hoppen, eftersom detta beror på revideringar av något av storbolagen i indexet, vilket får stort genomslag i graferna. När man lyckats ta bort denna optiska illusion ser man dessvärre att vinstestimaten justerats ned för i år och för nästa år, vilket är en besvikelse förstås. Å andra sidan så befinner sig svensk ekonomi på en uppåtriktad tillväxtresa så det mildrar farhågan om att vinsttoppen är nådd, utan snarare att

vinstestimaten bättrar sig framgent.

### Årliga vinstestimater för OMXS30



Källa: Bloomberg

### Svenska småbolag

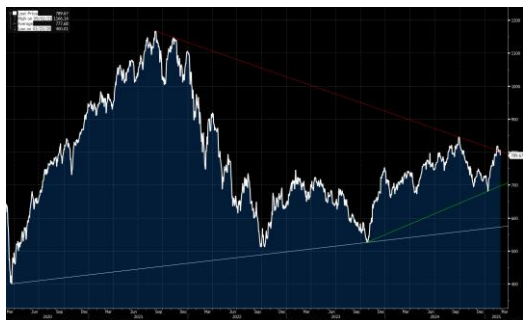
Svenska småbolag, illustrerat med MSCI Sweden Small Cap-index satte en ny botten i början av januari och har sedan dess varit uppe och nosat över 200 dagars medelvärde.

Men indexet har inte orkat passera tidigare toppen som skapades i slutet av september förra året. Detta är i rådande miljö ett svaghetstecken.

Skulle den toppen passeras ger indexet en god köpsignal. Småbolag är snarare en funktion av beta och stock-picking-skicklighet, så trots att index inte bekräftar en vilja att fortsätta upp så finns det förstås guldgrubbor och bra förvaltare att finna.

Detta dokument innehåller information och överväganden som analytiker, strateger och portföljförvaltare på Alpcot AB och Alpcot Capital Management Ltd använder som grund för hantering av portföljer och mandat. Detta dokument har upprättats endast i informationssyfte och utgör ingen investeringsrådgivning. Mer viktig information finns i slutet av det här dokumentet. Denna information utgör marknadsföringsmaterial utfärdat av Alpcot AB och Alpcot Capital Management Ltd i Sverige.

## MSCI Sweden Small Cap-index



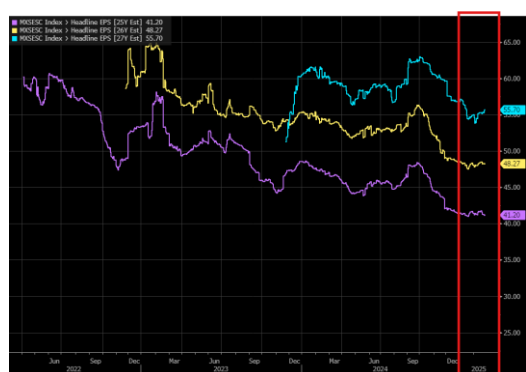
Källa: Alpcot, Bloomberg

## Svenska småbolags värdering = snittet



Källa: Alpcot, Bloomberg

## Vinstprognoserna för svenska småbolag



Källa: Alpcot, Bloomberg

Vinstestimatet för svenska småbolag, enligt hur de definieras av MSCI, har justerats ned marginellt för innevarande

år och kommande två. År över år finns det potential, men det kräver samtidigt att inte estimatet packar ihop framgent, något vi inte bedömer kommer ske, givet att det inte blir en exogen chock igen.

## Europa nu ur konsolideringen



Källa: Alpcot AB, Bloomberg

Europeiska aktier har kommit på modet efter decennier av underavkastning. Mycket har tidigare handlat om den svaga tillväxten och vinsterna.

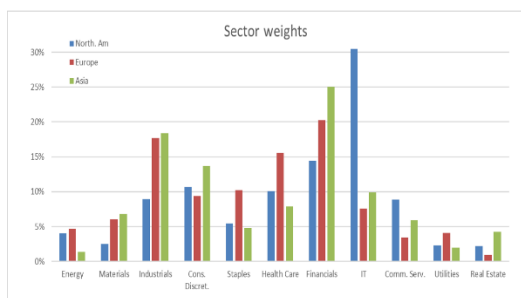
Att europeiska aktier rekylar upp nu har troligtvis mer sin förklaring i rotationer ut ur ett osäkrare och dyrare USA till ett mindre dyrt, och kanske egentligen inte så mycket mer attraktivt på vinstprognosnivå, men ett mindre dimmigt politiskt klimat (vilket ju i.o.f. kan ifrågasättas).

Europa har fler defensiva bolag än tillväxtbolag, vilket vi gick igenom i vår förra strategirapport. En rotation ur tillväxt till värde helt enkelt.

För att påminna om hur sektorfördelningen ser ut mellan olika marknader tjänar tar vi med diagrammet igen.

Detta dokument innehåller information och överväganden som analytiker, strateger och portföljförvaltare på Alpcot AB och Alpcot Capital Management Ltd använder som grund för hantering av portföljer och mandat. Detta dokument har upprättats endast i informationssyfte och utgör ingen investeringsrådgivning. Mer viktig information finns i slutet av det här dokumentet. Denna information utgör marknadsföringsmaterial utfärdat av Alpcot AB och Alpcot Capital Management Ltd i Sverige.

## Sektorvikter USA, EU, Asien



Källa: Alpcot

I USA är tech huvudnumret medan Finans, Hälsovård och Industri är de stora sektorerna i Europa. Detta förklarar flödet där Europa (och Sverige) utvecklats starkare än USA per i år.

Så att hälsovård, finans och till viss mån industri går starkt i år har mindre med konjunktur och mer med rotation och rädsla att göra. Rädsla kan förstås hålla i sig ett tag, men det är ganska ovanligt när rädslan inte beror på en enskild exogen chock.

## Värdering < snittet



Källa: Bloomberg

Sedan 2022 har vinsterna för bolagen inom SXXP600 stigit med 5 procent! Inte så det lockat särskilt mycket.

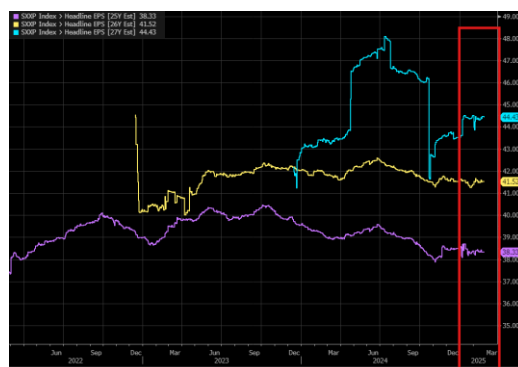
Detta dokument innehåller information och överväganden som analytiker, strateger och portföljförvaltare på Alpcot AB och Alpcot Capital Management Ltd använder som grund för hantering av portföljer och mandat. Detta dokument har upprättats endast i informationssyfte och utgör ingen investeringsrådgivning. Mer viktig information finns i slutet av det här dokumentet. Denna information utgör marknadsföringsmaterial utfärdat av Alpcot AB och Alpcot Capital Management Ltd i Sverige.

Vinstestimaten är förvisso upp år över år, men aktiekurserna rör sig nu "snabbt" uppåt och p/e-talet har stigit från 13 till 14,5 sedan årets början, en 11 procentig fördyring.

Vinstestimaten ser också försiktig stödande ut, men när vi ögnar på BNP-estimatet ser tillväxten beklämmande svag ut.

Med en ny sänkning avklarad i januari från ECB så bör vinstförutsättningarna se bättre ut ju längre in på året vi kommer.

## Vinstprognoser för Europa



Källa: Alpcot, Bloomberg

Vinstestimaten har rört sig sidledes under inledningen av året och har som sagt inget med eu(ro) forin att göra, utan snarare på allokeringrotationer.

*Positiva katalysatorer* för en fortsatt uppgång skulle vara ett slut på det ryska aggressionskriget mot Ukraina, snabbt fallande inflation, fallande räntor och en räntesänkande ECB, samt att konsumtionen tar fart. Vi får väl se, och väntan kan bli lång!

## Japanska aktier ännu fast i formering



Källa: Alpcot AB, Bloomberg

Under solens rike, inget nytt! Japanska aktier är fortfarande fast i sin stora triangelformation och börjar nu närma sig origo. Enligt teknisk analys är det svårare att avgöra riktning då, trots att symmetriska trianglar anses vara fortsättningsformationer. En åtstramande centralbank är förstås ett minus. Vi bidar vår tid.

*Positiva katalysatorer* skulle vara robusta bolagsrapporter, avtagande geopolitisk risk och lägre global inflation.

## Vinster åter uppåt i Japan?

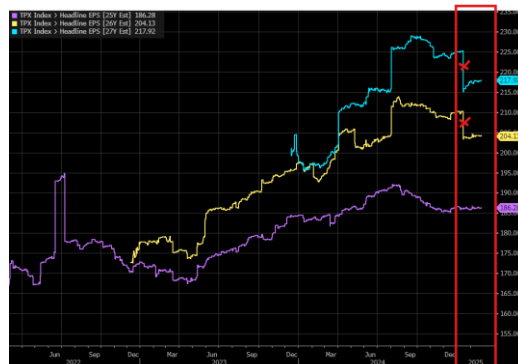


Källa: Alpcot, Bloomberg.

Värderingen är attraktiv relativt sett, men år-över-år prognoserna ser lite beklämmande ut för 2025 med blott någon procents tillväxt, för att sedan

förbättras för 2026 och 2027.

## Vinstprognoser för japanska börsen



Källa: Alpcot, Bloomberg

## Tillväxtmarknadsaktier bryter uppåt?



Källa: Alpcot, Bloomberg

Med tillväxtmarknadsaktier är det lite som att gasa, bromsa, repeat! Uppbrottet och rekylen efter att ha nått överköpta nivåer blir väldigt intressant att följa.

Ett fall tillbaka till 200 dagars glidande medelvärde vore nästan optimalt för att sedan ta avstamp för nya uppgångar, något som kan locka in en del kapital utifrån.

Vi följer utvecklingen noga, särskilt nu kring kinesiska aktier.

Detta dokument innehåller information och överväganden som analytiker, strateger och portföljförvaltare på Alpcot AB och Alpcot Capital Management Ltd använder som grund för hantering av portföljer och mandat. Detta dokument har upprättats endast i informationssyfte och utgör ingen investeringsrådgivning. Mer viktig information finns i slutet av det här dokumentet. Denna information utgör marknadsföringsmaterial utfärdat av Alpcot AB och Alpcot Capital Management Ltd i Sverige.

Positiva katalysatorer skulle kunna vara en världsekonomi som inte packar ihop, stödåtgärder från centralbankerna, exempelvis genom räntesänkningar och finanspolitiska stimulanser där det är möjligt och rimligt.

## Hongkongbörsen i stigande trend



Källa: Alpcot, Bloomberg

Hongkongbörsen har tagit några sju-milakliv och får många investerare att fundera om tåget har börjat eller om det passerat.

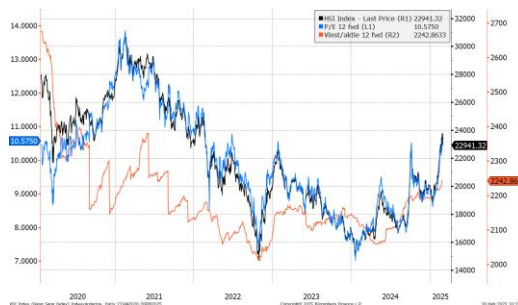
## Em-värderingen < snittet



Källa: Alpcot, Bloomberg.

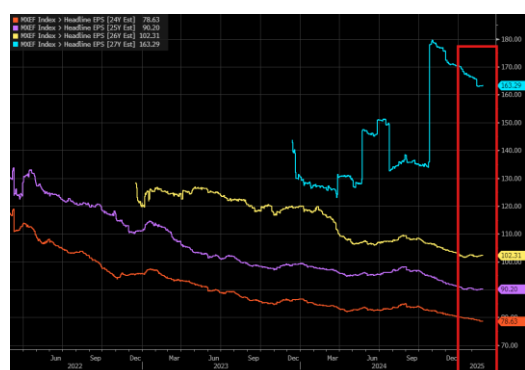
Vinstestimaten har påbörjat en stigande rörelse vilket är tillfredställande att se. Med kinesiska stimulanser och öppnare förhållande till de kinesiska techjättarna så kan börserna där förstås få fart snabbt. I ett kortare perspektiv så är vinstestimaten snarast sidledes vad gäller förändringar. Estimatet för 2027 tar vi med en nypa salt ännu så länge.

## Hongkong, börs, p/e, eps



Källa: Alpcot, Bloomberg

## Vinstprognoser för EM



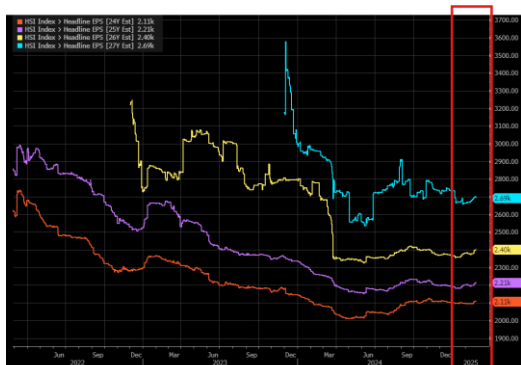
Källa: Alpcot, Bloomberg

Om Indien som vi tittade på i senaste strategirapporten och har lämnat som placering såg ut att rulla över nedåt så ser Hongkongbörsen precis motsatt ut. Vinstestimaten trendar uppåt och värderingen följer i tandem de snabbt stigande kurserna. Just nu är det techjättarna som agerar draglok, något vi känner igen från en annan marknad tidigare inte långt därifrån (USA). Om det är uthålligt eller inte när de nu verkar ha släppts in i värmen för att hjälpa till att driva teknikutvecklingen är svårt att sia

Detta dokument innehåller information och överväganden som analytiker, strateger och portföljförvaltare på Alpcot AB och Alpcot Capital Management Ltd använder som grund för hantering av portföljer och mandat. Detta dokument har upprättats endast i informationssyfte och utgör ingen investeringsrådgivning. Mer viktig information finns i slutet av det här dokumentet. Denna information utgör marknadsföringsmaterial utfärdat av Alpcot AB och Alpcot Capital Management Ltd i Sverige.

om, men ganska troligt. Kina måste med egna resurser ta upp kampen mot de amerikanska drakarna, vars produkter och tjänster blir allt mer svåröverkomliga. Hellre då lokala alternativ resonerar de!

## Vinstprognoser för Hongkong-börsen



Källa: Alpcot, Bloomberg.

År över år finns det potential, men vinsterna bedöms bara öka med omkring 5 procent för 2025. För 2026 ökar vinstprognoserna till drygt 8 procent och därefter till 12 procent på nu gällande estimat.

## Sammanfattning

Vi skyndar långsamt med förändringar! USA:s politiska agenda, som vi skrivit om ovan rör upp damm och känslor. Genom att följa en disciplinerad process är det lättare att ta ut kompassriktningen och inte låta sig ryckas med och riskera att ta suboptimala beslut.

Vår ansats är att det vi ser nu är brus och inte trend! Därför är långsamma och välunderbyggda förändringar att föredra.

Vi kommer försöka dra nytta av den underliggande trenden och de stora förändringar som trots allt sker. Det USA vill kommer med hygglig sannolikhet att falla ut till deras fördel, men även till nackdel för andra. Geopolitik är notoriskt svårt att handla på!

Världskonjunkturen tuggar på trots allt på, konsumenter världen över får det lite bättre under 2025 än under 2024 och så får man inte glömma att det som gagnar USA också spiller över på många andra länder och inte bara av ondo.

---

*Centralbankspolitiker  
såväl som folkvalda  
agerar backlinje på de  
allra flesta håll i  
världen!*

---

## Kommentar räntemarknaden

### Ränteläget och makrobilden

Vad betyder det förändrade geopolitiska läget för ekonomiska relationer och ränteläget? Ryssland står nu på tröskeln för att komma in i värmen igen efter att Trump sträckt ut en lång hand till Putin. Om eller när sanktionerna mot Ryssland släpper, och i förlängningen Ryssland tillåts exportera sin olja och gas till Väst igen, kommer troligen energipriserna att falla tillbaka rejält.

Detta kommer i sin tur pressa ned inflationsförväntningarna i främst gasberoende Europa, men kanske även till

Detta dokument innehåller information och överväganden som analytiker, strateger och portföljförvaltare på Alpcot AB och Alpcot Capital Management Ltd använder som grund för hantering av portföljer och mandat. Detta dokument har upprättats endast i informationssyfte och utgör ingen investeringsrådgivning. Mer viktig information finns i slutet av det här dokumentet. Denna information utgör marknadsföringsmaterial utfärdat av Alpcot AB och Alpcot Capital Management Ltd i Sverige.

viss del i USA.

Därmed borde verkligen ECB kunna fortsätta sin räntesänkingsbana utan några större betänkligheter, förutsatt att handelskriget inte eskalerar ännu mera vilket kan ge upphov till högre inflationsförväntningar.

FED ser ut att ha pausat i sin räntesänkingscykel för nu, och avvaktar nya ekonomiska data och information (precis som alla andra). Möjligen skulle man kunna dra slutsatsen att Trump's linje i utrikeshandeln verkar gå ut på att hota med stora tullar för att få delegaterna till förhandlingsbordet, mejsla fram en bättre deal för USA och sedan eventuellt dra ned på tullarna. Om denna typ av spelplan stämmer, innebär det nog att tullarna inte kommer att vara så permanenta och därmed kanske inte blir så skadliga för världsekonomin som marknaden tidigare har befarat.

Inflationsförväntningarna torde då inte heller vara lika höga framgent som tidigare befarats, vilket skulle innebära att marknaden kan pusta ut lite och trycka ned den amerikanska 10-åringen en bit till.

FED kan eventuellt fortsätta att sänka styrräntan något steg till under 2025. Dock prisas i nuläget bara omkring en sänkning med 0,25 procentenheter under 2025. Omvänt så skulle en eventuell bekräftelse ifrån FED att de är klara med sänkningarna för den här gången, riskera att stjälpa risksentimentet.

I Tyskland ser det ut som att

Kristdemokraterna (CDU/CSU) med Merz i spetsen kan komma att bilda ny regering med Socialdemokraterna (SPD). Denna allians har då majoritet med 328 av 630 röster i tyska parlamentet. I ljuset av utvecklingen kring Ukraina, brådskar det med att få till en utökad försvarsbudget.

Att utöka försvarsutgifterna i Tyskland kräver dock två tredjedelars majoritet, vilket kommer att bli en utmaning för Merz. Troligen kommer han att behöva ge högerpartiet (AfD) vissa eftergifter. En utökad tysk försvarsbudget och eller en mildring av Tysklands så kallade "skuldbroms", skulle kunna betyda ett uppsving för den tyska industrin, vilket verkligen behövs för Europa i nuläget.

Riksbanken (RB) sänkte som väntat reporäntan vid deras möte den 29/1, med 0,25 procentenheter till 2,25 procent, men avvaktar troligen med ytterligare sänkningar likt storebror FED. Dels för att osäkerheten kring den amerikanska utrikespolitiken är stor, dels att man nog också vill se effekterna av tidigare räntesänkningar i den reala ekonomin innan man agerar igen. Tillväxten och jobben behöver hjälp i form av penningpolitiska stimulanser, och en viss sannolikhet finns därför för ytterligare en sänkning i början av sommaren, förutsatt att inflationsförväntningarna hålls i schack samt att den svenska kronan (SEK) inte försvagas mot EUR och USD.

### Risker och möjligheter under 2025

Början av året och har bjudit på en rad olika överraskningar med en viss



tillgångsrotation ifrån USA till Europa och Sverige vars börser har gett mersmak till svenska aktiesparare. Flertalet börser ligger dock på- eller nära all-time-highs (ATH) och kreditspeadar i HY ligger på historiskt tajta nivåer. Vid en ökad volatilitet i riskfyllda tillgångar, som vi har flaggat för ett flertal gånger, kan korrekationer på nedsidan inte uteslutas i närtid.

Detta ser ut att bli det nya "normala", då marknaden försöker att tolka och navigera Trump's förändringsagenda från en dag till en annan. Sparprogrammen för att få ned de amerikanska underskotten pågår för fullt, men ännu så länge verkar Elon Musk bara ha hittat USD 55 miljarder (55'000'000'000) att spara, vilket är försumbart lite i den amerikanska budgeten då den ligger på omkring USD 7 biljoner (USD 7'000'000'000'000). Det totala underskottet är cirka USD 1,8 biljoner, så inte heller där ser det ut att ha någon större påverkan.

Om obligationsmarknaden bestämmer sig för att det går åt fel håll eller för långsamt åt rätt håll, så kommer de så kallade "bond vigilantes" obönhörligen att pressa upp den amerikanska 10-åringen. De kommer att kräva en högre "term-premium", dvs. högre ränta (mera betalt) för att låna ut USD i de längre löptiderna över 10 år.

Effekten på ekonomin brukar då bli avkylande när yield-kurvorna *brantar* och riskfyllda tillgångsslag blir mindre attraktiva och säljer av. Nivåer över 5,00 procent över tid i den amerikanska tioåringen torde vara negativt för

risksentimentet. Trots en eventuell fredsuppgörelse i Ukraina finns en hel del geopolitisk osäkerhet kvar, vilket också skulle kunna nagga riskaptiten i kanten. Israels vapenvila med Hamas, verkar ännu så länge hålla ihop men kvarstår gör ju även det vakuum i Syrien, efter att landets regering störtades i december under dramatiska omständigheter. I Europa fortsätter den europeiska industrin att se hängig ut och finanspolitiska stimulanser såg länge ut att utebli, då skuldsättningsgraden i Euroländerna är alldeles för hög.

Dock skulle det dramatiskt förändrade geopolitiska läget i-och-med USA:s kraftigt förändrade stans gentemot Europa och Ukraina kunna förändra denna bild, då Europa tvingas att ta krafttag och satsa på att snabbt stärka upp den egna försvarsförmågan. För att detta ska kunna bli möjligt krävs att Tysklands skuldbroms tas bort eller ges budgetundantag för försvarssatsningar, samt att de flesta andra EU-länder luckrar upp (ytterligare) sin finanspolitik.

Även gemensam skuldutgivning inom ramarna för en gemensam EU-försvarsbudget lär komma att kunna bli verklighet under vissa strikta kriterier.

Frågan är dock om europeiska pensionsfonder (UCITS) i så fall ens skulle få investera i dessa skuldinstrument, då det i de flesta fall är förbjudet i fondprospekten och för så kallade SFDR artikel-8 och SFDR artikel-9.

Sammantaget med amerikansk

konjunktur som tuffar på i ganska bra takt och centralbanker som de facto fortfarande stimulerar ekonomierna genom att sänka ränteläget, bra företagsvinster, samt kommande avregleringar för amerikanska bolag (kanske snart även EU vaknar upp), så har vi fortfarande goda förutsättningar för en fin riskapitet i marknaden framöver.

Brasklappen är dock att det kan bli volatil.

### Marknaden, centralbanker och positionering

ECB sänkte styrräntan vid deras möte den 30 januari (ifrån 3,00 procent till 2,75 procent), dock så förväntar vi oss tyvärr inga stora penningpolitiska stimulanser under 2025, då ECB:s enda mandat de facto är prisstabilitet. Vi anser ändå att de bör agera snarast med multipla räntesänkningar för att få ingång den europeiska industrin. Möjligheterna under dessa mera osäkra marknadsförhållanden kan troligen finnas i att selektivt köpa dippar gradvis i riskfyllda tillgångsslag.

Vid FED:s senaste möte den 29/1 valde de som väntat att pausa med ytterligare räntesänkningar och ligger därmed kvar i intervallet 4,25- 4,50 procent. Troligen är FED klara här i denna sänkningssykel, men det finns fortfarande en viss chans till en, eller två sänkningar till under året. Maj och september skulle möjligen kunna bli aktuella. Powell verkar fortfarande vara "databeroende" och att inflationen fortsatt är i fokus.

Marknaden prissätter i nuläget omkring en

FED sänkning till under 2025 (till en styrränta på 4,00 – 4,25 procent). Om den amerikanska arbetsmarknaden skulle börja att visa svagheter, kommer troligen fler räntesänkningar att prisas in under 2025.

Omvänt blir det om inflationsförväntningarna skulle börja röra sig uppåt igen. Då tvingas FED pausa för en längre tid.

Viktiga parametrar att ha koll på framöver för att kunna tolka hur risksentimentet kommer att utvecklas, är den amerikanska arbetsmarknaden (Non-Farm payrolls), samt inflationsdata i form av inflations- (PCE). Om kommande jobbdataba (eller inflationsdata) överraskar på uppsidan så finns det stor sannolikhet att de längre (5- 10 -30 års) amerikanska räntorna kommer att fortsätta att ticka på uppåt, med mera kurv-brantning som följd.

Därför gillar vi positioner på den främre delen av USD yield-kurvan, med löptider mellan 1- och 5 år.

ECB:s singelmandat om prisstabilitet gör att deras händer är bakbundna för en snabbare räntesänkningstakt och eftersom de envisas med att vara "databeroende" liksom FED, kommer de högst troligen fortsätta att vara "behind the curve" i den meningen att de ligger rejält efter med att sänka räntan. Trots detta tror vi att ECB kommer att krypa till korset och sluta 2025 på en styrränta omkring 1,50 procent.

Detta medför att det kan komma att

finnas möjligheter i företagsobligationer i den kortare delen av kurvan omkring 1–3 år, när den faller tillbaka.

Riksbanken (RB) agerade i enlighet med förväntningarna och reducerade reporäntan med -0,25 procentenheter till 2,25 procent vid deras senaste möte 29/1. RB indikerade att deras nuvarande räntebana förväntas hålla, vilket i så fall innebär att RB har sänkt klart för denna gång.

De externa riskerna i omvärlden såsom till exempel den amerikanska ekonomiska politiken, medför att förväntningarna för den svenska konjunkturen och inflationen snabbt kan förändras. Vi gillar fortsatt att rida yield kurvorna någonstans ifrån mitten- och kortändan omkring 2-5år. Selektivt finns vissa värden HY- och IG företagsobligationer i sektorer såsom bank, finans, industri, logistik och vissa kommersiella fastigheter, som gynnas av lägre finansieringskostnader framgent samt en viss förbättring i tillväxten.

Räntefonder med något kortare duration fortsätter att gynnas av det fallande styrränteläget (i kortändan av yield kurvan) och företagsobligationer i säkrare segmentet Investment Grade (IG) bör kunna ha fortsatt god avkastningspotential framöver.

Selektivt kan även företagsobligationer inom mer riskfylldare High Yield (HY) segmentet också gynnas, men i nuläget är spreadarna i HY-obligationer relativt tajta och kreditriskpremien således något för låg. Vid en eventuell ökad riskaversion

framöver med isär-spreadning som följd, kan andelen HY-obligationer med fördel ökas (allt annat lika).

Sektormässigt är fortfarande finans och försäkring, tillsammans med industri och till viss del även fastigheter intressanta. Det vill säga kapitalintensiva branscher som kommer att gynnas av lägre finansieringskostnader.

Brantare yield kurvor medför att bankerna kan låna in (kort löptid) pengar till lägre ränta, samt låna ut (längre löptid) till högre ränta. Tillväxten i Europa fortsätter att vara hängig och med inflationen i schack ligger på nedsidan för tillväxten. Därför bör återigen ECB agera snarast med räntesänkningar. USA:s nya utrikespolitik är en riktig "game changer" vilket kan medföra att den europeisk industrin tar fart igen då försvar och annan infrastruktur omgående måste rustas upp och att det förmodligen kommer att lånas upp mera kapital för att finansiera detta. Tyskland har omkring 60 procents skuldsättningsgrad i förhållande till BNP och är efter Sverige hyfsat lågt skuldsatta i förhållande till övriga EU länder. Därmed står de troligen först i tur, förutsatt att skuldbromsen deras kan sättas ur spel.

Sveriges låga statskuld/BNP på enbart omkring 32 procent ökar det svenska handlingsutrymmet för stimulanser enormt, då räntesänkningar i kombination med finanspolitiska åtgärder, till exempel kan komma att gynna bygg- och industrisektorerna framöver.

Även hushållens hårt ansträngda budgetar kommer att få lättnader då RB's räntesänkningar gradvis får effekt under våren/sommaren 2025.

Tranmissionsmekanismen för att räntesänkningarna i Sverige ska slå igenom i den reala ekonomin torde vara omkring tre till sex månader, då flertalet hushåll ligger med rörlig tremånadersränta på bolånen hos bankerna. Processen att uppnå mera normaliserade yield kurvor, pågår och de längre löptiderna kommer sakta men säkert att ha något högre ränta än de kortare. I ett sådant scenario gynnas avkastningen av att ha kortare ränteduration. Det vill säga man bör ha exponering till den kortare delen av räntekurvan (kort ränteduration) som faller och inte i den längre delen av kurvan om den går upp. Generellt undviker vi således statsobligationer med lång duration. Kortare företagsobligationer ser däremot relativt bra ut i det bättre kreditkvalitets segmentet Investment Grade (IG), men även selektivt inom High Yield (HY).

### Eur HY Kreditspreadar, iTraxx crossover

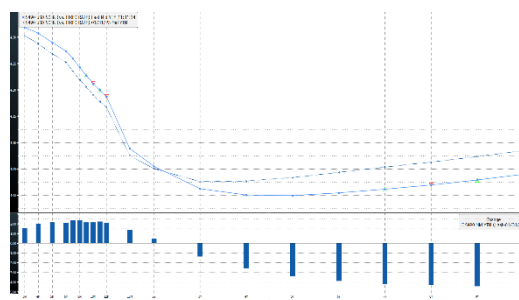


Källa: Alpcot, Bloomberg

Kreditspreadar föll tillbaka ifrån 295 till 278bp under februari och är nere på historiskt sett ganska låga nivåer. Spreadarna skulle kunna fortsätta att tajta ned till omkring 230bp förutsatt att det goda risksentimentet håller i sig ett tag till.

Likt amerikanska aktier ser det inte billigt ut, men det kan gå ett tag till, vilket innebär att det fortfarande finns anledning att äga företagskrediter i Europa. Omvänt kan ett risk-off scenario få dessa att gå isär en hel del.

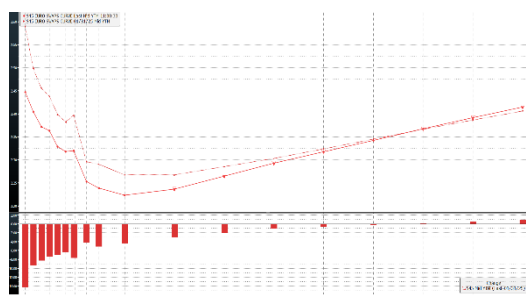
### USD Swapräntekurva, förändring sedan januari



Källa: Alpcot, Bloomberg

USD kurvan pivoterade omkring 2,5år, där den främre delen tickade upp med ett par baspunkter, medan den längre delen pressades nedåt med omkring 2 till 4 baspunkter under månaden. I USA lönade det sig alltså att ha lite längre ränteduration under februari månad.

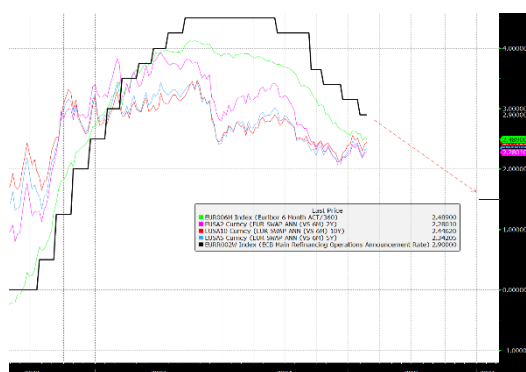
## EUR Swapräntekurva, förändring sedan januari



Källa: Alpcot, Bloomberg

Den främre delen av kurvan upp till fyra år föll tillbaka med omkring -3 till 12 baspunkter under månaden.

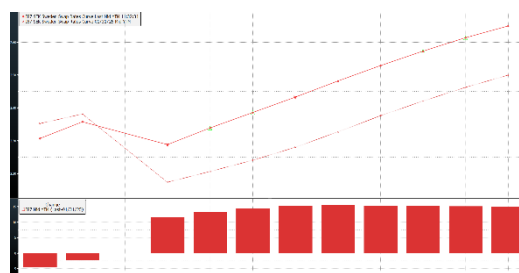
ECB styrränta (svart), Euribor 6mån (grön), Swap räntor; 2år (lila), 5år (blå) och 10-år (röd)



Källa: Alpcot, Bloomberg

ECB bör kunna sänka hela vägen ned till 1,50 procent i styrränta i slutet av året (svart horisontell linje till höger), vilket i så fall också skulle dra med sig swap räntorna nedåt.

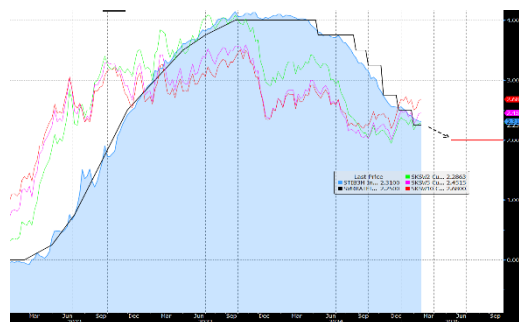
## SEK Swap räntekurva; förändring sedan slutet av januari.



Källa: Alpcot, Bloomberg

Kurvan flyttades upp i den 2- till 10-åriga delen med omkring +10 till 15 baspunkter under månaden.

SEK Swap räntor; 2år (grön), 5år (lila) och 10-år (röd), 3-månaders STIBOR (blå ifyllt) samt Riksbankens (RB) styrränta (svart).

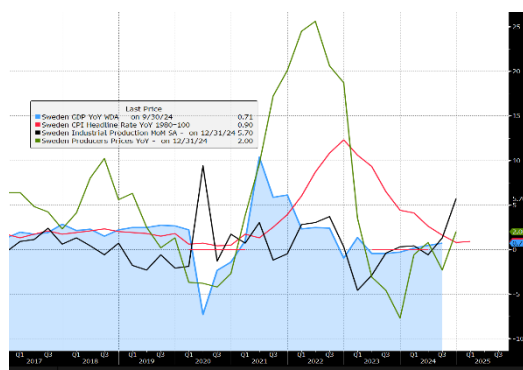


Källa: Alpcot, Bloomberg

Swapräntorna har stigit rejält sedan slutet av oktober förra året och fick nu skjuts uppåt under februari då inflationsdata kom in något högre än väntat. Dock ser det nu ut som att det lite kortare löptiderna kan komma att falla tillbaka något. RB ser ut att kunna sänka en gång till i maj, och landa på en styrränta på 2,00 procent (röd horisontell

linje till höger) i slutet av 2025.

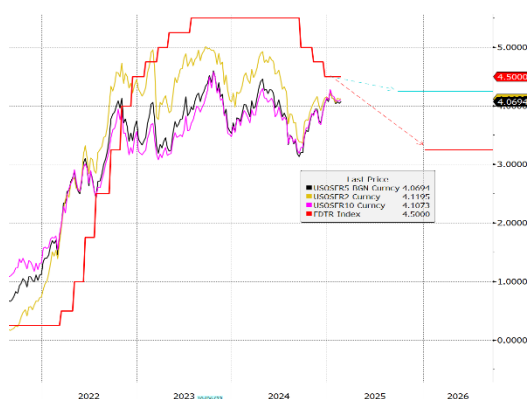
SVERIGE: BNP (blå), KPI (röd), Industriproduktion (svart) samt producentpriser (grön)



Källa: Alpcot, Bloomberg

Industriproduktionen ser betydligt piggare ut nu än i somras. Dock har även producentpriserna börjat ticka uppåt igen, vilka kan vara ett orosmoment för RB då det kan driva upp framtida inflationsförväntningar.

USD Swapräntor (sofr); 2år (gul), 5år (svart) och 10år (lila), samt FEDs styrränta (röd)



Källa: Alpcot, Bloomberg

USD-swapräntorna har stigit rejält sedan slutet av oktober förra året, men ser nu ut att ha pausat eller kunna falla tillbaka något. Bara för en månad sedan trodde vi och många andra att FED skulle sluta året 2025 på omkring 3,25 procent i styrränta (röd horisontell linje th), men nu ser det ut att kunna bli bara en sänkning till och att de landar på 4,25 procent (ljusblå horisontell linje th).

## Alternativa tillgångar

Vi är fortfarande indifferent mellan de alternativa tillgångsslagen. Där det är relevant har vi en ljusare syn på amerikanska fastigheter än europeiska. Inom råvaror låter vi trenden tala och har en lite ljusare syn på ädelmetaller och industrimetaller än på energi.

### Allokeringssyn, -alternativa tillgångar

Alternativa Investeringar	12M	6M	3M	1M	1D	1Y	1Y	1Y	1Y	1Y	1Y	Trend 1Y	Trend 5Y
Global REITS						0.5	-0.3	1.2	14.7	15.0	↘	↘	↗
EU REITS						-0.1	0.1	0.9	5.4	-27.6	→	↘	↘
US REITS						0.7	-0.4	1.5	16.8	22.5	↗	↗	↗
Nordic REITS						-1.2	-3.0	1.4	5.7	-19.1	↘	↘	↘
Commodities						3.4	1.0	-2.0	17.6	75.3	→	↘	↘
Precious metals						5.1	2.3	-2.2	37.1	57.5	↘	↗	↗
Industrial metals						1.5	1.1	-1.0	11.3	52.7	→	↘	↗
Energy						4.4	2.0	-2.6	5.5	25.2	→	↘	↘
Global hedge						-1.6	-0.5	0.9	16.6	47.3	↗	↗	↗
Multi Strategy						-1.6	-0.4	0.9	12.3	29.8	↗	↗	↗
Macro Hedge						-1.7	-0.5	0.9	12.7	38.1	→	↗	↗
Equity Long/Short						-1.2	0.0	0.5	19.7	51.5	↗	↗	↗

Källa: Alpcot

Hedgefonder levererade en bra avkastning under förra året och då är det primärt lång/kort-aktiefonder som presterat. När många bolag underpresterat och ett fåtal överpresterat har det varit en gynnsam miljö för just lång/kort-strategier.

Detta dokument innehåller information och överväganden som analytiker, strateger och portföljförvaltare på Alpcot AB och Alpcot Capital Management Ltd använder som grund för hantering av portföljer och mandat. Detta dokument har upprättats endast i informationssyfte och utgör ingen investeringsrådgivning. Mer viktig information finns i slutet av det här dokumentet. Denna information utgör marknadsföringsmaterial utfärdat av Alpcot AB och Alpcot Capital Management Ltd i Sverige.

## Oljepriset, brent, -5y



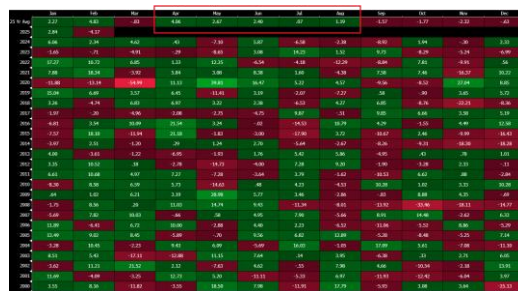
Källa: Bloomberg, Alpcot

Det finns knappast något tydligare säsongsmönster än för just oljepriset. Olja är primärt en transportråvara och när sommaren är i sikte så stiger oftast priserna. Viktigt är även produktionskostnad och förstås vilka räntor projekt kan finansieras på.

Trump vill få ned oljepriset för att få igång hjulen i USA. Men med sjunkande priser så faller förstås incitamenten att investera i ny eller ökad produktion. För att lösa det måste marginalkostnaden ned, vilket kan åstadkommas med skatter och avregleringar.

För den pragmatiskt lagde så är det rationellt att tänka att priserna stiger fram till sommaren. Vi har valt att inte investera alls i oljeproduktion, men traden försvinner ju inte för det.

## Säsongsmönster för oljepriset



Källa: Alpcot, Bloomberg

## Valutasynt

Valutor (fnt USD)	1M	3M	6M	12M	1Y	2Y	3Y	5Y	10Y	20Y	Trend 1Y	Trend 5Y
SEK	-0.5	-0.1	0.0	-5.5	-12.5	→	→	→	→	→	→	→
EUR vs SEK	0.1	0.0	0.1	-1.6	-7.4	→	→	→	→	→	→	→
EUR	0.7	0.1	0.1	1.9	8.7	→	→	→	→	→	→	→
USD	-0.6	-0.3	-0.2	10.0	24.4	→	→	→	→	→	→	→
Bitcoin	12.8	15.0	0.6	148.5	1020.9	→	→	→	→	→	→	→

Källa: Alpcot, i SEK.

Kronan stärktes mot dollarn, eller möjligen är det så att dollarn försvagats när det skett en del rotationer mellan amerikanska och europeiska aktier. Vi har väntat på att utländska investerare skulle börja titta på Sverige och dess relativt bättre förutsättningar tillväxtmässigt, men vi bedömer inte att detta riktigt skett, utan det är snarare svenska investerare som väljer att öka sverigeexponeringen. Den snabba rörelsen har gått så pass snabbt att relationen blivit väl ansträngd och en motreaktion (starkare dollar) är motiverat, särskilt som Trump i princip dagligen pratar om olika tariffer som skapar osäkerhet i marknaden.

Detta dokument innehåller information och överväganden som analytiker, strateger och portföljförvaltare på Alpcot AB och Alpcot Capital Management Ltd använder som grund för hantering av portföljer och mandat. Detta dokument har upprättats endast i informationssyfte och utgör ingen investeringsrådgivning. Mer viktig information finns i slutet av det här dokumentet. Denna information utgör marknadsföringsmaterial utfärdat av Alpcot AB och Alpcot Capital Management Ltd i Sverige.

## Kronan överköpt gentemot USD



Källa: Alpcot, Bloomberg

## US-Dollarn kraftigt översåld kortsiktigt



Källa: Bloomberg, Alpcot

Som tydligt framgår av ovan graf ligger dollarn fortfarande i sin trendkanal och lär så göra tills det eventuellt blir tal om ett Mar-a-Lago, dvs en bredare valutaöverenskommelse.

## Alpcot Fixed Income

Stigande räntenivåer i SEK, samt en starkare krona mot USD bidrog negativt till avkastningen under månaden. USD yield kurvan skiftade nedåt något i 3- till 6 års segmentet vilket hade en viss positiv påverkan på fondens innehav. Att återgå till normala yield kurvor tar tid, men framgent så talar mycket för att detta kommer att ske, så att det återigen blir lite högre ränta på längre löptider och något

lägre ränta på de kortare. Även om det i nuläget ser ganska platt ut på SEK yieldkurvan. Vi håller fast vid att det finns bra potential i de kortare delarna, och på mitten av yield kurvorna i SEK, EUR och USD.

Detta bidrog en hel del till avkastningen i fonden under förra året och troligen kan det komma att bli liknande även under 2025.

Något kortare duration kommer troligen att avkasta bättre än lång duration en tid framöver. Vi föredrar företagsobligationer inom IG men även till viss del HY, framför statspapper och håller oss i den kortare delen av yield-kurvan. Selektivt finns vissa möjligheter till tajtare kredit-spreadar i vissa sektorer. Till exempel i banker, finans och försäkring samt i viss industri och även selektivt i fastigheter som vi har större sektorvikter i. Vi har medvetet har underliggande FX exponering i USD och EUR, då vi även kan generera avkastning med relativ valuta performance. Sektormässigt ser finans- och försäkringsbolagen selektivt fortsatt intressant ut i starkare motparter. Vi fokuserar på stora, bättre kreditmotparter inom Investment Grade (IG) krediter i välskötta bolag med starka marginalutsikter (pricing power) och bra kassaflöde.

Vi har försiktigt ökat selektivt i HY-segmentet, då dessa gynnas av ett generellt lägre styrränteläge. Den svenska kronan styrka eller svaghet beror bland annat på risksentimentet, flöden och Riksbankens räntedifferential



gentemot FED och ECB. Nuvarande räntedifferentialer mot USD och EUR talar inte direkt för en starkare SEK, men sedan årsskiftet har riskaptiten och därmed inflöden till svenska tillgångsslag ökat, vilket troligen har påverkat den senaste tidens kronstyrka. Framförallt mot USD. Vi har fortsatt bra inflöden i fonden och har därför ökat våra innehav något under februari. Vi var aktiva i både primär- och sekundärmarknaden där vi köpte bland annat:

**Länsförsäkringar, SEK 4,905% Mar-2033.** LF är verksam i huvudsak inom försäkring i Sverige.

**Lifco SEK FRN Mar-2027**, på en yield to worst på +2,90%. Lifco är verksam inom verktygsindustri och dentalindustri.

**Vitec Software Group, SEK FRN Feb-2029**, på en yield to worst på +3,70%. Vitec är i huvudsak verksam inom mjukvara och Saas.

**Balder SEK FRN Feb-2030**, på en yield to worst på +3,70%. Balder är i verksam inom kommersiella fastigheter i Sverige.

**Storebrand, SEK FRN RT1, CALL Maj-2030**, på en yield to worst på +4,50. Storebrand är i huvudsak verksam inom försäkring i Skandinavien.

**Corem, SEK FRN April 2028.** på en yield to worst på +6,70%. Corem är främst verksam inom kommersiella fastigheter i Sverige.

**Barclays Bank, USD 4,836%**

**05/09/2028.** Barclays är en bank med verksamhet i Storbritannien.

**Zurich Financial, USD 3% 04/19/2051.** Zurich Financial är i huvudsak verksam i inom försäkring i Europa.

**Deutsche PhandbriefBank, EUR 8,474% CALL 28/4 2028.** Deutsche PB är i huvudsak verksam inom finansieringslösningar för kommersiella fastigheter.

**BBVA AT1 in USD, Call Nov 2027**, på en yield to worst på +7,40%. BBVA bedriver bankverksamhet i Spanien och delar av Sydamerika.

Målsättningen i Alpcot Fixed Income är att ha en portfölj med huvudsakligen räntebärande värdepapper som är väl diversifierad mellan bolag, sektorer, regioner och valutor. Per slutet av februari hade fonden 61 olika innehav och en genomsnittlig rating på Investment Grade (IG) eller motsvarande kreditkvalitet i interna modeller. Genomsnittlig ränteduration är 3,1 år och den genomsnittliga yelden är 6,02 procent. Alpcot Fixed Income har en exponering på 7,2 procent mot andra fonder som passar in i vår övergripande strategi. Valutaexponeringen i underliggande värdepapper i Alpcot Fixed Income var per den 26/2: 56% SEK, 32% USD och 12% EUR.

## Förändringar i Alpcot Equities

Under februari har vi sålt BESI samt Intuitive Surgical. Vi har köpt SEA Ltd, Deutsche Telecom, Allianz samt en mindre position i BoneSupport.

## Utveckling Alpcot Equities under månaden (tom 27/2)

Under februari så är Alpcot Equities nu ned med ca 1 procent i SEK och upp i Eur med 1,2 procent, per 27/2.

Starkast utvecklades Santander, Eli Lilly, Brown&Brown, Camurus och MercadoLibre, alla upp med 10 procent eller mer. Tungt hade Munters, Deckers, Arista, Alphabet, Quanta och AMD, alla ned med 14 procent eller mer.

Rapportperioden har varit bra för Alpcot Equities innehav och av de 56 bolag som rapporterat har 42 (75%) varit bättre än väntat, 3 (5%) har varit sämre och resten 11 har varit blandade i förhållande till analytikernas prognoser.

## Kommentarer nya bolag

### Nya bolag

**Sea Ltd** är ett ledande asiatiskt (Singapore) internetbolag med störst marknadsandel inom mobilspel, e-handel och en ledande position inom digital finans. Förutom i Asien så håller bolaget på att etablera sig i Brasilien. Deras verksamheter är samlat under varumärkena Garena (mobilspel), Shopee (e-handel) och SeaMoney (digitala betalningslösningar). Garena startade

2009 och utvecklar och distribuerar mobilspel på mer än 130 marknader. De har utvecklat Free Fire som är ett av världens största mobila spel och spelas dagligen av 100 miljoner människor. De är även verksamma inom e-gaming och höll Free Fire World Series i Singapore 2021 som anses vara det största eventet inom e-gaming hittills i världen. Shopee startades 2015 är den ledande e-handelsplattformen i sydöstra Asien samt i Taiwan. SeaMoney erbjuder mobila plånböcker, betalningshantering, krediter, försäkring och banktjänster. Bolaget växer snabbt under hög lönsamhet och försäljningsökningen för 2025 väntas uppgå till 21 procent, medan vinsten väntas stiga med 106 procent. Värderingen är hög, men sjunker (halveras) snabbt 2025 och framåt.

Vi har tidigare investerat i **Deutsche Telecom** och valde att återinvestera i aktien efter en tids frånvaro mot bakgrund av en osäker omvärld och då brukar teleoperatörer stå sig starka. Det som är särskilt intressant med Deutsche Telecom är att de äger 51 procent i amerikanska T-Mobile, vilket är en mycket lönsam teleoperatör och som skapar en tillväxtmotor som är svår att få till på annat sätt för en stor aktör som Deutsche Telecom. I jämförelse med exempelvis Telia så är Deutsche Telecom lägre värderat, men växer mer än dubbelt så mycket och har en högre lönsamhet, dock med halva utdelningen.

För att ytterligare hedga portföljen har vi valt att investera i tyska **försäkringsbolaget Allianz**. Bolaget

erbjuder försäkringar inom fast egendom och olycksfall, inom liv och hälsa och har en tillhörande kapitalförvaltningsdel. Vi gillar bolagets diversifierade profil, breda marknadsnärvaro och attraktiva värdering. Värderingen på P/E-nivå ligger på 12 för 2025, medan vinsten bedöms öka med 9 procent. Bolaget delar ut ca 5 procent. Ett bra defensivt val helt enkelt i tider av turbulens.

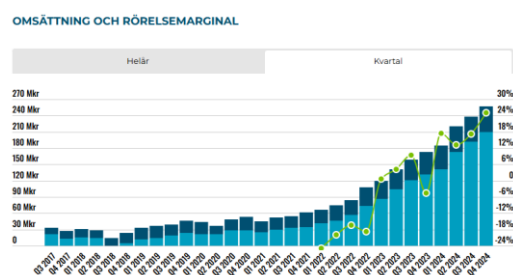
Vi har studerat **BoneSupport** en längre tid men tyckt att värderingen varit väl ansträngd, vilket vi förvisso tycker fortfarande, samtidigt går försäljningen väldigt starkt och lönsamheten är högre än p/e-talet.

Så utifrån ett tillväxtperspektiv är aktien faktiskt rimligt attraktiv. Bolaget rapporterade också nyligen och bedömer sig kunna växa försäljningen med över 40 procent i år.

Bruttomarginalen uppgår till över 90 procent och i takt med att försäljningen ökar så förbättras vinstmarginalerna. Bolaget har ett biokeramiskt material som ombildas till kroppseget ben.

Deras produkt går under varumärket Cerament och används för fyllnad av hålrum i ben som uppstått vid skador eller sjukdom, exempelvis diabetesrelaterade fotproblem.

## Omsättning och rörelsemarginal, Bonesupport



Källa: AFV

## Rapporterande bolag

### Rapporterande bolag

Omställningsarbetet fortsätter för **UBS** och i senaste rapporten kommer intäkterna in 1 procent högre än förväntat och kostnaderna 2 procent lägre, vilket ledde till att vinst före skatt kom in hela 59 procent högre än väntat. Under 2025 kommer banken köpa tillbaka aktier för \$3 miljarder vilket var snäppet högre än väntat samtidigt som utdelningen noterades strax över förväntningarna. Bolaget höjde även sitt mål för RoCET1 till ca 10 procent, vilket innebär att vinsten implicit för året ligger ca 4 procentenheter över konsensus.

Det som glänste var investmentbanksdelen, medan asset management och corporate banking inte riktigt nådde upp till förväntningarna i marknaden. Den enda plumpen i protokollet, som UBS inte råder över, var att återköpen är avhängigt av eventuella högre kapitalkrav från schweiziska tillsynsmyndigheter.

**Ferrari** levererade högre försäljning än både året innan och vad analytikerna hade bedömt (som trodde på vinstfall). Sammantaget såldes 2 procent fler bilar än året dessförinnan, intäkterna steg med 16 procent och justerat ebitda steg med 15,2 procent. Den kinesiska marknaden fortsätter att minska i antal köpta fordon likväl som i betydelse för bolaget. Målsättningen är att Kina skall utgöra mindre än 10 procent eftersom höga skatter tär på marginalerna. Samtliga fordon till och med 2026 är slutsålda, vilket skapar ett visst lugn i bolagets ljusa utsikter.

Nya långtidsprognoser kommer lämnas på den kommande kapitalmarknadsdagen den 9e oktober i år som sträcker sig fram till 2029. Vinsten per fordon uppgår nu till €193000 och med tanke det just nu dyrare utbudet är det inte otänkbart att de inom kort passerar \$200000 per fordon.

Den 26 februari minskade huvudägaren sitt ägande för att diversifiera sin egen portfölj, detta till en rabatt på drygt 6 procent, vilket fick aktien att tappa i samma magnitud.

**AMD** levererade en fin uppsättning kvartalssiffror, vilket man dock inte tro om man såg hur aktien behandlades i efterhandeln på rapportdagen. Trots att vinst och försäljning var högre än väntat så var intäkterna från datacenters lägre än väntat. Guidningen om ett ganska sidledes första halvår stälpte mer än prognosen för andra halvåret 2025 som bedöms se betydligt mycket bättre ut. Vad VDn också nämnde var att de nått

intäktsprognosen på \$5 miljarder för AI-relaterade intäkter, men att de nu inte längre skulle guida för detta specifikt, något som mötte negativa kommentarer. Hon nämnde att deras AI-intäkter på sikt kommer vara 10-tals miljarder dollar i framtiden. Ytterligare nyheter var att de avsåg att snabbare lansera sin nya GPU med artikelnamnet MI350 och det nämndes mitten av 2025 från tidigare under andra halvåret. MI350 sägs vara i paritet med Nvidias Blackwell-chip, men också billigare. Bolaget är på något nedjusterade estimat fortfarande ett tillväxtbolag där vinsten bedöms lyfta med 44 procent i år och försäljningen med 24 procent till ett p/e på 25.

**Alphabet** lämnade en rapport som i många avseenden var en positiv läsning, samtidigt som några faktorer kom in lite svagare än analytikerna hoppats på. Moln och Youtube drar in \$110 miljarder, vilket är \$10 miljarder över guidningen som lämnades inför 2024, men samtidigt var intäkterna inom molnaffären lite svagare än väntat, trots god tillväxt i absoluta tal.

Den AI-stödda molndelen växer dock i en rasande fart. Alphabet bifade därför upp investeringsbudgeten till \$75 miljarder, vilket var högre än marknadens förväntningar på \$57,9 miljarder. Investeringshöjningen syftar till att fortsätta bygga ut infrastrukturen eftersom det inte finns kapacitet i befintliga system givet den accentuerande efterfrågan. Bolagets tidigare kritiserade chatbot Gemini är i sin senaste version bättre än DeepSeek som levererade goda nyckeldata nyligen.

Positiva punkter i rapporten var ett bra momentum i Search och Youtube Ads, positiva kommentarer om långsiktiga tillväxtinitiativ, positiva kommentarer om Youtube Shorts, vinstmarginaler som slog förväntningarna p.g.a. höga serviceintäkter. De negativa punkterna var överraskande hög capex, svårt att möta rådande efterfråga och att molnintäkterna var lägre än väntat. Analytikerna gjorde väldigt små förändringar i sina estimat, men höjde riktkurserna.

**Alfa Laval** levererade fina ordergångssiffror, men vinst och försäljning under förväntningar. Affärsområdet Marine var det som utvecklades starkast med god efterfråga på marina system. Det byggdes fler oljetankers och kryssningsfartyg under 2023-2024 än på länge. Bolaget nämner att de ser en jämn och god efterfrågan och att de flesta slutmarknader bedöms utvecklas gynnsamt. De har en orderstock på 52 miljarder, vilket ger ett gott faktureringsunderlag för året och framåt. Energidivisionen växte samtidigt med 6 procent, exklusive den svaga utvecklingen för HVAC. Främst växte divisionen genom orders inom clean-tech. Food&Water-divisionen mötte tuffa jämförelsetal efter ett rekordstarkt 2023 och ordergången var därför ned. Estimatet sänktes marginellt, liksom riktkursen.

**Spanska storbanken Santander** levererade en stark uppsättning siffror i samband med sin kvartalsrapport. Spanien, Mexico, Brasilien och USA

levererade alla över förväntningarna. Räntenetto och trading var de tillväxtposter som utmärkte sig mest, medan kreditförluster var lite högre än förväntat. De guidade högre på intäkter, avgifter och lägre på kostnader än förväntat. Banken utökar kapitalöverföringen till aktieägarna kommande 2 år med ytterligare €4 miljarder. Analytikerna gillade rapporten och höjde sina estimat med anledning av den goda sifferskörden.

**Boston Scientific** slog med sin fina rapport, analytikernas förväntningar på såväl Q4-resultatet som på prognosen för 2025. De förväntar sig nu växa med 12,5-14,5 procent under god lönsamhet. En av de starka tillväxtdrivarna är deras "pulse-field ablation" (pulserat elektriskt fält för kateterbehandling av förmaksflimmer) som används tillsammans med en produkt de kallar Watchman, vilket mött stor efterfrågan. Marknaden räknar med att detta blir en produkt som kommer godkännas för användning inom sjukförsäkringssystemen, och då kan förskrivas från H2. Analytikerna höjde såväl riktkurser som estimat. 91 procent av analytikerna har en köprekommendation på aktien.

**Finans- och betalningsbolaget Fiserv** kom in strax över förväntningarna i samband med sin kvartalsrapport. Det som överraskade särskilt var tillväxten i deras betalningslösning Clover som är en sorts betalningsterminal. Bolaget ser goda tillväxtförutsättningar för 2025 och guidade väl över marknadsförväntningarna, något som fick

aktien att ta ett glädjeskutt på rapportdagen. Analytikerna var förtjusta och estimat och rikkurs höjdes för aktien.

**Munters** åkte på stryk på rapportdagen, som trots att de nått rekordresultat för både försäljning och rörelsevinst nu nämner att batteriefterfrågerelaterat (inom Airtech) förväntas vara svagt under hela året. Nettoomsättningen steg med 19 procent, understött av stark tillväxt inom DTC (datacenters) och Foodtech, medan AirTech var på samma nivå som året innan. Eftersom de bedömer att marknaden för batteri kommer vara svag under året har de inlett ett arbete att minska kostnaderna och anpassa verksamheten efter bedömd efterfråga. Efter rapporten meddelades att Equipment inom FoodTech säljs till Grain & Protein Technologies som ägs av det US-baserade private equitybolaget AIP för 1,1 miljarder kronor, vilket resulterar i en kapitalförlust på 500 miljoner kronor. Detta var en något lägre prislapp än en del analytiker räknat mer, men det skapar ett mer tillväxtorienterat Munters. Bolaget Celdek i Americas ingår inte i affären utan kommer integreras med Airtech framöver.

**Novo Nordisk** kunde lugna de oroliga analytikerna med sin robusta rapport för fjärde kvartalet. Vinst och försäljning kom in bättre än väntat och de guidar för 16-24 procents försäljningstillväxt under året, parat med en rörelsevinstökning på 19-27 procent. Bolaget tror fortsatt starkt på Sagrisema, vars studieresultat fick marknaden att sätta kaffet i vrångstrupen när patienterna i studien endast uppnådde en viktninskning på 22,7

procent. Nu var studien inte tvingande vad gällde doseringen så omkring hälften slutade innan de uppnått högsta dosen, och en förklaring till detta gavs i samband med denna rapport att patienter hade hoppat av när de nått sin målvikt, inte för att biverkningarna stack ut på något anmärkningsvärt sätt. Det kunde de ju sagt i samband med studiesläppet, som i stället orsakade ett av de värsta rasen aktien varit med om. Till saken hör att de patienter som uppnått högsta dosen upplevde viktninskning på mer än 25 procent (dvs över nivån som Eli Lillys Mounjaro ligger på). Eftersom bolaget är inne i en investeringsfas så väljer de att göra ett uppehåll med aktieåterköp. Vinstestimaten justerades ned marginellt för 2025, men upp för 2026 och 2027.

**Eli Lilly** slog förväntningarna trots att de förannonserat resultatet i januari. Bolaget levererar en högre försäljningsutveckling än jämförbara konkurrenter, men är samtidigt högre värderat. De förväntar sig en försäljningsökning på ca 32 procent för året och en vinstmarginal kring 41-42 procent. Bolaget säger sig hellre investera i forskning i forskning och utveckling än att pressa upp marginalerna till eller över 50 procent, men de gör samtidigt avvägningen att det skall vara en attraktiv investering för flera typer av aktieägarintressen. Deras produkter Mounjaro och Zepbound tillverkas i allt större kvantitet, faktum är i så pass stor mängd att undantagsregeln att kopior får användas inte längre är tillåtet. Framgent förväntas studiedata för orforglipron i Q2 samt mer data kring viktninskingsprodukterna i Q3.

Även att **banken Ing** levererade ett bra kvartal och år var analytikerna före på några punkter och efter på andra. Kvartalet var lägre än det goda 2023, men inte så långt ifrån. De ser goda förutsättningar för banken under 2025, trots politisk oro och utmanande makromiljö. Inlödena fortsatte och antalet kunder ökade. 36 procent av de drygt 40 miljoner kunderna är primärt digitala och målet är att mer än 1 miljon kunder årligen skall bli helt digitala. Samtidigt kan 77 procent av kundresorna genomföras utan kontakt med någon kontakt med banken. Marknaden surnade till lite på rapporten eftersom de höjt kostnadsprognosen för året. Banken räknar med att bli klar med försäljningen av sin ryska verksamhet under Q3 i år.

**Peab** kom med överraskande bra siffror i samband med bokslutet med god omsättning, vinst och för den så viktiga orderboken. Framst är det anläggning och beläggning som går bra, medan bygg ännu inte kommit i gång riktigt. De nämner att utsikterna är relativt oförändrade sedan föregående kvartal, men att de förväntar sig ökat bostadsbyggande när effekterna av lägre räntor slår igenom. De passade på att höja utdelningen till 2,75 kronor per aktie från tidigare 1,50 kronor, vilket dock var i linje med förväntningarna.

**Skanska** inkom, som vi hoppades på, med en klart bättre rapport än marknaden förväntade sig. Såväl rörelseresultat som omsättning var högre än väntat, liksom även orderingången var. Utdelningen höjdes till 8 kronor per aktie (5,50), medan analytikerna hoppades på 7,56 kronor. De

ger inte mycket för bostadsutveckling i Sverige och Norden, men bedömer att marknaden kan komma att tina upp i takt med att bostadsköparna börjar vakna till igen, stödda av lägre räntor. I Centraleuropa ser förutsättningarna bättre ut enligt bolaget. Byggverksamheten bedöms växa bäst i USA följt av Centraleuropa. Anläggningsverksamheten bedömer de kommer vara god i Norden och Centraleuropa, samt särskilt god i USA. Bolaget nämner även att projektutvecklingsverksamheterna börjat återhämta sig.

**Amazon** hade ett riktigt bra fjärde kvartal med god omsättningsökning och vinst, påeldat av de stora shoppinghelgerna. Återigen så överträffade de sin högsta nivå på guidningen för vinsten. Investeringarna ökade samtidigt under kvartalet och de nämnde att kvartalets investeringsnivå var en lämplig nivå för de kommande kvartalen, vilket innebär omkring \$110 miljarder. Dessa kommer plöjas ned i infrastruktur för att understödja AWS och deras AI-satsningar.

**Försäkringskoncernen AIG** lyckades precis slå marknadsförväntningarna för fjärde kvartalet. Eftersom det varit både stormar och bränder så steg deras "combined ratio" (ett lönsamhetsmått som visar hur mycket de betalar upp till 100 procent, ju lägre desto bättre) till 92,5 procent, vilket var något över (sämre) än analytikerna hade penslat in. Bolaget bedömer att bränderna i Los Angeles

förväntades uppgå till omkring \$500 i försäkringsutlägg, innan nya försäkringar tecknats. Detta var lägre än andra försäkringsbolag med verksamhet i regionen. Bolaget säger sig ha ett bra momentum och är på god väg att nå en avkastning på eget kapital på 10 procent eller högre (nu 9,1 procent). Den 31 mars håller bolaget kapitalmarknadsdag. Analytikerna gjorde endast små förändringar efter den, i förhållande till förväntningarna, bättre rapporten.

**Intervacc** har äntligen fått igång lite försäljning av hästvaccinet mot kvarka, Strangvac. Med hjälp av en nyligen genomförd nyemission går arbetet vidare att nå ut med Stangvac och försöka få den som ett standardvaccin för hästar. Själva viralen har haft kort hållbarhetstid, vilket varit ett problem när säljförhandlingar går långsamt. Nu har detta åtgärdats enligt bolaget och hållbarheten är nu längre, vilket innebär att den kan förvaras hos veterinärer en längre period. Satsningar på att ta fram ett vaccin mot S.suis infektion hos grisar fortskrider och kan accelereras ytterligare genom den framgångsrika nyemissionen.

**Palo Alto Networks** kom med ett starkare försäljningsresultat, och något högre vinst än förväntat för sin Q2-rapport. De guidar för en högre försäljning, men något lägre vinst än väntat för Q3. För helåret guidar de högre på både försäljning och vinst än väntat, vilket innebär ett starkt avslutande kvartal för deras 2025. I absoluta tal så växte de försäljningen med 14 procent år-över-år. Deras nya säkerhetsprodukt Next-Generation ARR

växte med 37 procent, väl över marknads förväntningar. Återstående leveranser (performance obligations) var även de högre än väntat.

**Westinghouse Air Brake** kom med ett bra avslutande kvartal som avslutade ett bra år med stigande försäljning, orders, vinst, marginaler och kassaflöde. De är konfidenta rörande framtiden och ökar den kvartalsvisa utdelningen med 25 procent, samt initierar nytt återköpsprogram om \$1 miljard för 2025. Eftersom de slagit sina femårsmål på tre år så initierar de nya femårsmål som går ut på att växa med mellanhöga ensiffriga tal årligen och uppnå en cash-conversion på mer än 90 procent. För 2025 räknar de med att omsätta \$10,725 till \$11,025 miljarder och en justerad vinst per aktie på \$8,35-8,75. De räknar också med ett starkt kassaflöde under året. Analytikerna låg dock högre på såväl Q4 samt för 2025, vilket ledde till en negativ kursreaktion på rapportdagen.

**Arista Network** levererade riktigt fina tillväxttal i senaste rapporten och bättre än väntat. AI-relaterat inom serverhallsutbyggnad är det som driver försäljningen. Bolaget höjde inte sin prognos, vilket berodde på att Meta förskjutit sina ordrar för att koncentrera sig på sin egen utbyggnad. Hade Meta inte gjort denna manöver är det högst troligt att bolagets prognoser hade höjts. I Stargateprojektet kommer 20 datacenters att byggas i USA över 4 år med en investeringsbudget på totalt \$500 miljarder. Att utsikterna för Arista ser goda ut råder det ingen tvekan om.



Andelen försäljning till Meta minskade från 21 till 15 procent, men ökade för Microsoft till 20 från 18 procent. Arista nämnde att de ser framför sig "stong double digit"-försäljning till Meta under 2025, varför oron ser lite överdramatiserad ut. Meta presenterade nyligen planer på ett nytt datacenter campus för totalt \$100 miljarder över några år, dock lite oklart hur mycket kapital just Meta kommer bidra med. Vinstestimat och riktkurser höjdes med anledning av den starka rapporten.

**ASM International** levererade riktigt bra siffror i sitt sista kvartal för 2024 med marginaler högre än förväntat, liksom försäljning och framförallt resultat. Orderingsgången kom dock in lägre än väntat, medan orderboken vid årets slut mötte analytikernas prognoser. De passade på att leverera utsikter norr om analytikernas resultat för första kvartalet, och menade att tillväxten förväntas accentueras ytterligare i Q2. Tillväxten drivs främst av "gate-all-around"-teknologin, men de menade att de också bedömer att kinesisk efterfrågan minskar, inte minst p.g.a. exportrestriktioner. Utanför AI så är efterfrågan fortfarande dämpad meddelade bolaget.

**Försäkringsbolaget Munic Re** slog analytikernas förväntningar på de allra flesta punkterna och passade på att höja utdelningen till €20, klart över analytikernas förhoppningar. De höjer även återköpsprogrammet till €2 miljarder från tidigare €0,5 miljarder. Bränderna i Los Angeles bedömer bolaget kommer uppgå till €1,2 miljarder, men att beloppet

är högst osäkert. Det var dock bättre än befarat. Bolaget ser en bra start på året med många försäkringsförnyelser och bekräftar därmed årsmålen för 2025 som tidigare kommunicerats till marknaden. Detta var fjärde året i rad som de slog sina prognoser med god underliggande tillväxt i alla segment. Solvensgraden stiger, avkastning på eget kapital, utdelningstillväxt och vinst per aktie utvecklas i en positiv riktning.

**Deutsche Telecom** kom in lite blandat med sin rapport, men hade en positiv underton och i sifferskörden och ett bullish budskap där de menade att de slagit marknadsförväntningarna för alla viktiga nyckeltal och ser en stabil och god efterfråga framgent. För att understödja det muntra budskapet så passade bolaget på att leverera sin högsta utdelning någonsin om €0,90/aktie. Fram till 2027 räknar bolaget med att kunna dela ut 40-60 procent av justerad vinst per aktie.

**Nvidia** lyckades slå skyhöga estimat i samband med rapportsläppet för fjärde kvartalet. Försäljningen steg med 78 procent och nettovinsten med 80 procent. De prognosticerade dessutom en försäljning på \$43 miljarder mot väntade \$42 miljarder. Trots att bolaget slog förväntningarna så handlades aktien ned i efterhandeln på att marginalerna minskade något eftersom produktionskostnaderna stigit för de nya chipen. Detta kommer dock att rätta till sig framöver när de optimerat leveranskedjorna. Bolaget har också expanderat antalet anställda för att hinna

med, vilket ökat kostnaderna, något som i normala fall ses som positiva kostnader. Hoten kvarstår förstås för bolaget att Trumpadministrationen utökar exportrestriktionerna på chip till Kina, samt att konkurrensen också ökar där flera av techjättarna försöker bygga egna chip. VDn Jensen nämnde på frågan om Deepseek kunde innebära mindre försäljning av chip, men detta menade han inte var fallet. När chat-botarna jobbar med att resonera sig fram till svar så krävs just chip med Nvidias standard. Försäljningen till datacenters steg med 93 procent i förhållande till motsvarande kvartal förra året, medan försäljningen till deras tidigare drivmotor, spelindustrin, sjönk med 11 procent. För att sammanfatta VDs syn på 2025 så kommer det bli ett bra tillväxtår för bolaget!

**Salesforce** kom med siffror som inte nådde riktigt ända upp till marknadens förhoppningar och de guidade också lite lägre än väntat, men många analytiker anser att guidningen var väl konservativ. Efter att ha rensat bort engångseffekter visade sig att justerat resultat per aktie var högre än förväntat. Bolaget har lanserat AI-lösningen Agentforce och som just nu hjälper företag att sälja mer effektivt gentemot sina kunder, men applikationen har ett växande användningsområde och blir intressant att följa framöver. Analytikerna sänkte ganska unisont riktningarna som ett svar på de (väl) försiktiga försäljningsantaganden för 2025.

Forskningsbolaget **Sarepta** går från klarhet till klarhet och levererade en god

försäljningsökning för sitt läkemedel Elevidys mot Duchennes sjukdom. De ser en 70-procentig ökning i försäljning för innevarande år och en tillväxt om 162 procent för Elevidys, vilket kommer inbringa \$2,9-3,1 miljarder under 2025. Bolaget handlas till ett p/e på 12 för 2025-års prognoser och väntas öka försäljningen med 68 procent samt vinsten med 195 procent om man får tro analytikerna. Detta ger ett PEG-tal på 0,06!

**Försäkringsbjässen Axa** levererade mer vinst och försäljning under fjärde kvartalet än väntat och passade på att höja utdelningen samt återköpsmandatet. Efter att försäljningen av Axa Investment Managers (till BNP) blivit klar tänker bolaget återbörda €3,8 miljarder till aktieägarna. De nämnde att deras exponering mot bränderna i Los Angeles är relativt begränsad och väntas nu hamna kring €100 miljoner. Bolaget bedömer utsikterna som goda för 2025 och vi gissar att den aktieägarvänliga politiken kan tilldra sig ytterligare aktieägare.

## Alpcots fonder & valbarhet

Alpcot Equities & Alpcot Fixed Income finns på de flesta av landets ledande och vassaste försäkringsplattformar och är därmed valbara i dessas försäkringslösningar. Skulle du **inte finna** fonderna på din plattform så är plattformen förmodligen **inte ledande**, men **be dem då gärna att addera fonderna**, så blir plattformen åtminstone

lite mindre dålig.

## Viktig information

Denna information utgör marknadsföringsmaterial utfärdat av Alpcot AB och Alpcot Capital Management Ltd i Sverige. Detta dokument innehåller information och överväganden som analytiker, strateger och portföljförvaltare på Alpcot använder som bas för hantering av portföljer, fonder och mandat. Detta dokument har utarbetats enbart för informationsändamål och utgör ingen investeringsrådgivning eller oberoende investeringsanalys.

Om du emellertid bestämmer dig för att investera i någon produkt av Alpcot Capital Management Ltd och som beskrivs i detta dokument, bör du informera dig själv om de (finansiella) risker och eventuella begränsningar som du och dina investeringsaktiviteter kan vara föremål för. Du rekommenderas också att läsa KIID, informationsbroschyr och fondregler/prospekt som finns på [www.alpcot.com](http://www.alpcot.com) innan du gör någon investering i en investeringsfond.

Värdet på dina investeringar kan fluktuera. Tidigare resultat är ingen garanti för framtida avkastning. Det är möjligt att din investering kommer att öka i värde. Det är dock också möjligt att din investering kommer att generera liten eller ingen inkomst och att om tillgångsrisken presterar dåligt kommer du att förlora en del eller hela ditt

ursprungliga utlägg. Värdet av en investering i en fond kan gå upp eller ner beroende på marknadsutvecklingen och investerare kanske inte får tillbaka alla sina ursprungliga investeringar. Värdet på en fond med SRI-riskklass 4 kan gå upp eller ner väsentligt på grund av fondens sammansättning och de metoder som används för att förvalta fonden.

Alpcot AB och Alpcot Capital Management Ltd har vidtagit alla rimliga åtgärder för att säkerställa att informationen i detta dokument är korrekt men inte tar ansvar för eventuella feltryck. Informationen och åsikterna här kan ändras utan meddelande. Alpcot AB eller Alpcot Capital Management Ltd är inte skyldiga att uppdatera eller ändra informationen eller åsikterna i detta.

För information om adresser och tillsynsmyndigheter, se [www.alpcot.se](http://www.alpcot.se) och [www.alpcot.com](http://www.alpcot.com).

Data i publikationen är uppdaterat per den 27 februari 2025 om inget annat framgår. Nedan finner du de diskretionära aktiemandaten Utdelningsportföljen, Global Selection samt globalfonden Alpcot Equities innehav per 2025-02-27, kl 22.30.

Observera att de diskretionära portföljerna inte går att köpa digitalt. Skulle du vara intresserad av våra tjänster ber vi dig kontakta oss på 010-4550500. Läs även mer på vår hemsida, [www.alpcot.se](http://www.alpcot.se).

Vår globala aktieportfölj, Alpcot Global Selection, för diskretionära kunder har hittills i år fallit med 0,9 procent att jämföra med ett likaviktat globalt index som stigit med 3,5 procent.

Alpcot Global Selection	Last Price	%5D	%1M	%3M	%6M	%YTD	%1YR	EPS 24/23	EPS 25/24	EPS 26/25	Sales 25/24	Sales 26/25	Sales 27/26	P/E 25	P/E 26	P/E 27	Beta
ABB LTD-REG	585	-5,7	-3,7	-5,6	-0,4	-1,7	22,2	7%	11%	10%	0%	4%	6%	22,3	20,1	18,3	1,1
AMERICAN INTERNATIONAL GROUP	79,69	4,5	8,2	3,7	3,4	9,5	9,3	25%	26%	10%	-1%	2%	5%	12,9	10,2	9,3	0,8
ALPHABET INC-CL A	168,5	-8,7	-17,4	-0,3	3,1	-11,0	21,7	13%	17%	15%	-15%	15%	7%	18,6	16,0	13,9	1,0
AMAZON.COM INC	208,74	-6,3	-12,2	0,4	16,9	-4,9	18,1	-9%	21%	21%	0%	10%	10%	30,1	25,0	20,6	1,1
ASML HOLDING NV	699,1	-1,5	-3,3	6,2	-13,9	3,0	-19,7	27%	21%	14%	-1%	17%	13%	28,6	23,7	20,8	1,8
APPLE INC	237,3	-3,5	0,6	0,0	3,6	-5,2	31,3	9%	12%	9%	0%	5%	8%	32,4	28,9	26,5	0,9
ARISTA NETWORKS INC	91,57	-11,4	-20,5	-9,7	3,7	-17,2	32,0	9%	19%	22%	-1%	20%	18%	36,9	31,2	25,5	1,5
ARTHUR J GALLAGHER & CO	333,17	2,5	10,4	6,7	13,9	17,4	36,6	16%	15%	11%	-1%	30%	12%	28,6	24,9	22,4	0,6
ATLAS COPCO AB-A SHS	182,3	-2,7	-2,1	4,7	-2,1	8,0	1,4	6%	8%	7%	0%	5%	6%	28,2	26,0	24,3	1,1
BANCO SANTANDER SA-SPON ADR	6,37	5,6	25,1	37,9	27,9	39,7	55,0	8%	10%	11%	-54%	1%	3%	7,4	6,7	6,1	0,9
BROADCOM INC	197,8	-12,8	-10,6	22,0	21,5	-14,7	52,1	29%	20%	21%	0%	19%	16%	31,4	26,1	21,5	1,9
BERKSHIRE HATHAWAY INC-CL B	502,41	4,3	7,2	4,0	5,6	10,8	22,7	3%	4%	5%	-37%	5%	5%	24,6	23,7	22,5	0,7
FERRARI NV	444,9	-7,9	6,8	8,1	-0,5	7,9	14,1	7%	16%	8%	-1%	9%	10%	49,1	42,5	39,5	0,9
GOLDMAN SACHS GROUP INC	608	-5,3	-5,1	-0,1	19,2	6,2	56,3	14%	12%	11%	-59%	10%	4%	13,2	11,8	10,6	1,3
HSBC HOLDINGS PLC	912,3	3,7	7,9	24,5	36,8	16,2	52,0	-7%	6%	8%	-54%	-1%	2%	8,9	8,4	7,8	1,1
INVESTOR AB-B SHS	321	-0,2	1,5	7,3	5,1	9,7	23,3	-86%	10%	14%	-66%	11%	4%	n.a.	56,0	49,2	1,0
JPMORGAN CHASE & CO	259,05	-2,9	-3,1	3,7	15,2	8,1	39,2	0%	7%	9%	-36%	-1%	3%	14,2	13,2	12,1	1,0
MASTERCARD INC - A	564,82	0,3	1,7	6,0	16,9	7,3	19,0	9%	18%	17%	0%	12%	13%	35,6	30,2	25,8	0,8
MCKESSON CORP	620,85	2,9	4,4	-1,2	10,7	8,9	19,1	19%	12%	13%	1%	16%	10%	19,0	16,9	15,0	0,7
META PLATFORMS INC-CLASS A	658,24	-5,3	-4,5	14,6	26,3	12,4	34,3	10%	15%	15%	-1%	16%	14%	25,1	21,9	19,1	1,1
MICROSOFT CORP	392,53	-5,7	-5,4	-7,3	-5,9	-6,9	-5,1	11%	14%	16%	0%	13%	14%	29,9	26,1	22,4	1,0
NOVO NORDISK A/S-B	641,8	7,8	5,7	-15,3	-31,6	2,8	-21,7	22%	23%	13%	-2%	24%	17%	23,3	18,8	16,7	1,5
NVIDIA CORP	120,15	-14,2	0,1	-13,1	0,7	-10,5	51,9	52%	26%	13%	-55%	119%	58%	26,5	21,1	18,7	1,9
QUANTA SERVICES INC	259,26	-7,8	-15,7	-24,7	-5,8	-18,0	7,3	13%	14%	16%	0%	13%	10%	25,7	22,5	19,3	1,3
SAP SE	264	-2,1	-1,0	17,6	33,2	11,7	52,2	41%	22%	19%	-1%	13%	12%	41,3	33,8	28,4	0,9
SCHNEIDER ELECTRIC SE	235,3	-7,6	-4,1	-3,4	2,4	-2,3	12,2	13%	13%	15%	-1%	10%	8%	25,1	22,2	19,4	1,1
SERVICENOW INC	920,96	-4,9	-9,6	-12,2	7,7	-13,1	19,4	18%	21%	22%	0%	19%	20%	56,0	46,3	38,0	1,3
TAIWAN SEMICONDUCTOR-SP ADR	181,09	-9,5	-13,5	-1,9	5,5	-8,3	40,7	50%	19%	16%	-1%	28%	19%	19,9	16,7	14,5	1,4
UBS GROUP AG-REG	30,09	-0,8	-7,0	5,7	15,9	8,5	20,9	8%	47%	28%	-45%	-2%	3%	15,9	10,8	8,5	1,3
WALMART INC	96,79	-0,4	-1,4	4,6	25,3	7,1	65,1	6%	12%	13%	-5%	6%	4%	36,3	32,4	28,7	0,7
Medel														26,4	23,8	20,8	1,1
MSCI ACWI	857,26	-2,0	-1,4	-0,6	2,8	1,9	12,6							18,7	16,7	15,2	
MSCI ACWI Equal Wgt Net	6390,74	-0,9	1,1	0,2	3,3	3,5	8,9							18,7	16,7	12,8	

Detta dokument innehåller information och överväganden som analytiker, strateger och portföljförvaltare på Alpcot AB och Alpcot Capital Management Ltd använder som grund för hantering av portföljer och mandat. Detta dokument har upprättats endast i informationssyfte och utgör ingen investeringsrådgivning. Mer viktig information finns i slutet av det här dokumentet. Denna information utgör marknadsföringsmaterial utfärdat av Alpcot AB och Alpcot Capital Management Ltd i Sverige.

## Utdelningsportföljen – Nordiska högutdelare

Utdelningsportföljen	Last Price	%SD	%1M	%3M	%6M	%YTD	%1YR	EPS 24/23	EPS 25/24	EPS 26/25	Sales 25/24	Sales 26/25	Sales 27/26	P/E 25	P/E 26	P/E 27	Beta	Utd 25	Utd 26	Utd 27	
DANSKE BANK A/S	243,6	3,3	13,2	24,1	19,4	19,6	24,2	-5%	2%	3%	-47%	0%	1%	9,2	9,1	8,8	0,8	7,5	7,6	7,4	
DNB BANK ASA	258,6	3,7	7,4	12,1	15,4	14,0	21,8	-10%	-2%	3%	-61%	1%	1%	9,8	10,0	9,8	0,9	6,7	6,8	7	
ERICSSON LM-B SHS	89,06	4,0	6,2	0,4	16,4	-0,9	58,4	289%	6%	8%	0%	4%	2%	14,1	13,3	12,3	1,0	3,4	3,6	3,8	
GJENSIDIGE FORSIKRING ASA	230,8	2,6	-0,6	17,5	22,8	14,8	37,7	28%	12%	5%	-9%	8%	6%	17,9	16,0	15,2	0,6	4,8	5,1	5,2	
NOKIA OYJ	4,7	-1,8	3,5	18,1	18,1	10,0	44,2	-18%	11%	7%	0%	2%	3%	14,8	13,3	12,4	1,0	3	3,3	3,6	
PEAB AB-CLASS B	81,15	-1,8	1,8	1,2	3,5	2,5	42,2	-25%	18%	6%	-5%	4%	5%	13,0	11,0	10,4	1,1	4,1	4,7	5,2	
SAMPO OYJ-A SHS	8,43	4,6	6,0	4,0	4,3	7,0	2,4	10%	8%	7%	-17%	8%	4%	17,0	15,7	14,7	0,7	4,3	4,6	4,9	
SCANDIC HOTELS GROUP AB	85,1	-1,0	10,1	30,5	28,5	23,9	69,1	6%	13%	11%	0%	4%	4%	15,4	13,6	12,3	0,9	3,5	4	4,5	
SKANSKA AB-B SHS	255,3	0,7	7,3	12,2	23,2	9,7	33,7	30%	10%	5%	-3%	9%	7%	14,5	13,2	12,5	0,8	3,5	3,8	4	
SKANDINAVISKA ENSKILDA BAN-A	173,1	3,3	10,3	14,3	9,6	14,3	14,9	-9%	7%	5%	-58%	-5%	2%	11,0	10,3	9,9	1,0	11	10,3	9,9	
STOREBRAND ASA	124	2,1	-7,1	2,3	8,4	2,3	30,9	-14%	10%	10%	-54%	-38%	7%	12,6	11,5	10,4	0,8	4,3	4,7	5,1	
TELE2 AB-B SHS	129	4,0	4,6	12,7	10,7	18,1	48,4	22%	11%	5%	0%	2%	2%	19,0	17,1	16,3	0,6	5,4	6,4	6,8	
TRATON SE	402,5	4,1	16,7	22,0	18,0	26,2	46,6	12%	0%	16%	1%	0%	6%	6,5	6,5	5,6	1,1	4,7	4,9	5,5	
TRYG A/S	157,3	6,2	7,8	-3,3	4,6	3,8	7,4	2%	8%	5%	-4%	5%	4%	17,4	16,1	15,4	0,6	5,4	5,7	5,9	
VOLVO AB-B SHS	339,1	2,9	10,6	24,9	24,4	26,2	23,1	3%	9%	2%	-1%	3%	7%	13,2	12,2	11,9	1,1	5,3	5,6	5,7	
Portföljen							11,6							13,7	12,6	11,9	0,9	5,1	5,4	5,6	
Likaviktat VINX-index							5,0														
VINX Bench EUR PI	237,11	1,5	4,1	3,1	-5,2	8,3	1,9							17,1	15,9	14,7	1,0	3,1	3,4	3,8	

Vår utdelningsackumulerande portfölj har stigit cirka 11,6 procent hittills i år, samtidigt som ett likaviktat nordiskt index stigit med ungefär 5,0 procent.

Detta dokument innehåller information och överväganden som analytiker, strateger och portföljförvaltare på Alpcot AB och Alpcot Capital Management Ltd använder som grund för hantering av portföljer och mandat. Detta dokument har upprättats endast i informationssyfte och utgör ingen investeringsrådgivning. Mer viktig information finns i slutet av det här dokumentet. Denna information utgör marknadsföringsmaterial utfärdat av Alpcot AB och Alpcot Capital Management Ltd i Sverige.



