

ALPCOT

November 2023

Marknads -insikter -utsikter

”Är det nu det händer?”

Jonas Olavi, Allokeringsschef, Alpcot AB

Uppdaterad per 2023-10-30



Reflektioner

På frågan om månadens rörelser var signalen för en större korrektion/längre nedgång eller om det endast var en trist tillfällighet skall vi nedan gå igenom vad vi bedömer kommer hända härnäst.

Börserna har sannerligen haft en dragning åt det tristare hållet med rekylar på i stort sett alla börser. Det har funnits få ställen att gömma sig på. Som vi ofta nämnt har börserna en tendens att leverera positiv genomsnittlig avkastning under senare delen av året.

Oktober har i genomsnitt varit en positiv börs månad historiskt sett, men också en månad med stora slag. Till tröst skall nämnas att november och december historiskt inneburit positiva månader till lägre volatilitet.

Världsindeks, genomsnittlig månadsavkastning, -23 år



Källa: Bloomberg

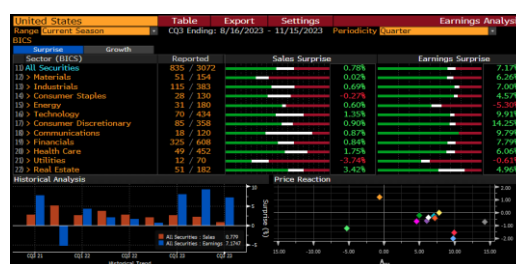
Att helt säkert veta varför marknaderna stiger eller faller är omöjligt, men vi människor vill ändå söka en tillräckligt förståelig förklaring till att det blir som det blir.

Låt oss då försöka;

Under rapportperioden har det varit allt fler bolag som kommenterat konjunkturläget som alltmer oroande, vilket marknaden bestämt sig för hellre fälla än fria.

Rapportperioden

Amerikanska aktiers rapportutfall



Källa: Bloomberg

De amerikanska börsbolagen har främst överträffat på vinstraden med i genomsnitt 7 procent. Försäljningen har hamnat mer i linje med förväntningarna hittills. Lite oroväckande är att vinstsiffrorna ännu inte levererat lika bra som under Q2, vilket kan vara ett tecken på en inbromsning i amerikansk ekonomi.

Svenska aktiers rapportutfall



Källa: Bloomberg

I Sverige har varken vinster eller

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.

försäljning överraskat på uppsidan och reaktionerna har övervägande varit åt det negativa hållet på rapportdagen.

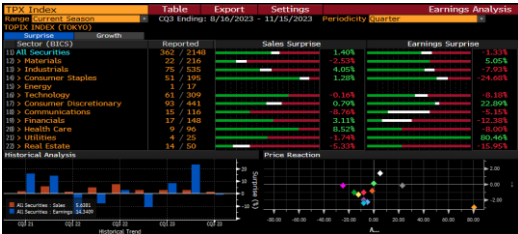
Europeiska aktiers rapportutfall



Källa: Bloomberg

För europeiska aktier har rapportperioden erbjudit marginella vinstöverträffningar men underträffande av försäljningsprognoserna. Kvartalet har hittills startat svag, relativt utfallen för Q2 och rapportreaktionerna har varit övervägande negativa.

Japanska aktiers rapportutfall



Källa: Bloomberg

Japanska aktier har hitintills levererat ungefär vad som väntats, varken mer eller mindre. Ett visst negativt tolkningsföreträde gäller även för japanska aktier.

Sammanfattningsvis kan vi konstatera att amerikanska bolag klarat sig bäst

rapporteringsmässigt, medan övriga marknader visat betydligt sämre sekventiell utveckling. Ett tecken i tiden på att de höga räntorna och den pressade konsumenten tar ut sin rätt.

Inga aktiekurser lever i ett vakuum med endast en sanning, utan det finns förstås de som utnyttjar ett negativt tolkningsföreträde till sin fördel genom att exempelvis blanka eller utnyttja derivat. Detta är ju spelets regler på marknaderna!

En annan förklaring till den svaga börsutvecklingen är att räntorna stigit snabbt, särskilt de långa.

Oavsett startnivå så utvecklas aktier ofta svagt när räntor stiger med mer än 2 gånger standardavvikelsen på en månad.

Under de senaste 20 åren har S&P500 fallit med omkring 4 procentenheter när ovanstående ränterörelse skett.

Utveckling under ränteuppställ

Exhibit 1: Sector and factor returns DURING sharp increases in real yields rolling monthly interest rate changes and equity returns during the past 20 years

	Average monthly return during sharp rise in real UST yields		Return during September
	1 std dev rise	2 std dev rise	
S&P 500	(1.0)%	(4.2)%	(4.8)%
Energy	1.1	0.6	2.6
Consumer Staples	(0.9)	(2.6)	(4.5)
Financials	0.1	(2.7)	(3.1)
Health Care	(0.8)	(3.1)	(3.0)
Industrials	(0.6)	(3.6)	(6.0)
Materials	(1.1)	(4.2)	(4.8)
Utilities	(2.2)	(4.8)	(5.6)
Communication Services	(1.6)	(5.0)	(3.3)
Consumer Discretionary	(1.7)	(5.5)	(6.0)
Information Technology	(1.2)	(5.6)	(6.9)
Valuation (low vs. high)	1.2	1.5	2.7
Size (small vs. large)	0.3	0.0	(2.2)
Leverage (low vs. high)	(0.7)	(0.9)	1.3
Growth (high vs. low)	(1.0)	(1.9)	0.7

Source: Goldman Sachs Global Investment Research

Källa: Goldman Sachs

Sektorer som utvecklats sämst under sådana episoder har varit IT, sällanköp

samt kommunikation. Bäst har Energi, dagligvaror och finans klarat sig. Företag med lägre värdering har klarat sig bättre än företag med högre värdering. Tillväxtaktier har generellt gått svagare än defensiva aktier och de aktier vars balansräkning är svagare har också utvecklats svagare än de med starkare.

Men trender går varken ned i källaren eller upp i skyn.

Efter en period med snabbar ränteuppgångar så brukar aktier gå betydligt bättre igen (de är ju då dessutom översålda så blankare stänger sina positioner och långsiktiga köpare träder in i marknaden igen.

Utveckling efter räntetoppar

Exhibit 2: Sector and factor returns AFTER local peak in sharply rising yields
24 episodes when real yields rose by 1.5+ standard deviations and reached local +/- 1m peak

	Average return after sharp 1m increase in real yields that ends in local peak			Return in early October
	1-week	1-month	3.5 %	
S&P 500	1.0 %	1.5 %	3.5 %	
Consumer Discretionary	1.1	2.7	3.9	
Materials	1.4	2.5	2.4	
Communication Services	1.2	2.2	5.5	
Information Technology	1.0	1.8	5.2	
Financials	1.6	1.4	3.1	
Industrials	0.9	1.4	3.9	
Utilities	0.9	1.3	4.8	
Consumer Staples	0.6	1.3	(1.3)	
Health Care	0.6	1.0	2.4	
Energy	1.0	0.8	(1.5)	
Valuation (low vs. high)	0.3	2.3	(1.3)	
Size (small vs. large)	0.6	2.3	(0.7)	
Leverage (low vs. high)	(0.3)	(1.4)	1.2	
Growth (high vs. low)	(0.0)	(1.6)	0.3	

Source: Goldman Sachs Global Investment Research

Källa: Goldman Sachs

När räntorna stabiliserats är det oftast de sektorer som tagit mest stryk (Kommunikation, IT, sällanköp) som återhämtar sig mest. Bolag med svagare balansräkningar fjädrar upp liksom högre värderade bolag. Även småbolag gör come-back.

När vi studerar världsindex där vi exkluderat USA ur ekvationen kan vi först av allt konstatera att vi är i s.k. bear-market, vilket brukar definieras som en nedgång på > 20 procent, vilket är fallet för världsindex med sina -23,1 procent sedan toppen 2021. För det andra kan vi konstatera att börsindex under oktober signalerat ytterligare potentiell svaghet genom att passera under den botten som sattes alldeles i början av oktober. Denna botten utgjorde ett stöd, vid vilken nivå nya köpare skulle kunna tillkomma (eftersom de såg att börsen vände upp från denna nivå senast). Nu gjorde de inte detta, utan börsen föll ytterligare. Även om världsindex är inne i en bear-market så befinner den sig också i en längre stigande trend som hade sin början i samband med pandemin.

Till detta stöd är det ytterligare cirka 5 procent ned, vilket innebär att börsindex då fallit med cirka 16 procent sedan toppen i somras. Detta får beskrivas som en ordentlig korrektion som redan prisar in lägre vinster framöver.

Världsindex ex USA



Källa: Bloomberg, Alpcot

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.

Att börsen började falla när den amerikanska 10-årsräntan passerade över 4 procentenheter kan knappast vara någon tillfällighet, eller?

Smärtgräns = 4%?



Källa: Alpcot, Bloomberg

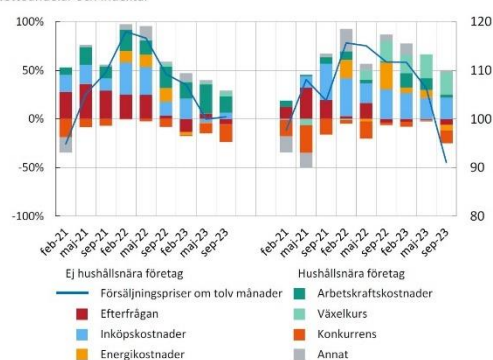
Som man kan se av diagrammet så förefaller 10-årsräntan ha nått sin topp strax under 5 procent, vilket balanserar tron om att FED förmodligen höjt klart.

Eftersom börserna fallit (även i USA) så uppkommer en negativ förmögenhetseffekt, dels minskar pensionsmedlen, dels minskar det fria sparandet, vilket brukar ha samma effekt som en högre ränta, dvs fallande konsumtion. Detta känner förstås FED liksom andra centralbanker väl till.

Snart nog har de lyckats med sitt uppsåt att dämpa inflationen. För svenskt vidbekommande ser statistiken ut som följer;

Prissättningsplaner

Diagram 5. Drivkrafter bakom prissättningen kommande tolv månader
Nettoandelar och indextal



Källa: Riksbanken

I Riksbankens nya företagsundersökning så framgår att företag har reviderat ned sina planer på kommande prishöjningar den närmaste tiden och det kommande året. Disinflationsprocessen är väl på gång redan.

Bra avslut när H1 varit bra



Källa: @ryandetrik, CarsonGroup.

I en strategirapport från CarsonGroup har det konstaterats att året brukar avslutas bra om första halvåret utvecklats bättre än 10 procent. Vi får helt enkelt se om det stämmer när vi närmar oss årsslutet.

Nästa "spel" för våra folkvalda och för

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.

penningpolitikerna är att rädda konjunkturen under nästa år när vi har negativ inflation på sina håll, vilket de ju heller inte gillar. De gillar bara 2 procent som de aldrig får rätt på. Företagen kommer märka av en väldigt försiktig konsument kommande kvartal och då återstår bara att sänka priserna för att sälja något av det de har på hyllorna innan de själva måste betala sina hyror.

Konklusionen av denna långa utläggning är att jag bedömer att vi åter kommer räddas av folkvalda och penningpolitiker under nästa år. Om så sker så att det blir stimulanser igen, då brukar börsen svara positivt på det, som "alltid".

Så rådet blir att hålla ut, att sprida riskerna och att undvika sektorer och länder där det uppenbarligen finns mer nedsida kvar innan det vänder. Att helt lämna marknaden brukar vara det dyraste misstaget en placerare kan göra.

Observationer & allokering

Nedan följer observationer på olika tillgångsslag och marknader.

Aktier vs obligationer



Källa: Alpcot, Bloomberg

Det lönar sig sällan att övervikta obligationer kontra aktier. Det som är annorlunda nu kontra tidigare är att räntenivån kommit upp på konkurrenskraftiga nivåer, vilket gör att konkurrensen är skarpare än på mycket länge. Kan man få 4-5 procent årligen till en lägre risk än på aktiemarknaden är det förstås en intressant möjlighet. Börsen avkastar över långa jämförelseperioder 8-9 procent årligen till en standardavvikelse på 16-18 procent.

Detta innebär att man som placerare med större säkerhet kan få en börsnära genomsnittlig avkastning på räntemarknaden, men att man då "ger bort" en del av ens potentiella uppsida. För på räntemarknaden blir det inte så mycket mer uppsida när standardavvikelsen är låg.

Därför anser jag att man skall ha exponering mot båda tillgångsslagen eftersom det är din strategiska tillgångsfördelning som bör vara avgörande.

Vilka andra tillgångar då?

Utveckling, tillgångsklasser, i år



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.

Sedan i somras är det framför allt råvaror som stigit, medan andra tillgångsklasser tappat. Ett litet gissel är att det är energi, primärt oljerelaterat, som stigit och detta rimmar illa i dagens ESG-klimat.

Vi har sedan en tid tillbaka en övervikt i aktier, vilket varit rätt hittills i år men som på senare tid kostat i relativ avkastning. Vår bedömning är att chanserna är goda för en uppstuds i närtid vilket innebär att vi kvarhåller en övervikt i aktier.

Fördelning mellan tillgångsklasser

Tillgångsfördelning	SS	GO	RE	IM	Grändring	1 År	1M	SD	1Y	5Y	Rörelse	Trend 1Y	Trend 5Y
Aktier						10.9	-3.5	-0.4	8.5	53.7	↗	↗	↗
Obligationer						2.4	-0.2	1.9	1.7	9.6	↗	↗	↘
Kassa						n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	↗	↗	↗
Alternativa investeringar						3.8	-1.8	0.9	-1.7	38.0	↘	↘	↗

Källa: Alpcot. I SEK

Vilka övergripande aktiemarknader då?

Utveckling regionala börser



Källa: Alpcot, Bloomberg

Japanska och amerikanska aktier har klarat året bäst hittills, medan tillväxtmarknadsaktier samt svenska klarat året sämst.

Vi har en övervikt i amerikanska och japanska aktier och en undervikt i nordiska och tillväxtmarknadsaktier. Vi ser

ingen anledning att ändra oss för närvarande.

Fördelning mellan regionala marknader

Regionella aktier	SS	GO	RE	IM	Grändring	1 År	1M	SD	1Y	5Y	Rörelse	Trend 1Y	Trend 5Y
Norden						2.9	-3.8	-0.2	9.8	47.4	↘	↗	↗
Europa						6.7	-3.3	0.4	12.3	34.0	↘	↗	↗
USA						14.1	-3.3	-1.0	7.2	75.5	↘	↗	↗
Japan						12.9	-2.2	1.7	18.1	31.3	↗	↗	↗
Tillväxtmarknader						3.1	-2.8	0.9	10.4	20.3	→	↗	↘

Källa: Alpcot, i SEK

Vilka tillväxtmarknader då?

Kursutveckling regionala marknader



Källa: Alpcot, Bloomberg

I år har kinesiska aktier utvecklats svagast, medan östeuropeiska gått starkast, liksom indiska och latinamerikanska. De två sistnämnda gillar vi mer på bekostnad av kinesiska och asiatiska aktier. Vi gör ingen förändring i vår nuvarande allokering.

Fördelning mellan tillväxtmarknader

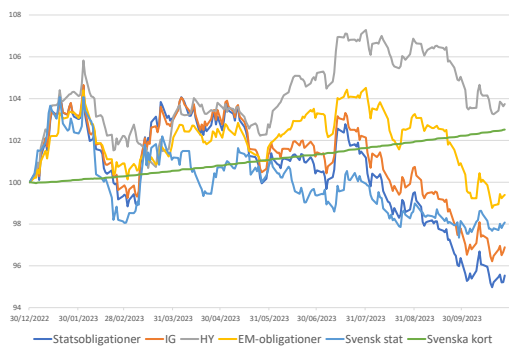
Tillväxtmarknader, ex. HK	SS	GO	RE	IM	Grändring	1 År	1M	SD	1Y	5Y	Rörelse	Trend 1Y	Trend 5Y
Latinamerika						11.2	-2.8	3.6	2.1	5.9	↗	↗	↘
Asien						1.4	-2.5	0.8	13.4	24.4	↘	↗	↗
Östeuropa ex Ryssland						27.5	11.1	4.1	47.5	9.4	↗	↗	↘
Indien						14.5	-2.0	-1.8	10.6	102.3	↗	↗	↘
HongKong						-5.3	-1.6	2.2	19.1	-6.9	↗	↗	↘
Kina						-7.1	-2.7	3.0	1.0	30.3	↗	↗	↗

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.

Vilken typ av ränteexponering då?

Utveckling olika ränteklasser



Källa: Alpcot, Bloomberg

I ovan graf är ränteindexen i svenska kronor. Som framgår är det high yield-obligationer och korta svenska räntepapper som utvecklats bäst, medan framför allt statsrelaterade papper och IG utvecklats sämst på indexnivå. Det vi funderar kring är när räntorna börjar falla, eftersom det då kommer kunna erbjudas god kursmässig potential i obligationer med längre löptid, sk duration. När räntor faller, stiger värdet på obligationen och vice versa. Vi har en övervikt mot high yield och undervikt statsobligationer och står närmare än på mycket länge att göra en rotation inom tillgångsslaget. Dock inte inför detta månadsskifte.

Fördelning mellan olika ränteklasser

Globala räntor	US	EU	EM	IG	HY	Brändrisk	1 År	1M	SD	1Y	SV	Rörelse	Trend 1Y	Trend 5Y
Statsobligationer							2.4	-0.2	1.9	1.7	9.6	↘	↗	↘
Investment grade							3.8	-0.2	2.0	3.0	14.2	→	↗	↘
-US IG							5.4	-0.8	2.3	4.5	26.5	→	↗	↗
-EU IG							6.3	1.4	1.8	6.8	3.3	→	↗	↘
High Yield							10.6	-0.5	2.0	10.8	30.4	↗	↗	↗
-US HY							11.2	-0.8	1.9	7.1	38.2	↗	↗	↗
-EU HY							11.5	0.6	1.8	17.0	22.5	↗	↗	↗
E. M. Obligationer							6.3	-0.8	2.0	8.2	22.9	→	↗	↗
-EM Lokal valuta							-2.0	-4.0	2.0	6.0	-24.0	↗	↗	↗
-EM Härdev valuta							6.1	-1.3	2.4	8.7	19.8	↗	↗	↗

Källa: Alpcot, i SEK

Vilka alternativa tillgångar då?

Utveckling alternativa tillgångar



Källa: Alpcot, Bloomberg

Vi är för närvarande övervikt hedgefonder kontra fastighetsfonder. Till råvaror är vi neutrala. Vi gör ingen förändring i denna preferens vid detta månadsskifte.

Fördelning alternativa tillgångar

Alternativa investeringar	US	EU	EM	IG	HY	Brändrisk	1 År	1M	SD	1Y	SV	Rörelse	Trend 1Y	Trend 5Y
Global REITS							-3.4	-5.5	-0.3	-4.4	15.4	↘	↗	↘
EU Reits							-7.2	-4.5	1.0	-4.0	-24.1	↘	↗	↘
US Reits							-4.4	-5.9	-3.1	-10.4	12.5	↘	↗	↘
Nordic Reits							-19.9	-7.7	-1.2	-8.9	0.4	↘	↗	↘
Commodities							4.6	1.9	1.5	1.0	60.7	↗	↗	↗
Precious metals							8.1	6.6	1.1	16.5	61.8	→	↗	↗
Industrial metals							-9.6	-3.7	2.9	-2.8	42.4	↘	↗	↗
Energy							-1.9	-0.3	1.0	-17.4	12.0	↗	↗	↗
Global hedge							10.2	0.7	1.5	1.5	1.5	→	↗	↗
Multi Strategy							6.0	0.7	1.5	1.5	1.5	→	↗	↗
Macro Hedge							7.6	0.7	1.5	1.5	1.5	→	↗	↗
Equity Long/Short							9.7	0.7	1.5	1.5	1.5	→	↗	↗

Källa: Alpcot, i SEK

Konjunkturtempen

Som vi argumenterat för ett antal månader så är vi sannolikt närmare cykelbotten än på länge. Vi har dock stor respekt för att lågkonjunkturer och recessioner är självoscillerande, självgenererande och notoriskt svåra att pricka.

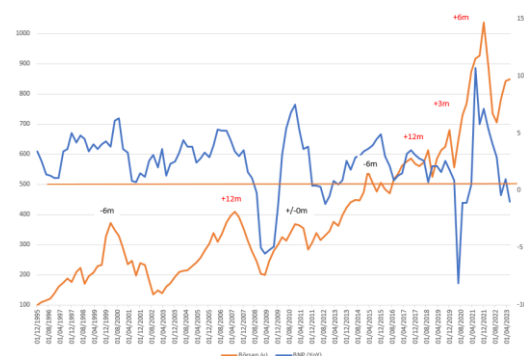
Konjunkturzyklen

Svensk konjunktur är inne i en svacka, vars djup bestäms av Riksbanken och av regeringen.

På frågan om börsen är bra på att förutse konjunktursättningar så blir svaret – sådär!

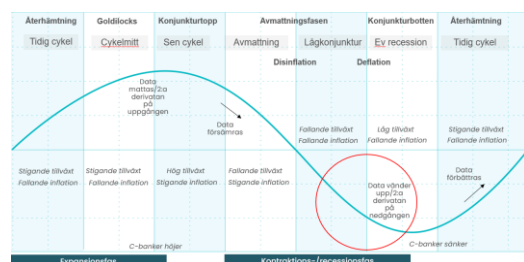
Oftare än annars har börsen toppat efter att konjunkturen försvagats.

Svensk BNP YoY vs börsen



Källa: Alpcot, Bloomberg

Konjunkturlocken



Källa: Neuroquant, Alpcot

Men är då inte börsen bra på att förutse vinsttoppar och vinstbottnar? På det får vi svara – Jo, riktigt bra faktiskt!

Börsen vs vinstprognoser



Källa: Alpcot, Bloomberg

I vanlig ordning gör vi en avstämning mot Neuroquants AI-framräknade prognoser över marknadsregimer. Många marknader bedöms handla på konjunkturscenariot - Återhämtning. Kina, Schweiz samt Brasilien bedöms till och med handla på expansionstemat.

Marknadsregimer enligt Neuroquant

Region	Historical Macro Market Regimes												Current	Implied Probabilities		Q4-23F
	Q1-21	Q2-21	Q3-21	Q4-21	Q1-22	Q2-22	Q3-22	Q4-22	Q1-23	Q2-23	Q3-23	Q4-23F		1	2	
World	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	2	3	
US	1	1	2	2	3	3	4	4	1	1	1	3	3	4%	25%	
China	4	2	2	3	1	3	2	4	1	1	1	2	1%	55%	7%	
Japan	4	2	2	3	2	2	3	2	1	1	1	4	3%	55%	7%	
UK	1	3	3	2	3	3	4	3	1	1	1	1	1%	55%	10%	
EuroZone	2	1	1	2	2	3	3	4	4	4	4	1	0%	41%	0%	
- Sweden	4	3	1	2	3	3	3	3	1	4	4	1	3%	45%	15%	
- Norway	1	3	4	3	3	3	3	3	1	4	4	1	1%	45%	15%	
- Denmark	2	3	1	2	3	3	3	3	1	4	4	1	0%	35%	0%	
- Finland	1	2	4	2	3	3	3	3	1	4	4	1	1%	45%	3%	
- Germany	1	2	2	2	3	3	3	3	4	4	4	1	1%	24%	4%	
- Belgium	3	3	2	2	3	3	3	3	4	4	4	1	0%	35%	0%	
- Netherlands	4	1	2	2	2	3	3	1	4	4	4	1	0%	4%	0%	
- Switzerland	1	2	2	3	2	3	3	3	3	4	4	2	3%	15%	45%	
- France	3	3	4	2	3	3	3	3	1	4	4	1	1%	15%	15%	
- Italy	3	1	2	2	3	3	3	3	1	4	4	1	0%	35%	0%	
- Greece	4	1	3	3	2	2	3	4	4	4	4	1	3%	1%	85%	
- Spain	4	4	4	2	2	3	3	4	1	4	4	1	3%	35%	1%	
- Portugal	3	3	3	2	3	3	2	4	4	4	4	1	1%	15%	1%	
Brazil	2	1	1	3	2	2	4	4	4	4	4	2	10%	24%	10%	
Australia	3	2	3	3	2	2	2	4	4	4	4	4	1%	11%	14%	
South Africa	3	3	3	3	3	3	3	1	4	4	4	1	1%	15%	1%	
Indonesia	4	2	1	2	3	2	3	3	4	4	4	4	11%	15%	3%	
Taiwan	4	3	2	2	3	3	4	4	3	1	2	1	15%	15%	3%	

Anmärkning: 1=Återhämtning (tillväxt i inflation), 2=Expansion (tillväxt i inflation), 3=Avsmattning (tillväxt i inflation), 4=Kontraktion (tillväxt i inflation)

Källa: Neuroquant, Erik Hansén

Börstempen

Vi påminner om de så ofta rimmande säsongseffekterna som stödjer ett potentiellt bättre börs klimat för att hjälpa oss att lyfta blicken från dataskärmarnas flimmer av, just nu mer negativa än positiva nyheter.

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.

Globalt är aktier en vintersport



Källa: Bloomberg

Sentiment & positionering

Volatiliteten har fortsatt upp, inte bara inom aktier och räntor, utan även på olje- och guldmarknaderna.

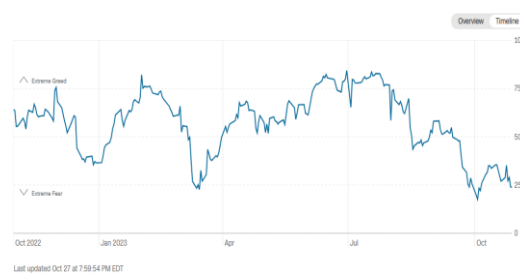
Volatilitetsindex



Källa: Alpcot, Bloomberg

En avstämning av CNN Moneys Fear & Greed-indikator visar att investerarna nu upplever extrem skräck.

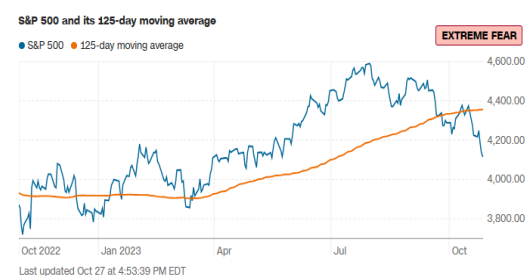
CNN Money Fear & Greed-index



Källa: CNN

Nedan listar vi de 7 faktorer som bygger upp indikatorn.

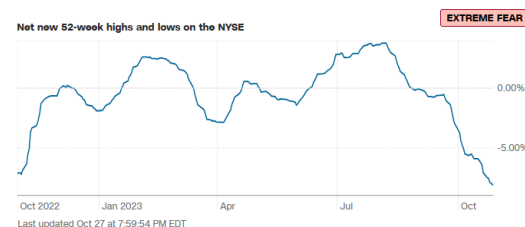
Market momentum



Källa: CNN

När börsen handlas under 125-dagars glidande medelvärde är momentum svagt.

Stock price strength



Källa: CNN

När många aktier handlas på 52-veckors högsta signalerar indikatorn greed. Nu är

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.

det väldigt få aktier som handlas på 52-veckors högsta.

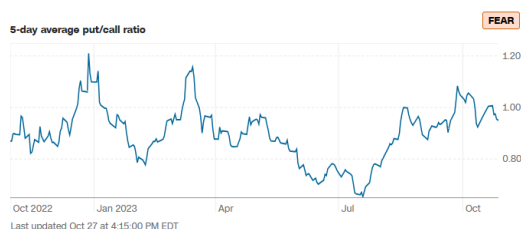
Stock price breadth



Källa: CNN

När volymen (antalet) aktier stiger i förhållande till de som faller signaleras stryka, eller greed. Nu gäller det omvända och indikatorn signalerar extreme fear.

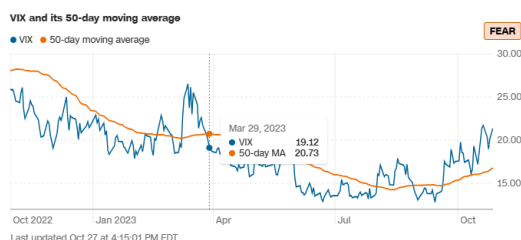
Säljoptioner kontra köpoptioner



Källa: CNN

En hög siffra innebär att det finns fler sälj-än köpoptioner, vilket är en bearish signal.

Marknadsvolatilitet



Källa: CNN

Ett högt värde på VIX, som visar implicit volatilitet, beskrivs som bearish för marknaden. Erfarenhetsmässigt så fungerar den väl som en kontraindikator.

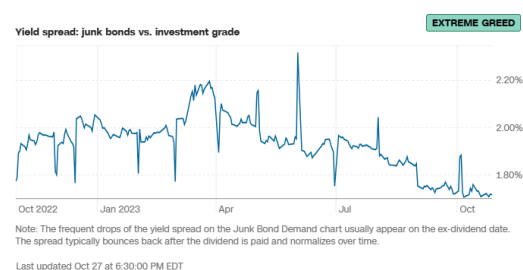
Safe haven demand



Källa: CNN

Skillnaden i avkastningen mellan aktier och obligationer de senaste 20 dagarna. I sin enkla form bedöms ökad efterfråga på obligationer kontra aktier betyda att marknaden är bearish.

Junk bond demand

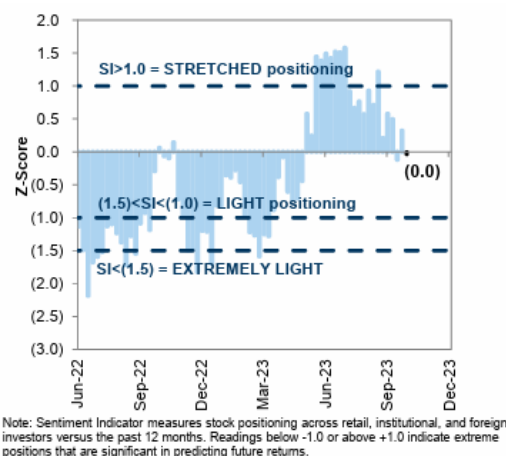


Källa: CNN

När ränteskillnaderna mellan högriskobligationer och statsobligationer är små innebär det att efterfrågan på högriskobligationer är hög, vilket i sin tur betyder att investerarna är giriga, som nu.

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.

Positionering (i US-aktier)



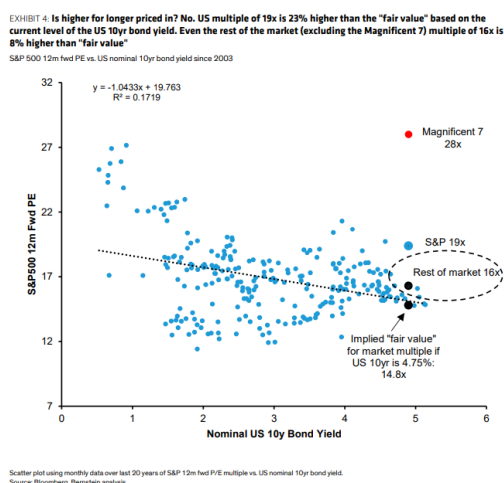
Källa: Goldman Sachs

Grafen visar positionering i aktier hos privatpersoner, institutionella samt utländska investerare. Ett högt värde indikerar stretchad positionering och vice versa. Nu är positioneringen neutral och ger inget underlag att prognosticera nästkommande rörelse.

INDEX & VÄRDERING

På frågan om temat "höga räntor länge" är inprisat i aktiemarknaden kan nedan graf tjäna som tankeväckare. Enligt modellen implicerar en ränta på 4,8 procent en "rättvis" värdering på p/e 14,8. För S&P är värderingen 17,2, magnificent seven 28 medan resten av marknaden ligger nära på p/e 16. Helt enkelt, om värderingen vore "rättvis" skulle börsen (S&P500) sjunka med ytterligare 14 procent! Men sällan är ju marknaden rättvis!

Rättvis värdering?



Källa: Bernstein, Bloomberg

S&P500 och "rättvis" värdering



Källa: Alpcot, Bloomberg

Genom att studera prisdynamiken i marknaden kan man få en bättre förståelse hur 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 allt svagare men översålt



Källa: Alpcot AB, Bloomberg

Den identifierade huvudskuldraformationen gav oss ett kursmål på index på 621. Kursmålet beräknas som avståndet från skuldranivån och huvudets topp, vilket sedan läggs på nedsidan.

Denna formation är relativt pålitlig och benämns omslagsformation, dvs den kommer som en avslutning på en uppgångs- eller nedgångsfas.

Stigande trendstöd från pandemibotten är fortfarande intakt, men nu handlas index under 200-dagars glidande medelvärde.

Positiva katalysatorer för en uppgång skulle vara ett avslutande av det ryska aggressionskriget i Ukraina, snabbt fallande inflation, fallande räntor och en mjukare ton från centralbankerna, samt tillräckligt robust makrodata.

Värdering globala aktier > snittet



Källa: Bloomberg, Alpcot

Världsindex handlas marginellt över snittet med ett p/e på 14,9. Snittet ligger på 14,5. Som är tydligt i grafen så har vinstprognoserna fortsatt att stiga försiktigt, vilket innebär att nedgången på aktiemarknaden snabbt sänker värderingen.

S&P500 bildade topp



Källa: Bloomberg, Alpcot

Precis som för globala aktier har också S&P500 bildat en huvudskuldraformation. Till skillnad från det globala indexet är S&P500 redan på formationens kursmål. Index är också kraftigt översålt, men har några procent ned till stigande trendstödet, vars start är i botten av pandemin.

Att index passerar ned under 200-dagars glidande medelvärde är ett svaghetstecken.

Positiva katalysatorer för en uppgång skulle kunna vara en snabbt fallande inflation, fallande räntor, en stark konsumtion och förstås att FED tvingas reversera sin QT-strategi betydligt tidigare än väntat.

Värdering amerikanska aktier > snittet



Källa: Alpcot, Bloomberg.

Kombinationen av fallande börs och stigande vinstestimat innebär lägre värdering. Ännu är dock värderingen över långsiktiga snittet, men inte längre så extremt som tidigare.

Svenska aktier bryter stöd



Källa: Alpcot AB, Bloomberg

Det negativa tolkningsföreträdet är uppenbart på den svenska börsen och när de svenska bankerna rapporterat klart sina rekordvinster fick vi se kraftiga rekyler efter upparbetade uppgångar. Detta fick till följd att börsindex ny brutit sitt stigande trendstöd från pandemin som en av de första utvecklade marknader. Inget särskilt gott tecken förstås. Nästkommande potentiella stöd är botten som sattes i oktober förra året, till vilket det är drygt 9 procent ned.

Positiva katalysatorer för en positiv utveckling kan vara ett slut på kriget i Ukraina (nja), snabbt fallande inflation (nja, kanske), räntor som stabiliseras (nja, kanske), en mindre aggressiv Riksbank (nja, kanske) och en bättre än väntat ekonomisk tillväxt (nja, kanske inte).

Värdering svenska aktier = snittet



Källa: Alpcot, Bloomberg.

Värderingen på Stockholmsbörsen har snabbt förbättrats senaste månaden eftersom aktier rekylerat ned och vinstestimat justerats upp. Nu ligger faktiskt värderingen på det historiska snittet för svenska 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.

Europa testar stigande trendstöd



Källa: Alpcot AB, Bloomberg

Konsolideringen av europeiska aktier bröts med besked under rapportperioden och testar inom kort stigande trendstödet från pandemiåret. En etablering under 200-dagars glidande medelvärde är en negativ signal, liksom det faktum att medelvärdet precis börjat falla. Index är samtidigt kraftigt översålt och en motrörelse bör ske inom kort.

Positiva katalysatorer för en uppgång skulle vara ett slut på kriget i Ukraina, ett snabbt ersättande av rysk energi, snabbt fallande inflation, fallande räntor och en mindre aggressiv ECB och att konsumtionen fortsätter på en hög nivå.

Värdering europeiska aktier < snittet



Källa: Alpcot, Bloomberg.

Europeiska aktier är billiga i en historisk

jämförelse. När p/e-talet hamnat strax under 10 har det historiskt sett varit bra läge att köpa in sig i marknaden och med ett p/e på 11,6 börjar vi närma oss med stormsteg.

Japanska aktier på bra stöd



Källa: Alpcot AB, Bloomberg

Japanska topix-indexet har rekylrat tillbaka till sitt starka stöd som testats 5 ggr sedan uppbrottet i somras. Tekniskt ser förutsättningarna goda ut för en uppstuds från rådande kursnivåer.

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

Japan värderas < snittet



Källa: Alpcot, Bloomberg.

Sedan 2010 ligger genomsnittlig värdering på 14,16 mot dagens 14,03.

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 har fortsatt att klättra, vilket vid en rekyl innebär snabbt fallande värderingstal.

Tillväxtmarknadsaktier visar fortsatta svaghetstecken



Källa: Alpcot AB, Bloomberg

Tillväxtmarknadsaktier är fortfarande ute beträffande marknadens preferenser. Trots att det är kontinuerligt översålt är det inte mycket som hjälpt indexet. Möjligen skall index ned och möta det svagt stigande trendstödet från pandemibotten innan det vänder upp. Vi har inga formationer att beräkna kursobjektiv på, men troligen så blidas någon form av botten inom en inte allt för lång framtid.

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.

Em-värderingen vid genomsnittet



Källa: Alpcot, Bloomberg.

Värderingen av tillväxtmarknadsaktier ligger under snittet, även trots att vinstestimaten taktat på nedåt. Möjligen kan man skönja en stabilisering nu, vilket vore tacksamt efter en 2 årig vinstprognosnedgång.

Sammanfattning: Det normalt sett starka kvartalet har börjat i moll, trots relativt bra rapporter. Men tolkningsföreträdet är tydligt negativt och de aktier som klarat sig är de som levererat kraftiga positiva avvikelser mot prognoserna för senaste kvartalet och för framtiden. Säsongen är alltså stödjande och efter en tids pessimistisk börsutveckling ökar chanserna för åtminstone en kortsiktig positivare utveckling.

Värderingarna är låga i många fall, om än inte extremt, samtidigt som vinstestimaten håller uppe förvånansvärt starkt.

Kommentar räntemarknaden

Makrokommentar

Under månaden som gick fick vi något mjukare toner ifrån centralbanker i efterdyningen av mellanöstern konflikten som har potential att eskalera och sprida sig till kringliggande länder. ECB pausade vid deras senaste möte och lät styrräntan vara oförändrad på 4.00 procent (deposit), men bibehöll en relativt högaktig ton. Mantrat att "räntorna kommer att förbli höga under en längre tid", verkar kvarstå ifrån både ECB och FED för att få bukt med inflationsförväntningarna på sikt, framför allt i tjänstesektorn. Det nya geopolitiska osäkra läget medförde ett försämrat risksentiment med fallande börser och kreditspreadar som gick isär under oktober. Statspappersräntor fortsatte ånyo att klättra till nya höjder och den amerikanska tioåringen handlades en bit över 5,0 procent för att sedan falla tillbaka något. Dollarn stärktes till en början mot Euron på riskaversionen i marknaden, men föll tillbaka något när marknaden börjar prisa in att FED troligen är klara med höjningarna nu.

Kronan stärktes kortsiktigt med visst stöd av Riksbankens FX hedging som påbörjades i slutet av september. Styrkan blev som befarat kortvarig och i nuläget handlas EUR/SEK omkring 11,80 igen med risk för ett nytt test av 12,00 nivån i nuvarande risk-off miljö.

Tillväxten faller i västvärlden och ett

flertal ekonomiska indikatorer ser fortsatt dystra ut. Inflationen har toppat, men på centralbankshåll stirrar man sig fortfarande blind på fixmålet om två procents inflation. Därför kommer sannolikt den strama monetärpolitiken bibehållas tills man kan avläsa märkbara prisfall i servicesektorn, samt att arbetsmarknaden kyls ned. Först då kan centralbankerna ropa faran över för inflationen.

Vi återvinner förra månadens devis "håll i hatten för det blir sannolikt en volatil höst med en del svängningar på börser och räntemarknader framöver". Detta kommer troligen selektivt att gynna räntefonder likt vår egen Alpcot Fixed Income, som är positionerad för ett visst räntefall samt exponering mot starkare krediter, med tonvikt på finans och försäkring.

Krediter

Trots att centralbanks fortsatt kommunicerar att räntorna kommer att hållas kvar på högre nivåer en längre tid, är vi hursomhelst ännu närmare slutet av de penningpolitiska åtstramningarna. Därför är kreditkurvorna på USD-, EUR- och SEK attraktiva lite längre ut på tidsaxeln.

Sektormässigt ser finans- och försäkringsbolagen selektivt fortsatt intressant ut i starkare motparter. Kreditmässigt fokuserar vi på Investment Grade (IG) krediter i välskötta bolag med starka marginalutsikter och bra kassaflöde. Europeiska kreditspreadar i form av EUR 5-års iTraxx CDS X-over index

(HY bonds), gick isär i under månaden och slutade 0,30 procentenheter högre på +4,70 procentenheter.

Riksbanken och bostadsräntorna

Så kallad rörlig ränta innebär förenklat 3-månaders STIBOR plus en marginal, vilket är den boränta som bankerna erbjuder privatkunder. I dagsläget erbjuder tex. en storbank ett rörligt bolån på 4,72 procent. 3-månaders STIBOR ligger på 4,09 procent, så i nuläget är den så kallade spreaden eller differensen mellan dessa två omkring +0,63 procentenheter.

3 mån STIBOR och styrränta



Källa: Alpcot, Bloomberg

Dagens konsensus prognoser visar att Riksbanken troligen kommer att behöva sänka räntan i andra halvan 2024 med omkring -0,25 till -0,50 procentenheter, vilket skulle innebära en repo ränta på 3,75 till 3,50%. Risken ligger dock på nedsidan och att Riksbanken kommer att behöva sänka mera och i snabbare takt.

I ett sådant scenario reagerar 3mån. STIBOR mycket snabbt och följer med nedåt. Om så blir fallet kan det vara värt att avvakta med att binda bolånen i nuläget. Detta är ingen rekommendation

utan en iakttagelse på hur marknaden betett sig historiskt sett.

EUR/SEK



Källa: Bloomberg

Trots att Riksbankens FX-hedge (de ska sälja \$ 8 miljarder och € 2 miljarder mot SEK) nu pågått i knappt en månad, så har som väntat detta inte stärkt kronan så speciellt mycket.

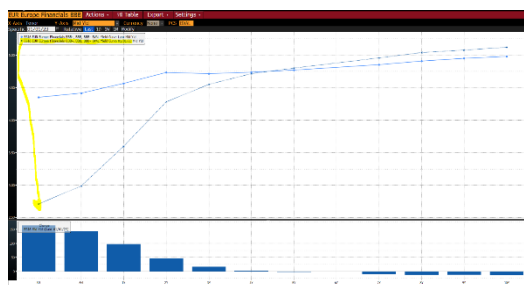
Den generella riskaversionen har troligen vägt tyngre och i nuläget handlas EUR/SEK omkring 11.80 med risk för att vi testat nivåer över 12.00 igen.

Vad kan man förvänta sig för avkastning i en ränteinvestering idag?

Det är hög tid att börja spara i räntefonder eftersom det faktiskt numera finns en bra kupongränta att inkassera på räntebärande investeringar.

Vilken avkastning kan man förvänta sig om man investerar i europeisk bank- och finanssektor inom Investment Grade (IG)?

Yieldkurva för Europeisk IG (finans)



Källa: Alpcot, Bloomberg. Förändring idag jämfört med 1 januari 2023.

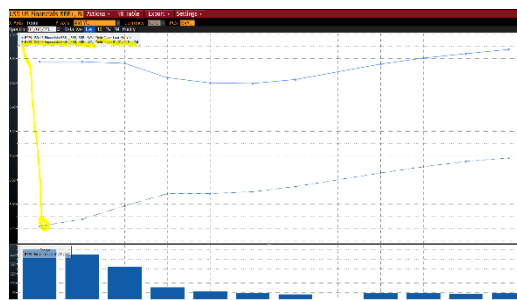
Den övre ljusblåa kurvan visar vad **EUR IG företagsobligationer i finanssektorn** avkastar i nuläget vid varje given tidpunkt på tidsaxeln i nuläget. T.ex. en tvåårig EUR IG obligation avkastar omkring 4,75 procent i snitt idag. Den blåprickiga kurvan (gulmarkerad) visar hur det såg ut vid årets början. Den kortare delen av kurvan har fått rejält med stryk och flyttats upp som en följd av ECB's höjningar. Dock har segmentet 5- 10 år knappt rört på sig och därmed klarat sig relativt bra.

Vilken avkastning kan man förvänta sig om man investerar i amerikanska finansbolag inom Investment Grade (IG) i USD?

USA ligger en bit före oss i Sverige och Europa i konjunkturcykeln, vilket har medfört att amerikanska räntor nu snart ser ut att ha toppat ut över hela räntekurvan. Om inte ekonomiska data förbättras signifikant eller att inflationen i tjänstesektorn blossar upp igen, är sannolikt FED färdiga med deras höjningscykel för den här gången. Därför ser nu obligationsinvesteringar i USD med fast ränta attraktiva ut framöver. Detta då

man "låser in" en högre ränteavkastning, än vad man kan förväntas att erhålla i framtiden på samma löptid, vilket gör att investeringen ökar i värde.

Yieldkurvan för USA IG (finans)



Källa: Alpcot, Bloomberg. Förändring idag jämfört med 1 januari 2023.

Den övre blå kurvan visar vad **USD IG företagsobligationer i finanssektorn** avkastar i nuläget vid varje given tidpunkt på tidsaxeln. Text en treårig USD IG bond yieldar omkring 6,60 procent i snitt. Den undre blåprickiga kurvan (gulmarkerad) visar hur det såg ut vid årets början. Kurvan har nästan parallellt förflyttats uppåt som en följd av FED's höjningar.

-Vilka risker finns det i obligationsinvesteringar?

Det finns ett flertal riskvariabler som kan förändra det förväntade avkastningsutfallet på en obligationsinvestering. Förenklat kan man säga att de huvudsakliga riskerna är följande:

1. **Ränterisk** (risken att marknadsräntan ändras under den aktuella löptiden).

2. **Kreditrisk** (motpartsrisken; att låntagaren helt eller delvis inte kan betala tillbaka alla kuponger och lånebeloppet).

Ränterisk: Tex. önskar sig nog många med bolån att de skulle ha "låst" låneräntan i SEK på omkring 1,50 procent för ett tag sedan, när man i nuläget får betala nästan 5.00 procent på två års löptid. Som obligationsinvestorer sitter man på andra sidan och lånar ut pengarna till företag.

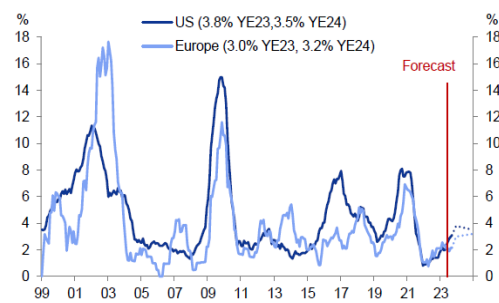
Förenklat sett gäller då det omvända, dvs att man önskar "låsa in" en hög fast ränta över en viss tidsperiod om man tror att räntenivån kommer att falla i samma löptid. Priset på obligationerna går då upp (nuvärdet på framtida kassaflöden ökar). En obligationsfond med en god riskspridning som är rätt positionerad kommer då således att öka i värde.

Kreditrisk: betalningsinställningar (defaults).

Risken att en motpart inte kan betala tillbaka kupongränta, hela- eller delar av kapitalet som är lånat. Historiskt sett brukar "defaulterna" öka vid lågkonjunktur och minska vid högkonjunktur. Värst drabbade är de högst belånade bolagen, med små nettomarginaler, låg/ingen vinst, dåligt operationellt kassaflöde och därmed låg räntetäckningsgrad. Denna typ av så kallade High-Yield bolag (HY) bör man således var mycket försiktig med vid ett kommande recessions scenario som vi nu troligen har framför oss.

Defaultnivåer och prognos

12-month trailing issuer-weighted default rate in the US and European HY bond markets



Source: Moody's, Goldman Sachs Global Investment Research

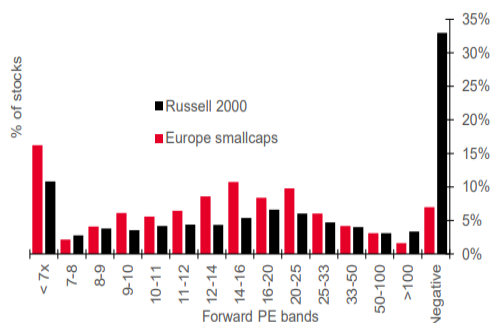
Källa: Moody, Goldman Sachs

Ännu så länge har betalningsinställningarna inom high-yield (HY) låtit vänta på sig, men utsikterna ser dessvärre inte speciellt bra ut framöver om man ska tro på Moody's och Goldman Sachs.

Zombie bolag

Halloween passerade, så vi tar tempen på de så kallade "Zombie-bolagen" i Russel-2000 och MSCI-Europe Small Cap. Med zombiebolag brukar man avse bolag med låga- eller inga vinster som knappt ens räcker till att betala räntorna på deras utestående skuld.

Framtida P/E, 12 mån



Källa: Bloomberg

Inte helt oväntat har lågräntemiljön som varat under en längre tid skapat en hel del monster. I Russel 2000 har till exempel omkring 33 procent av bolagen negativt P/E tal på framtida 12-månader. Dessa bolag har kunnat överleva tack vare det extremt låga ränteläge som rått under en längre tid. Nu ser det dock skrämmande mörkt ut för många av dessa bolag framöver, då räntenivåerna ligger avsevärt högre än tidigare och flera kan komma att få betalningsproblem, samt problem med att återfinansiera deras utestående skuld.

Zombies



Källa: The Economist

Europas zombies

Precis som att det finns zombiebolag finns det även zombieländer. Enligt samma logik kan för högt skuldsatta länder komma att få betalningsproblem, samt problem med att återfinansiera deras utestående skuld nu när räntenivåerna är avsevärt högre än vad de tidigare varit.

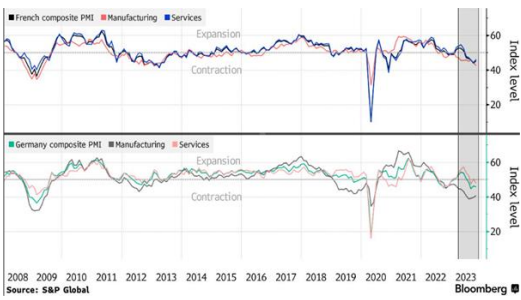
Statsskuld/BNP (%), EU-länder, urval



Källa: Alpcot, Bloomberg

Mätt som statsskuld i förhållande till BNP i procent, ligger Grekland (166 procent) och Italien (142 procent) inte så bra till, men även bjässarna Frankrike och Spanien stoltserar med höga nivåer omkring 111%. Denna dynamik medför att ECB troligen inte skulle kunna höja räntan speciellt mycket mera utan att skapa en ny Euro finanskris. Sverige (blå) ligger dock riktigt bra till med en skuldsättningsnivå strax över 30 procent, vilket i förlängningen ger bra med utrymme för klassiska finanspolitiska stimulanser vid en eventuellt kommande recession.

PMI-index, Frankrike & Tyskland.



Källa: Bloomberg, S&P Global

Minskad efterfrågan på lån, och stramare kreditgivning ifrån de europeiska bankerna.

I ECB:s undersökning ifrån början av oktober med 157 europeiska bankers kreditstandard- och låneutgivning till privata hushåll och företag, framkom att efterfrågan på lån och krediter fallit kraftigt. Den sammanlagda andelen banker som stramat åt deras kreditgivning har också ökat rejält. Detta bådär inte särskilt gott för den europeiska tillväxten framöver.

ECB:s Bank Lending Survey

Latest BLS results for the largest euro area countries

(net percentages of banks reporting a tightening of credit standards or an increase in loan demand)

Country	Enterprises						House purchase						Consumer credit					
	Credit standards			Demand			Credit standards			Demand			Credit standards			Demand		
	Q2 23	Q3 23	Avg	Q2 23	Q3 23	Avg	Q2 23	Q3 23	Avg	Q2 23	Q3 23	Avg	Q2 23	Q3 23	Avg	Q2 23	Q3 23	Avg
	23	23		23	23		23	23		23	23		23	23		23	23	
Euro area	14	12	9	-42	-36	0	8	11	7	-47	-45	1	18	16	5	-12	-12	0
Germany	10	10	4	-32	-23	6	11	4	4	-32	-32	5	14	7	1	-14	-4	6
Spain	8	8	9	-42	-58	-6	10	30	14	-60	-10	25	42	10	-17	-33	-8	
France	25	17	7	-50	-25	-4	20	10	4	-70	-60	3	36	21	-1	-21	-29	-2
Italy	18	18	12	-73	-73	5	0	0	1	-64	-45	10	0	8	4	-8	-23	10

Notes: "Avg." refers to historical averages, which are calculated over the period since the beginning of the survey, excluding the most recent round. Owing to the different sample sizes across countries, which broadly reflect the differences in the national shares in lending to the euro area non-financial private sector, the size and volatility of the net percentages cannot be directly compared across countries.

Källa: ECB.

Alternativa tillgångar

Oljepriset, brent, -5y



Källa: Bloomberg, Alpcot

Oljepriset har fortsatt att sega sig uppåt när OPEC+ fått diktera villkoren. Tekniskt sett finns potential upp emot \$108/fatet om den symmetriska triangeln bryts på uppsidan. Denna typ av formation är en fortsättningsformation.

Som vi beskrivit tidigare är oljelagren låga i USA för säsongen, samtidigt som de amerikanska oljefälten inte bidrar som de gjort tidigare för att snabbt fylla på lagren.

Valutasyn

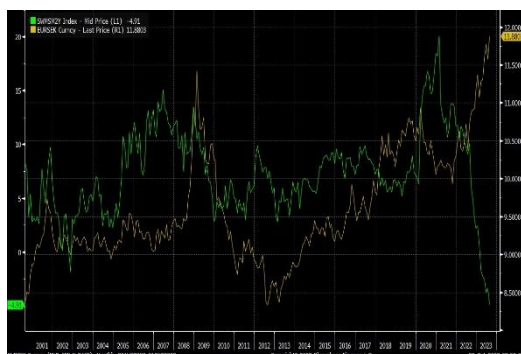
Valutor (ffs USD)	USD	EUR	GBP	JPY	CHF	SEK	DKK	ISK	ISK	ISK	ISK	ISK	ISK	ISK	ISK	ISK	ISK	ISK
SEK																		
EUR vs SEK																		
EUR																		
USD																		

Källa: Alpcot, i USD.

Vi gör ett försök till att beskriva vad vi tror på om kronan på lite sikt.

Detta dokument innehåller information och överbåganden 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 och penningmängd



Källa: Alpcot, Bloomberg

När penningmängden ökas så har kronan försvagats med en lagg på 1-3 år. Det omvända gäller också, att när penningmängden minskar har kronan stärkts med en lagg på ungefär samma tidsrymd.

Kronan och prognoser



Källa: Alpcot, Bloomberg

Gentemot dollarn tror konsensus på en kronkurs på 9,70 respektive 9,34 (utmärkta med kryss i bilden) för slutet av 2024 samt slutet av 2025. Vi delar bedömningen att kronan bör stärkas kommande 2 år, givet att Riksbanken inte gör om fadäsen att skapa 0-ränteklimat igen.

US-Dollar



Källa: Bloomberg, Alpcot

Dollarn gynnas alltjämt av risk-off-miljön, även om momentum avtagit i rörelsen. Möjligen kan den stärkas ytterligare något innan en rekyl vidtar (om det blir risk-on på börserna).

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 den förmodligen inte ledande, men be då gärna plattformen att addera dem, så blir plattformen i alla fall lite bättre.

Förändringar i Alpcot Fixed Income

Under månaden som gick sålde vi den sista posten i EVLI HY fond innehavet och var aktiva i IG sekundärmarknaden i USD. Där köpte vi bland annat ENEL 4 procent Okt-2026, som är ratat BBB- av S&P och Moodys Baa2, på en yield av 6,55 procent. Vi köpte även Santander 4,25 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.

april-2027, i USD som är ratat A- av S&P och Moody's Baa1, på en yield av +6,60 procent. I den svenska marknaden köpte vi en säkerställd obligation i SEK i Swedbank 1 procent sep-2024 på en yield av 4,25 procent.

Förändringar i Alpcot Equities

Vi har under oktober investerat i sportbilstillverkaren Ferrari, samt ökat lite i Alphabet som föll på sin starka rapport. Vi har även sålt Beijer Ref som förvisso kom med en till syntes ok rapport, men där organiska tillväxten är som bortblåst. Förmodligen är det av tillfällig karaktär, men de går mot åtminstone två kämpiga jämförelsekvartal till, innan det eventuellt börjar bättra sig igen. Under oktober har 30 stycken av fondens bolag rapporterat, vilket varit intressant att stämma av!

Kommentarer nya bolag

Vi investerade i sportbilstillverkaren Ferrari som tillverkar marknadens mest ikoniska och åtråvärda sportbilar till ett kundklientel som har råd med fordon överstigande 3 miljoner kronor per bil. De tillverkar strax över 7000 bilar per år och är strikta mycket med vem de säljer till. Bolaget har varit höglönsamt under många år och inte ens under pandemin förlorade de pengar, även om försäljningen av förklarliga skäl föll med 20 procent. Aktien har aldrig varit billig i likhet med bilarna de tillverkar, men nu ligger värderingen på det historiska snittet. Rapport kommer 2 november och väntas vara stark av de analytikerbedömningar vi läst. Deras första 4-dörrars SUV Purosangue är i uppstartsfas så det bli intressant att se hur orderboken ser ut.

Ferrari Purosangue



Källa: Ferrari

Kommentarer rapporterande bolag

Novo Nordisk, som egentligen rapporterar 2 november passade på att

uppdatera marknaden med vad de såg för resten av året, och det var en ordentlig prognoshöjning. Försäljningstillväxten bedöms nu hamna på 32-38 procent för helåret, upp från tidigare prognos på 27-33 procent. Rörelseresultatet bedömde de kommer öka med 40-46 procent, upp från tidigare 31-37 procent. De angav också utkomsten för tredje kvartalet i sig och även det var en ordentlig uppgång i förhållande till analytikernas prognoser, som inte kunde annat än att applådera siffrorna och höja prognoserna.

Astrazeneca som rapporterar i

november drabbades av ett kraftigt

kursfall i samband med en konferens där studiedata läckt ut för lungcancerpreparatet datopotamab deruxtecan, som förvisso uppvisat förlängd överlevnad, men inte så lång som många läkemedelsanalytiker hoppats på. Produkten är en

antikroppsproduktsblandning som fungerar som en liten "bomb" i att den direkt kemoterapibearbetar cancercellen. Astrazenecas produkt siktar in sig på ett protein som kallas Trop2, och sägs vara mer effektiv mot exempelvis bröstcancer än lungcancer. Astrazeneca har själv inte mött upp mot frågeställningarna. Det är inte att produkten inte saknar fördelar, problemet är att behandlingsmetoden just nu inte möter patienters

överlevnadstid tillräckligt starkt, dvs behandlingen skulle behöva längre tid på sig att verka för att uppnå dess bevisligen goda effekter. För just bröstcancerpatienter uppvisade behandlingsmetoden betydligt bättre data med längre överlevnadstid, vilket

indikerar produktens potential.

Sjukvårdsoperatören UnitedHealth

levererade betryggande siffror för det tredje kvartalet och slog såväl försäljnings- som vinstestimaten. De passade på att höja tröskelnivån för resten av året också, vilket uppskattades av analytikerna. Inför 2024, vars prognoser låg i linje med analytikernas skulle en uppsida kunna bli bantningspreparaten och om dessa inkluderas i företags hälsovårdserbjudande bredare än det görs idag.

ABB kom in marginellt lägre än

marknaden förväntat sig på vinst, försäljning och orderingång.

Delförklaringar angavs vara en svag marknad i Kina samt avtagande tillväxt i Europa inom framfört robotics och bygg. I USA och i Mellanöstern steg affärsaktiviteten, vilket stämmer väl överens med marknadsstatistik den senaste tiden. Bolaget passade på att höja prognosen för EBITDA för helåret till 17 procent, vilket var över marknadens prognoser. Orderingången i förhållande till försäljningen ligger alltså över 1,0, vilket innebär att analytikerna endast marginellt justerade ned sina förväntningar för återstoden av året.

Volvo levererade klart bättre resultat än väntat på både omsättning och vinst i

förhållande till marknadsestimaten. Däremot underträffade orderingången för lastvagnar prognoserna, trots att Volvo talat om, och upprepat, att det sker en normalisering i efterfrågan. Denna

normalisering härrör sig från pandemin och komponentbrist (halvledare) tidigare, och då Volvo varit restriktiva med att ta nya orders. När komponentbristen upphörde/lättade fanns ett uppdämt behov i marknaden, vilket gav en extra uppgång under en begränsad period. Angående orderingången så passade bolaget på att höja prognoserna för Europa, medan Nordamerika kvarstod på samma nivå för resten av 2023. För 2024 sänktes prognoserna för Europa och Nordamerika, medan de höjdes för Kina och Indien. Inom anläggningsmaskiner så föll efterfrågan under kvartalet förklarad av svaghet på den europeiska marknaden samt på svag tillväxt i Kina. För Nordamerika var dock försäljningen upp med 196 procent, understödd av goda marknadsförutsättningar där kunder fyller på sina hyresflottor. Prognoserna för divisionen för 2024 justerades till en nedgång på 5-15 procent i Europa, och med 0-10 procent i Nordamerika, men en uppgång på 0-10 procent i Sydamerika och samtidigt en utplanande nedgång på 0 till -10 procent i Kina.

ASML, som tillverkar världens mest avancerade chipproduktionsmaskiner, grundar sig på ultraviolett litografisk teknik som in lite starkare än väntat för kvartalet, medan orderingången minskade betydligt mer än väntat. Detta ligger i linje med kunden TSMCs vädjan av att hålla tillbaka leveranser av avancerade maskiner när efterfrågan på chip mattats successivt under året. ASMLs bedömning är att halvledarindustrin bottnar successivt, men att 2024 blir ett mellanår för just deras del, något som också ligger i

marknadens prognoser. De bedömer att 2025 kommer bli ett ordentligt tillväxtår igen. Som en effekt av lägre efterfrågan från Taiwan, Sydkorea och USA, trots en uppvägning från EMEA så var det framför allt Kina som stod för ett ordentligt uppsving under kvartalet. Kina köper allt de kan komma över, vilket mycket beror på de exportrestriktioner till Kina som väntas snävas till ytterligare under 2024. ASML säger att de inte bedömer sig någon effekt av detta på kort eller lång sikt, men däremot på medellång sikt. Betyggande är att deras orderbok uppgår till drygt €45 miljarder, samtidigt som de bedöms omsätta ca €28 miljarder 2024, och det faktum att de är det enda företaget i världen som kan leverera denna typ av chipproduktionsmaskin. Inom logiska chip har efterfrågan vänt upp medan minneschip fortfarande är inne i nedgångsfas.

(Lite om Taiwan Semiconductor:

Levererade betydligt bättre än befarat. Drar ned capex något men så att efterfrågenedgången för telefon och PC-chip stabiliserats och tror på klart starkare 2024). Bra för många bolag i branschen (och portföljen)!

Börsoperatören Deutsche Börse

kom in lite tunt i förhållande till förväntningarna för det tredje kvartalet men avfyra estimathöjningar för fjärde kvartalets utveckling väl över konsensusestimaten, med anledning av en god utveckling för det förvärvade Simcorp. I absoluta tal levererade bolaget en god tillväxt, men sekventiellt var tradingintäkterna ned i förhållande till förra kvartalet, men

samtidigt ser förutsättningarna bättre ut för Q4 med stark dollar och ökad volatilitet i spåren på geopolitisk oro, vilket är gynnsamt för DB:s derivatprodukter. Efterfrågan inom ESG-relaterat fortsätter upp och levererade god ökning i både vinst och försäljning. För att hjälpa marknaden att bättre förstå bolaget efter köpet av SimCorp så bjuder de in analytiker till kapitalmarknadsdag den 7 november.

Storbanken Nordeas utveckling gick i samma riktning som branschkollegan SHB, med stigande räntenetto som var 36 procent högre än motsvarande kvartal förra året och 4 procent högre än andra kvartalets utfall. Tradingnettot sjönk med 1 procent relativt motsvarande kvartal förra året. Banken nämner att de tar marknadsandelar på bolånemarknaden i Sverige och Norge men menar samtidigt att affärsaktiviteten dämpats markant m.a.a. de högre räntorna. Kreditförlusterna var på fortsatt mycket låga nivåer och banken nämner att kreditkvaliteten är hög i låneboken. Rörelseresultatet översteg marknadsprognoserna medan intäkterna hamnade precis under, samtidigt så understeg kostnaderna analytikernas prognoser. Så överlag en bra rapport utan tydlig spets.

Investor slog börsen i form av avkastning under kvartalet med en nedgång på 3 procent mot börsens -6 procent. Bidragande var att bolagen inom Patricia Industrier utvecklats väl under kvartalet och alla utom ett, uppvisat ökad lönsamhet och förbättrade kassaflöden.

Samtidigt så höll lägre multiplar för jämförbara bolag ned totalavkastningen som landade på 0 procent för Patricia. Bolaget meddelade att de har en nettoskuldsättning på 2 procent, vilket är i lägre intervallet av målet 0-10 procent, samt inga obligationsförfall förrän 2029. Detta innebär att investmentbolaget är i mycket gott skick för att investera i nya möjligheter när de dyker upp. Erfarenhet väger tungt i denna bransch.

Substansvärdesförändringen i investmentbolaget VNV Global uppgick till -1,36 procent under kvartalet. Fokus framgent är att minska skuldsättningen genom att återköpa obligationer, något de redan är i processen att göra. Även om de parallellt letar efter nya investeringar anser VDN att det är svårt att finna bättre investeringar än VNV-aktien självt eftersom den handlas till en rabatt mot substans på >70 procent. Givet vart vi befinner oss i kreditcykeln handlar verksamheten om att säkra tillräckligt med stödkapital, att arbeta hårdare mot lönsamhet i de ägda bolagen, att säkra upp de managementresurser som krävs för att övervintra. Potentialen i portföljbolagen är hög, samtidigt som risken också är det trots krisinsikten som funnits en längre tid i bolaget.

Sandvik levererade en robust rapport, men dessvärre lite under förväntningarna. Anledningarna var bland annat att efterfrågan inom Manufacturing and Machining Solutions sjönk under kvartalet trots en god start på inledningen av kvartalet. Inom just verkstadssektorn är efterfrågan mer dämpad, beroende på

konjunkturförsvagningen, medan efterfrågan inom flyg och fordon är betydligt mer robust. Helt klart är att en sammantagen organisk tillväxt på 1 procent är bättre än inget, men visar också att konjunkturförsvagningen letar sig allt längre upp i näringskedjan. En positiv kommentar var att de trodde sig se botten på efterfrågeförsvagningen inom infrastruktursegmentet, vilket skulle kunna överraska på uppsidan under 2024, när policymakers skall försöka dra igång tillväxten igen. Analytikerna sänkte sina estimat marginellt efter rapporten.

Camurus överraskade med att komma med en omvänd vinstvarning för helåret den 23 oktober, innan deras ordinarie rapportdag den 9 november (för Q3). Bolaget lät meddela att prognosen för de totala intäkterna höjs till 1,64-1,72 miljarder kronor från tidigare 1,5 – 1,65 miljarder kronor. Resultatet bedöms komma i intervallet 525 -600 miljoner kronor mot tidigare prognos om 425-525 miljoner kronor. Bolaget skrev vidare att förändringen stöds av såväl positiv intäktsutveckling, marginalförbättring och valutaeffekter. Opioidläkemedlet Buvidal/Brixadi är det läkemedel i portföljen som just nu driver försäljningen och lönsamheten i bolaget. I USA är överdos den vanligaste dödsorsaken för individer under 50 år.

Klimatkontrollsbolaget Munters fortsatte på sin framgångsrika tillväxtresa och kunde presentera siffror väl över marknadens prognoser. Den organiska tillväxten uppgick till hela 28 procent under kvartalet och samtliga

affärsområden (3 st) ökade såväl resultat som marginaler. Bolaget nämnde att kunderna generellt beställer närmare leveranstidpunkt vilket innebär att ledtiderna kortas. Detta bedöms dels bero på en osäkrare makromiljö, men också att de vände sig vid att beställa långt i förväg under komponentbristtiden tidigare och det noterades även färre stora orders, vilka motsvarande kvartal var ett flertal. Bolaget ligger långt över sina nuvarande medellångsiktiga tillväxtmål och kämpar vidare mot sina långsiktiga hållbarhetsmål. Bland affärsområdena var det Air Tech som stod för största andelen av ordertillväxten, följt av Foodtech och Data Centers Technology. Geografiskt var tillväxten klart störst i Americas följt av EMEA och APAC. Kassaflödet var starkt och skuldsättningen som en andel av justerat EBITDA fortsatte att sjunka (2,2).

Beijer Ref levererade en till synes stark rapport, men gynnades omsättningsmässigt av såväl förvärv som valutamedvind. Den organiska omsättningstillväxten var negativ om 4 procentenheter, men sades mest bero höga jämförelsetal motsvarande kvartal förra året. Som många mindre industribolag har även Beijer Ref jobbat hårt med att minska varulagren, vilket resulterat i ett starkt operativt kassaflöde. Den starka tillväxten förra året härrör sig främst från energisituationen i Europa förra året och kommer som jämförelse att ebba ut kommande två kvartal. Tillväxten i USA uppgavs vara stark och regionen kommer vara en viktig långsiktig tillväxt drivare. Risker är att aktien får temporärt lägre

tillväxt tills underliggande tillväxten skjuter fart igen. Vi passade på att sälja vårt innehav och tar ett omtag när utsikterna klarnar.

För det globala betalningsbolaget

Fiserv ökade försäljningen med 8 procent under kvartalet hjälpt av samtliga affärsområden (Acceptance, Fintech samt Payments). Vinsten steg med hela 108 procent för kvartalet jämfört med motsvarande kvartal förra året. Organisk tillväxt uppgick till goda 11 procent och bolaget menar att tillväxt kommer från alla marknader de verkar på. De kunde inte undvika att nämna att de belönats med utmärkelserna *världens främsta financial technology provider* av IDC Fintech Top 100 Rankings för 2023. Med gott råg i ryggen höjde de sina egna prognoser för resten av 2023 att nå en organisk försäljningsökning om 11 procent och en vinstökning per aktie om 15-16 procent. Såväl rapportleveransen som prognoshöjningen gladdde analytikerna som kunde höja sina prognoser efter rapporten. På frågan om konsumenterna påverkats så VD:n i en intervju att de inte såg det i sina system, men tillade att det kanske kommer synas under helgerna i Q4.

Alphabet kom med en riktigt bra

rapportleverans med en god utveckling inom sök där konsumenter angavs vara medvindsfaktor, stark acceleration i annonsintäkter och en god återhämningstrend inom Youtube efter nedgången för ett år sedan. Att de nu erbjuder NFL Sunday Ticket i Youtube tror de kommer bli ytterligare en intäktsdrivare

för bolaget och de initiala reaktionerna på detta har varit positiv. På en punkt kom dock intäktsökningen in under prognoserna och det var inom molntjänster, med förklaringen att det berodde på kunders optimering. Intäktsökningen uppgick till \$8,4 miljarder att jämföra med förväntningarna på \$8,6 miljarder. Att ökningen var 22 procent högre än motsvarande kvartal förra året hjälpte föga. Inom just moln sker det stora slaget kring AI där plattformsägarna tillhandahåller infrastruktur för de som sedan vill utveckla tjänster understödda av AI. Att Microsoft levererade starkare siffror inom just moln gav avtryck på Alphabets aktie som sjönk i efterhandeln. Bolagets chatbot Bard lämnar allt större avtryck när den integrerats med Alphabets appar och inom kort väntas lansering av deras multimoduala storspråksmodell Gemini.

Microsoft levererade precis om Alphabet bättre siffror än som väntades, och för Microsofts del även inom molntjänster, vilket belönades med stigande kurser i efterhandeln på rapportdagen.

Försäljningen inom företags-moln steg med 24 procent under kvartalet. Microsoft menade samtidigt på att efterfrågan inom PC stabiliserats, vilket gillades av analytikerna som varit lite oroliga för segmentet. Bolaget kommer inom kort att lansera en AI-dopad version av Office365 och då ta ytterligare \$20 per månad, ett erbjudande få företag kan stå utan. Deras investering på \$13 miljarder i OpenAI (som byggt ChatGPT) innebär att de till dagens värdering äger i storleksordningen 14 procent av bolaget. Självlklart vill de få så

mycket valuta som möjligt för investeringen och redan idag så är deras sökmotorvariant Bard integrerad med ChatGPT-teknologi. Försäljningen av Azure sägs ha ökat med ytterligare 3 procentenheter efter integreringen av ovan nämnda teknologi. Bolaget guidade också lite högre för kommande kvartalet (Q2) än vad marknaden hoppats på, vilket också var användbar input till analytikerna som har att höja sina estimat efter rapporten.

Spanska banken Santander radade upp fina resultatsiffror i samband med sin rapport, vilka dessutom slog marknadsförväntningarna på samtliga punkter. Skiljt från nordiska banker så har europeiska en del kreditförluster och enligt Santander uppgår deras "dåliga lån" till drygt 3 procent, vilka dock låg i nivå med prognoserna. Enligt banken var kundaktiviteten hög och de har under årets första 9 månader kunnat välkomna 9 miljoner nya kunder. Särskilt stark var tillväxten inom förmögenhetsförvaltning, vars intäkter steg med imponerande 39 procent, milsvida skillnader från de nordiska bankernas motsvarande tillväxttal. Banken har fortsatt med sina aktieåterköp och kommer fortsätta under resten av 2023 och har då sedan köpen inleddes 2021 köpt tillbaka 9 procent av aktierna. Glädjande att läsa var även att verksamheten i Brasilien fortsätter att förbättras och förväntas göra så under 2024 också. Kunderna hade börjat betala tillbaka bolån i större omfattning än tidigare, vilket sammantaget innebar att låneboken faktiskt minskade med 2 procentenheter under kvartalet. En

mycket konfident bolagsledning, rekordresultat och bättre leverans än väntat innebär uppreviderade estimat från analytikerna.

Vind- och solparksutvecklaren OX2

fortsätter att leverera det de lovar, en god genomströmning av projekt där de allra flesta kommer realiseras mot slutet av året. De nämner i rapporten att de har sol, vind och lagringsprojekt ute till försäljning motsvarande 1,2GW. Projektportföljen ökade med 8860 MW under årets första nio månader och hela portföljen uppgår nu till 46724 MW. De nämner att de har god efterfrågan trots orolig makroekonomisk miljö, och särskilt då från industriella och strategiska kunder, och detta trots hög inflation, höga räntor och störningar i leveranskedjor. De sistnämnda nämner de att de inte påverkats nämnvärt av. Bolagets finansiella mål är att öka rörelseresultatet med mer än 25 procent årligen för perioden 2023-2027, att ha sålt >1500MW under 23-24 samt >2000MW årligen från 2025. I förhållande till de få estimat understeg försäljningen prognoserna medan rörelsevinsten kraftigt översteg. Detta visar att analytikerna inte riktigt "lärt" sig bolagets projektflöde än.

Med tysk precision levererade Porsche

ett bättre resultat än väntat för det tredje kvartalet. Försäljningen ökade med 12,6 procent och rörelseresultatet med 9 procent relativt motsvarande period förra året. Marginalen sjönk förvisso, men så hade de också ökat investeringarna mer än de tidigare gjort. Ordergången är, enligt bolaget, robust, liksom orderboken,

vilket visar att köparna är mindre konjunkturkänsliga än bilmärken som inte har premiumfordon. För Porsche har Macan varit en stor framgång, följt av Cayenne och 911 under året. Kina utgör fortfarande största marknad med 31 procent av leveranserna i kvartalet, men andelen minskar när övriga marknader växer på. Målsättningen att sälja för €40-42 miljarder ligger fast och bedöms nås, vilket innebär att analytikernas prognoser kan vara i lägsta laget. Satsningarna som görs i modellflottan nu drar ner marginalnivån tillfälligt, men brukar uppskattas av analytikerna, eftersom det möjliggör högre marginaler och försäljning längre fram.

Verkstadsbjässen Atlas Copco

levererade rekordresultat och rekordintäkter och orderingång i nivå med samma höga nivå som gällde för motsvarande kvartal i fjol. Inom Kompressorteknik ökade orderingången främst för stora industriella kompressorer, medan orderingången för mindre kompressorer var oförändrad. För Vakuumenteknik sjönk orderingången när kunder inom halvledarindustrin och inom platta bildskärmar dragit i handbromsen. Däremot upprätthölls försäljningen på nivåer som motsvarar försäljningen under fjolårets motsvarande kvartal. Inom Industriteknik förbättrades i princip allt drivet av en hög efterfråga inom bland annat service. Fordonsindustrin inom segmentet uppvisade en viss försvagning sekventiellt, men upp jämfört med motsvarande period förra året. Inom Energiteknik var orderingången hälsosamt upp, delvis hjälpt av förvärv.

Uthyrningsverksamheten visade också på god tillväxt både mot jämförbar period och sekventiellt. Trots att det fanns vissa mindre sprickor i konjunkturfasaden så är de väldigt små i Atlas fall, något lär avspeglats i analytikernas prognoser.

Meta (Facebook) levererade en

vinstkross i samband med sin kvartalsrapport och slog förväntningarna med 21 procent. Även omsättningen översteg förväntningarna med 2 procentenheter. Guidningen för fjärde kvartalet hamnade dock strax under genomsnittsprognosen i marknaden, men Meta guidar med ett brett intervall då de ger sig chansen att slå förväntningarna också. Kostnaderna bedöms stiga framgent p.g.a. ökade satsningar på infrastruktur och inte minst på affärsområdet Reality Labs (augmented och virtual reality). Det sistnämnda affärsområdet genererar blygsamma intäkter i förhållande till kostnaderna och är ifrågasatt av investerarna, men samtidigt något som är en framtida option till framgång i takt med att teknik och hårdvara mognar. Eftersom arbetsstyrkan förnyas mot mer teknikspecialiserade bedöms lönerna öka relativt sett också. Kassaflödet var under Q3 kraftigt över marknadsprognoserna (+89 procent). Liksom för Google så beskrev Meta annonsmarknaden som starkt återhämtande, medan Q4 förvisso också ökar men i mildare omfattning som ett resultat av Hamas attack mot Israel. Meta fortsatte även sitt aktieåterköpsprogram under Q3 och har nu ca \$37,2 miljarder kvar av nuvarande mandat. På estimat från exempelvis Goldman Sachs så sänkte

de sina estimat för Q4 med -0,3 procent på omsättning men höjde rörelsevindestimaten med 2,3 procent. För 2024 höjde GS sina estimat för försäljning med 0,6 procent och rörelsevinstprognosen sänktes med 1,2 procent. Vi förväntar oss att andra analyshus också endast gör marginella justeringar på sina estimat, både uppåt och nedåt med anledning av rapporten.

Mercedes-Benz kom med en lite

mjukare rapport än analytikerna väntat sig. Försäljningen stod på samma nivå som i fjol medan rörelseresultatet var något lägre. Antalet fordon (bilar) var ned med 4 procent medan minibussdivisionen levererade 1 procent fler. Den lägre försäljningen sades bero på fortsatta leveransproblem, vilket gjorde att orderingången inte kunde mättas. Satsningen på eldrivna fordon har samtidigt tagit ordentligt fäste och andelen ökar snabbt. Fordonsmarknaden slits mellan dels catch-up-effekter från tidigare leveransstörningar och dels en svag makromiljö med hög inflation och höga räntor. Generellt lär minibussar och eldrivna fordon öka på bekostnad av bensindrivna versioner under 2024. Vi bedömer att analytikerna kommer göra mindre nedjusteringar i sina förutsägelser om Mercedes intäkter, men med ett p/e på 4,4 är mycket redan diskonterat i nuvarande värdering.

Affärssystemslieferantören

ServiceNow's kurssvaghet på senare tid hade inget med bolagets fundamentala utveckling att göra, avslöjade senaste sifferskörden i rapporten för Q3. Vinsten

överträffade förväntningarna med 14 procent och försäljningen med 1 procentenhet. I förhållande till fjolårets motsvarande kvartal var vinsten upp med 58 procent och försäljningen med goda 24 procent. För Q4 höjde de samtidigt sina estimat, över marknadens prognoser och menade på att AI nu skapar ökad försäljning. Lite skrytsamt menade VD:n att de nu var det snabbast växande företagsinriktade affärsstödsföretaget i världen. Vidare nämndes att kunderna nu använder AI för att exempelvis sammanfatta mail och affärscase, att fungera som en assistent åt kundmötande personal, etc. Som bolag kommer de själva att dubbla sin IT-utveckling till att spendera cirka 7 procent av omsättningen årligen. Bara i år hade de släppt mer än 5000 nya funktionaliteter och satsat mycket på att integrera AI i de moment som betyder mest för sina kunder. Analytikerna gjorde vågen och höjde estimaten.

Industrigasleverantören Linde gjorde inte marknaden besviken när de släppte sina kvartalssiffror som klart slog marknadsförväntningarna. Dessutom höjde de sina estimat för årets avslutande kvartal, också det över marknadens förväntningar. Verksamheten är tydligt okänslig för konjunktursvängningar och deras försäljnings- och vinstutveckling är jämn över tid. Marknadssegment som var särskilt bidragande sades vara sjukvården, mat & dryck och energi. I Kina räknar de med en svag återhämtning och nämnde att det primärt är inom elfordon som tillväxten finns, medan den är mer dämpad inom bygg och stålkonsumtion.

Mastercard levererade försäljningssiffror i nivå med marknadsförväntningarna och en vinst väl över prognoserna. De nämnde att de inte ser någon svaghet i sina kunders konsumtionsmönster, utan att de snarare ökat, om än i mindre takt är året innan. Ökat internationellt resande hade också bidragit positivt och förväntas fortsätta göra så. När bolaget också nämnde att de tre första veckorna i oktober börjat i en lugnare takt så föll aktien med 5 procent på oro att konsumenterna nu börjat hålla i sin plånbok. Detta visar hur små marginaler rapporterade bolag har när presenterar sina rapporter. För aktien kan det ta lite tid att återhämta sig, samtidigt som de har en oligopolställning och knappast kommer tappa marknadsandelar mot Visa.

Bildels- och verktygsförsäljaren

O'Reilly Automotive kom med bättre resultatsiffror än väntat och levererade dessutom en utsiktshöjning får avslutningen av året som överraskade analytikerna. I år har de öppnat 140 nya butiker och väntas öppna 40-50 till innan året är slut. Inför nästa år beräknas ytterligare 190-200 öppnas vilket visar på tillförsikt för affärsmodellen såväl som för marknaden. I sämre tider så tenderar bilägare att ta hand om sin bil längre eftersom nyköp till höga räntor och osäkrare marknadsutsikter blir mindre intressant. Bolaget nämnde även att de fortsätter att återköpa aktier och har \$712 miljoner kvar i nuvarande återköpsprogram. Sedan 2011 har bolaget köpt tillbaka aktier för \$23 miljarder. Analytikerna hängde på och höjde sina prognoser.

Amazon kom in betydligt bättre än väntat vid senaste rapportavstämningen och växte med 13 procent, motsvarande en omsättning på blygsamma \$143,1 miljarder och rörelseresultatet uppgick till \$11,2 miljarder. Det viktiga och växande affärsområdet AWS (varinom molntjänster finns) ökade försäljningen med 12 procent. Liksom Meta och Google vittnat om steg reklamintäkterna snabbt. Från att ha varit en liten bokaffär på nätet så har Amazon förgreningar inom i stort sett allt tänkbart som kan beställas i en webb-miljö. Från receptskrivna läkemedel gratis levererat med drönare till filmproduktion, annonsplats, mm. På negativa sidan i rapporten var att deras intervallguidning för Q4 låg i nivå med marknadsförväntningar redan. De gav heller inte någon syn på om AWS fortsätter att accelerera. Men marknaden tog rapporten till sig i positiv bemärkelse och i princip alla analytiker har höjt sina estimat och rikt Kurs för aktien.

Försäkringsbjässen Arthur J. Gallagher

(AJG) levererade riktigt bra siffror i sitt kvartalsbokslut med en tillväxt på hela 22 procent, varav 10,5 procent organiskt. Priserna på försäkringar fortsatte upp under kvartalet och efterfrågan var stark. En orolig omvärld gynnar generellt försäkringsbolag och inte minst AJG. VDN var i sitt anförande mäkta stolt över resultatet och målade upp en ljus framtidsbild. Analytikerna tog intryck och höjde sina estimat.

Hexagon levererade en bra rapport med vinst, försäljning och marginaler över marknadsförväntningar. Den organiska

tillväxten uppgick till 6 procent i Kina drivet av tillverknings-, kraft och energisektorerna, medan bygg och infrastruktur var fortsatt svagt. I USA växte de med 8 procent, i EMEA med 8 procent och i Asien totalt 7 procent. Hittills i år har tillväxten överraskat bolaget självt, men de menar att de nu ser lite svagare klimat, särskilt inom byggrelaterat. På analytikerkonferensen pressades bolaget på tillväxtutsikterna, vilket fick aktien att ta ett kliv nedåt. Vi räknar med relativt små uppjusteringar om ens några med anledning av rapporten och de efterföljande kommentarerna.

Försäkringsbolaget Arch Capital slog förväntningarna rejält i sin senaste rapport, drivet av återförsäkringsrörelsen samt inom bostadsförsäkringar. Deras ränteportfölj gynnades även den av ränteutvecklingen i kvartalet. Deras förlustration utvecklades också mer gynnsamt än analytikerna bedömt.

Halvledarbolaget ON Semiconductor levererade bättre än väntat på både vinst och försäljning i sin senaste rapportavstämning, men lämnade en prognos för fjärde kvartalet som var lägre än marknadens förväntningar. Rent operationellt kunde bolaget meddela att de nu slagit upp portarna för världens största kiselkarbidfabrik i Sydkorea. Kiselkarbid är ett kritiskt element för att omvandla ström i elfordon, energiinfrastruktur och kraftfulla elbilsladdare. ON anses vara marknadsledaren i detta segment, och med hjälp av den nya fabriken kan detta ledarskap förstärkas.

Utveckling Alpcot Equities under månaden

Nedgången fortsatte under oktober för såväl marknad som för fonden. Tyngst hade de mindre bolagen det med Maximum Entertainment, OX2 och VNV Global, men även halvledarbolagen ON Semiconductor och Axcelis, medan ljuspunkter var Intervacc, Camurus, Ely Lilly och Microsoft. Av de som rapporterat under perioden har 69 procent slagit marknadens förväntningar, 10 procent underträffat och 21 procent kommit in blandat. Reaktionen på rapporterna har i många fall varit avhängig om bolaget också guidat högre än marknadsförväntningarna för det kommande kvartalet. Har man inte guidat högre, eller tom lägre har marknadens dom varit hård.

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.

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 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 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 tillgångspriset 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 5 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 häri 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 och www.alpcot.com.

Data i publikationen är uppdaterat per den 30 oktober 2023 om inget annat framgår. Nedan finner du Alpcot Equities innehav per 2023-10-30, kl 08:50.

Name	Vikt	Last Price	%SD	%1M	%3M	%6M	%YTD	%1YR	EPS 23/22	EPS 24/23	EPS 25/24	Sales 23/22	Sales 24/23	Sales 25/24	P/E 23	P/E 24	P/E 25	Beta
ABB LTD-REG	3,7%	29,93	1,1	-8,7	-14,1	-6,8	6,7	7,5	54%	2%	9%	9%	3%	4%	16,6	16,2	14,9	1,1
AMAZON.COM INC	1,9%	132,71	4,9	4,4	-0,7	25,9	58,0	29,5	35%	26%	28%	11%	12%	12%	39,0	30,9	24,2	1,3
ADVANCED MICRO DEVICES	1,4%	96,18	-3,8	-6,5	-15,9	7,6	48,5	60,1	-21%	50%	23%	-3%	21%	14%	34,9	23,3	18,8	1,5
ALPHABET INC-CLA	1,6%	124,46	-8,8	-4,9	-6,2	15,9	41,1	31,7	29%	20%	19%	-10%	13%	14%	21,2	17,7	14,9	1,2
ALROSA PJSC	0,7%	70,06	-3,3	-4,6	-17,8	2,9	18,6	6,2	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	0,8
ARCH CAPITAL GROUP LTD	2,9%	82,88	1,2	4,0	6,7	10,4	32,0	44,1	51%	2%	10%	36%	15%	10%	11,3	11,1	10,1	0,7
ARTHUR J GALLAGHER & CO	2,3%	233,73	2,6	2,5	8,8	12,3	24,0	24,9	14%	15%	12%	16%	13%	10%	26,5	23,1	20,5	0,9
ASML HOLDING NV	2,0%	552	-0,1	-1,3	-15,4	-3,7	9,6	15,5	38%	0%	40%	29%	1%	22%	28,3	28,3	20,2	1,5
ASTRAZENECA PLC	3,5%	1401,5	1,6	-6,0	-6,9	-7,2	-0,1	7,6	11%	13%	16%	3%	10%	8%	17,2	15,2	13,2	0,4
ATLAS COPCO AB-A SHS	1,0%	142,9	3,0	-3,0	-4,5	-3,5	16,1	21,1	20%	4%	8%	20%	4%	5%	24,5	23,5	21,9	1,2
AUTOZONE INC	2,2%	2469,7	1,5	-2,8	-0,5	-7,3	0,1	-2,5	12%	9%	12%	0%	8%	10%	16,6	15,2	13,6	0,9
AVIVA PLC	2,0%	396,6	0,0	1,7	2,1	-6,2	-10,4	-5,1	-37%	20%	9%	n.a.	-3%	5%	10,5	8,7	8,0	1,0
AXA SA	1,3%	27,84	2,2	-1,2	-0,5	-5,9	6,9	11,4	9%	8%	5%	-9%	-2%	8%	8,2	7,6	7,3	1,0
AXCELUS TECHNOLOGIES INC	2,5%	126,265	-12,7	-22,6	-37,0	6,7	59,1	117,7	29%	17%	12%	20%	11%	9%	17,9	15,3	13,7	1,6
BANCO SANTANDER SA	1,3%	3,5695	4,3	-1,4	-3,1	12,0	27,4	36,1	16%	8%	7%	-37%	3%	2%	5,7	5,2	4,9	1,4
BERKSHIRE HATHAWAY INC-CL A	3,4%	513065	0,1	-3,5	-4,2	2,0	9,5	15,3	36%	5%	-6%	39%	5%	5%	17,9	17,1	18,2	0,9
CALLIDITAS THERAPEUTICS-B	0,4%	92,45	-1,8	-5,2	-9,7	-25,7	0,0	10,1	-48%	n.a.	141%	65%	112%	68%	n.a.	6,4	2,7	0,4
CAMURUS AB	0,7%	332,8	3,9	7,1	11,8	42,7	31,7	29,9	626%	13%	111%	74%	13%	49%	47,3	41,8	19,8	0,5
CENCORA INC	1,0%	185,41	-1,8	3,0	-0,8	11,1	11,9	17,9	8%	8%	9%	9%	6%	6%	15,5	14,4	13,2	0,7
DAIMLER TRUCK HOLDING AG	1,1%	29,58	-1,0	-9,7	-13,6	-1,1	2,2	9,6	38%	-4%	16%	12%	-2%	6%	6,6	6,9	5,9	1,2
DEME GROUP	0,4%	86	-2,4	-17,3	-28,6	-28,2	-30,6	-23,6	14%	35%	21%	13%	8%	8%	16,9	12,5	10,3	n.a.
DEUTSCHE BOERSE AG	1,1%	155,95	-0,6	-4,7	-10,5	-9,8	-3,4	-5,3	17%	5%	4%	17%	10%	4%	16,4	15,6	15,0	0,7
DEUTSCHE TELEKOM AG-REG	1,0%	20,495	1,7	3,6	3,7	-5,9	10,0	7,1	-9%	11%	11%	-2%	3%	2%	12,3	11,1	9,9	0,7
D'ETEREN GROUP	0,9%	137,7	-1,1	-13,9	-13,2	-19,2	-23,2	-18,2	35%	12%	15%	80%	27%	6%	10,5	9,3	8,1	1,0
ELI LILLY & CO	1,0%	565,71	-1,9	5,3	24,5	42,9	54,6	56,2	-16%	89%	54%	17%	17%	19%	84,6	44,8	32,4	0,7
FERRARI NV	0,8%	281,8	-1,5	0,8	-3,3	11,7	40,8	41,3	28%	15%	13%	15%	9%	8%	43,4	37,6	33,4	0,8
FISERV INC	1,6%	112,94	3,0	0,0	-10,5	-7,5	11,7	9,9	15%	14%	14%	2%	8%	7%	15,1	13,2	11,6	0,9
GLOBALFOUNDRIES INC	1,8%	49,91	-7,5	-14,2	-21,6	-15,1	-7,4	-12,0	-34%	25%	32%	-8%	11%	11%	24,4	19,6	14,8	1,6
HEXAGON AB-B SHS	1,3%	90,72	-2,7	-2,8	-11,0	-22,4	-16,8	-16,9	-4%	9%	12%	5%	6%	7%	17,9	16,5	14,8	1,1
INFINEON TECHNOLOGIES AG	0,6%	27,465	-6,3	-12,3	-31,2	-16,6	-3,4	11,4	33%	-4%	13%	14%	5%	9%	10,5	11,0	9,7	1,4
ING GROEP NV	3,4%	12,008	-1,0	-4,3	-9,6	7,2	6,2	21,4	94%	0%	14%	-36%	0%	2%	6,2	6,2	5,4	1,1
INTERVACC AB	0,1%	5,55	-1,8	57,2	6,7	-21,1	-75,4	-80,1	3%	-37%	-57%	55%	220%	356%	n.a.	n.a.	n.a.	0,9
INVESTOR AB-B SHS	2,3%	202,45	1,4	-3,5	-5,8	-7,9	7,4	12,2	n.a.	2%	n.a.	n.a.	4%	n.a.	14,8	14,5	n.a.	1,1
KRONES AG	0,9%	91,2	-0,8	-6,0	-16,6	-23,0	-13,1	-1,9	26%	17%	14%	13%	7%	5%	12,3	10,5	9,2	1,0
LINDE PLC	1,2%	378,87	3,7	1,8	-3,0	2,5	16,2	27,4	14%	9%	9%	-2%	5%	6%	27,0	24,7	22,6	0,9
MASTERCARD INC - A	0,9%	372,42	-2,9	-5,9	-5,5	-2,0	7,1	13,5	14%	18%	13%	12%	13%	13%	30,6	26,0	22,1	1,0
MAXIMUM ENTERTAINMENT AB	0,0%	4,105	3,5	-26,6	-62,7	-71,8	-48,1	-70,6	n.a.	350%	111%	1%	5%	9%	41,1	9,1	4,3	0,7
MCKESSON CORP	1,0%	449,43	-0,1	3,4	11,7	23,4	19,8	15,4	5%	13%	14%	0%	10%	13%	16,5	14,7	12,9	0,6
MERCADOLIBRE INC	0,8%	1226,24	3,9	-3,3	-1,0	-4,0	44,9	36,0	108%	45%	44%	31%	23%	22%	61,8	42,5	29,6	1,7
META PLATFORMS INC-CLASS A	2,2%	302,66	-3,6	0,8	-5,0	25,9	151,5	224,9	72%	23%	15%	14%	13%	12%	20,5	16,6	14,4	1,2
MERCEDES-BENZ GROUP AG	2,4%	55,9	-9,3	-15,0	-23,2	-21,1	-9,0	-4,5	-5%	-6%	4%	2%	1%	4%	4,3	4,6	4,4	1,2
MICROSOFT CORP	4,3%	337,31	2,4	6,8	0,4	9,8	40,7	45,3	16%	15%	19%	0%	15%	31%	30,0	26,2	22,0	1,1
MUNTERS GROUP AB	1,1%	134	16,7	-4,6	0,3	33,5	30,2	55,5	93%	31%	9%	31%	18%	2%	21,9	16,7	15,4	1,2
NORDEA BANK ABP	2,3%	9,913	-2,8	-4,8	-3,8	-1,4	-1,2	2,4	28%	0%	0%	-14%	2%	0%	7,0	7,0	7,0	1,1
NOVO NORDISK A/S-B	3,1%	677,7	-0,7	5,2	24,1	20,5	44,5	65,5	49%	21%	20%	29%	21%	17%	37,3	30,9	25,9	0,9
NVIDIA CORP	1,6%	411,61	-4,2	-5,4	-11,9	48,3	181,7	205,0	226%	58%	20%	0%	103%	78%	37,8	24,0	20,0	1,6
ON SEMICONDUCTOR	1,1%	65,34	-21,9	-29,7	-39,4	-9,2	4,8	6,4	-4%	-4%	17%	-1%	1%	9%	12,7	13,2	11,3	1,4
O'REILLY AUTOMOTIVE INC	1,0%	930,14	5,9	2,3	0,5	1,4	10,2	11,1	14%	11%	11%	10%	6%	6%	24,3	21,9	19,7	0,8
OX2 AB	0,4%	43,34	6,4	-16,7	-34,2	-45,3	-50,7	-43,1	-2%	15%	54%	37%	41%	47%	11,1	9,7	6,3	0,8
QUANTA SERVICES INC	2,2%	164,76	-0,4	-11,9	-18,3	-2,9	15,6	16,0	13%	18%	15%	16%	9%	10%	23,0	19,4	16,8	1,0
DR INING HC F PORSCHE AG	0,7%	83,66	-4,1	-6,1	-24,9	-26,2	-11,7	-19,2	7%	6%	8%	9%	6%	7%	14,4	13,6	12,5	n.a.
SALESFORCE INC	1,7%	199,27	-1,4	-1,7	-11,4	0,5	50,3	22,6	54%	16%	18%	-1%	12%	24%	24,7	21,3	18,0	1,4
SANDVIK AB	0,7%	188,5	3,3	-6,5	-11,8	-9,6	0,1	9,2	9%	4%	9%	13%	1%	4%	14,5	13,9	12,7	1,2
SCHNEIDER ELECTRIC SE	1,4%	142,84	0,6	-9,0	-11,8	-9,5	9,3	11,4	10%	7%	10%	5%	5%	6%	18,3	17,1	15,6	1,2
SERVICENOW INC	2,0%	568,54	5,0	1,7	-2,5	23,8	46,4	35,1	37%	22%	21%	23%	21%	21%	54,5	44,8	36,9	1,5
S.O.I.T.E.C.	0,7%	138,2	1,6	-12,4	-22,8	3,4	-9,6	6,3	-17%	58%	43%	-1%	-2%	76%	25,2	15,9	11,1	1,2
UNITEDHEALTH GROUP INC	1,3%	529,99	1,6	5,1	4,7	7,7	0,0	-4,5	12%	11%	13%	14%	7%	8%	21,2	19,1	16,9	0,6
UBS GROUP AG-REG	3,1%	21,26	0,3	-6,3	10,3	17,7	25,2	35,6	-20%	-6%	57%	22%	-10%	3%	13,6	14,5	9,2	1,3
VINACAPITAL VIETNAM OPPORTUN	1,6%	435	-3,3	-1,6	-7,9	3,7	-2,6	1,3	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
VNV GLOBAL AB	0,2%	13,66	-2,7	-18,1	-45,4	-34,5	-47,0	-41,9	-11%	0%	n.a.	-203%	0%	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	1,5
VOLVO AB-B SHS	1,7%	219,2	1,0	-2,8	-5,5	4,0	20,3	25,4	78%	-24%	8%	14%	-7%	5%	7,7	10,1	9,4	1,1
	5,4%																	
MSCI AC World Index Dail		297,45	-1,6	-3,6	-6,4	1,7	7,0	2,6										
MSCI ACWI		634,88	-1,4	-3,3	-10,2	-3,1	4,9	8,3										

[illegible]