

ALPCOT

Februari 2025

Marknads -insikter -utsikter

”- Deep what?!”

Jonas Olavi, Allokeringsschef, Alpcot AB

Uppdaterad per 2025-01-30



Reflektioner

Under 2025 kommer det initialt bli intressant hur USA:s nya politik påverkar vår omvärld. Lite som när kontinentalplattor rör sig så finner de snart nog en ny jämvikt. Svårigheten blir förstås att avgöra hur höga svallvågorna blir.

Det blir också en ordentlig test för det amerikanska politiska systemet som är konstruerat så att ingen enskild skall få för stor makt. Trump kommer förstås att testa gränserna och köra på efter sin plan, som ju är minst lika rationell som vilken annan demokratisk ekonomisk politiska plan. Det Trump tillför är att relationer på väldigt många plan kommer behöva omprövas.

Vi vet att han kommer göra sitt yttersta för att få så många fördelar som är möjligt för USA. För oss andra handlar det om att anpassa oss och passa på att uppdatera oss i handelsteoretiska modeller.

Den klassiska Paretoeffektiviteten säger att jämvikten är optimal när ingen kan förbättra sin situation utan att någon annan får det sämre. Trump menar i ord och handling att detta optimum inte existerar för USA utan att landet förfördelas av andra som dragit nytta av USA:s särskilda omständigheter.

USA går konstant med handelsunderskott och förväntas fortsätta att göra det kommande många år om man får tro Congressional Budget Office (CBO), som är

en politiskt oberoende analysverksamhet som har som huvuduppgift att beräkna effekter av förord amerikansk politik och prognosticera framtiden.

CBO:s prognoser kommande 10 år

The Budget Outlook, by Fiscal Year

	Percentage of GDP					Billions of dollars				
	Average, 1975-2024	Actual, 2024	2025	2026	2025	Actual, 2024	2025	2026	2025	
Revenues	17.3	17.1	17.1	17.8	18.3	4,918	5,163	5,580	6,031	
Individual income taxes	8.0	8.4	8.7	9.5	10.0	2,426	2,621	2,968	4,413	
Payroll taxes	6.0	5.9	5.8	5.9	5.9	1,709	1,759	1,840	2,005	
Corporate income taxes	1.8	1.8	1.7	1.6	1.2	530	524	495	517	
Other	1.5	0.9	0.9	0.9	1.1	253	259	277	496	
Outlays	21.1	23.7	23.3	23.3	24.4	6,826	7,028	7,294	10,730	
Mandatory	11.1	14.3	14.0	14.0	15.1	4,130	4,228	4,386	6,626	
Social Security	4.4	5.0	5.2	5.3	6.0	1,454	1,572	1,664	2,624	
Major health care programs	3.5	5.8	5.8	5.8	6.7	1,669	1,754	1,832	2,949	
Medicare	2.1	3.2	3.1	3.2	4.0	910	942	1,000	1,753	
Medicaid, CHIP, and marketplace subsidies	1.3	2.6	2.7	2.7	2.7	759	812	831	1,196	
Other mandatory	3.2	3.5	3.0	2.8	2.4	1,006	902	891	1,053	
Discretionary	7.9	6.3	6.1	6.1	5.3	1,815	1,848	1,897	2,322	
Defense	4.2	3.0	2.9	2.8	2.4	855	859	866	1,053	
Nondefense	3.7	3.3	3.3	3.3	2.9	960	989	1,031	1,268	
Net interest	2.1	3.1	3.2	3.2	4.1	881	952	1,010	1,783	
Total deficit (1)	-3.8	-6.6	-6.2	-5.5	-6.1	-1,907	-1,865	-1,713	-2,699	
Primary deficit (1)	-1.7	-3.6	-3.0	-2.2	-2.1	-1,026	-913	-793	-916	
Debt held by the public at the end of each period	49.7	97.8	99.9	101.7	118.5	28,199	30,103	31,883	52,056	

Källa: CBO

Som framgår av tabellen väntas ingen betydande förändring på det faktum att USA konsumerar (importerar) mer än de producerar (exporterar).

Ett av förslagen för att få igång hjulen är utvinna mer olja och gas för att få ned priserna och att också exportera mer olja och gas. Han menar nu på att oljeexploatörerna skall borra, borra, borra. Ett ekonomiskt faktum är att fracking är en tämligen dyr utvinningsmetod och kostnaden ligger i häradet \$30-40 för Permian Basin i Texas och kring \$50-60 i de flesta andra oljefält. Dessutom är räntorna 3 gånger så höga i dag som när Trump var president första gången. Så kalkylen är allt annat än glasklar.

Länder som lovar köpa mer olja och gas kan undkomma, eller få mildare, tariffer som används som hot för att få viljan igenom. För Europa är detta bara bra, eftersom Rysslands oljeexport kommer få än större problem.

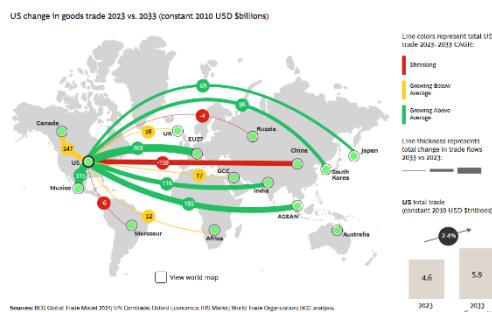
Genomsnittskostnaden för Rysslands oljeutvinning bedöms ligga kring \$30-40/fat och budgeten sägs behöva ett oljepris på \$42-45/fat för att balansera budgeten. Kina och Indien bedöms få köpa rysk olja till en rabatt på \$5-15/fat i förhållande till världsmarknadspriset (nu ca \$75-80/fat). För Rysslands spökflotta till mindre nogräknade köpare ligger priserna sannolikt ännu lägre.

Att ha väldigt starka åsikter kring den kortsiktiga utvecklingen på börserna lönar sig knappast eftersom kalibreringen av Trumpeffekter hela tiden måste omkalibreras. Så räkna med ständiga effekter på tillgångspriser med anledning av nya förslag och med-/motgångar.

Boston Consulting Group (BCG) har nyligen släppt en rapport ([Great Powers, Geopolitics, and Global Trade | BCG](#)) där de analyserat effekterna av förändrade handelsflöden kommande decennium. Glädjande nog så bedömer de att världshandeln ökar med i genomsnitt 2,9 procent per år kommande decennium.

Handelsflöden från USA

How Trade Flows Between Nations and Regions Will Change by 2033



Källa: BCG, via John Author på Bloomberg

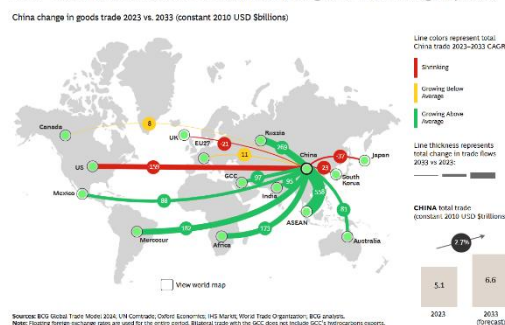
Detta dokument innehåller information och överväganden som analytiker, strateger och portföljförvaltare på Alpcot AB och Alpcot Capital Management Ltd använder som grund för hantering av portföljer och mandat. Detta dokument har upprättats endast i informationssyfte och utgör ingen investeringsrådgivning. 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.

Som tydligt framgår bedöms USA:s handel med Kina minska betänkligt, medan Europa och många andra världsdelar bedöms få ett ökat flöde av amerikanska produkter.

Kina å sin sida bedöms minska sin export till väst, men öka till andra regioner kommande år, vilket verkar logiskt givet det geopolitiska landskapet.

Handelsflöden från Kina

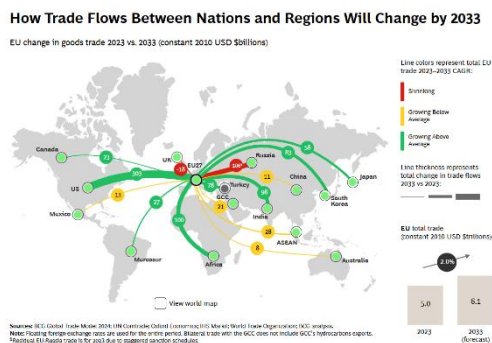
How Trade Flows Between Nations and Regions Will Change by 2033



Källa: BCC, via John Authors på Bloomberg

För Europa ser läget lite annorlunda ut eftersom tillväxten och konkurrenskraften är lägre. Som Mario Draghi manade i sin rapport [The Future of European Competitiveness \(97e481fd-2dc3-412d-be4c-f152a8232961_en\)](#) så måste Europa förbättra och stimulera sin innovationskapacitet för att inte bli än mer frånåkta.

Handelsflöden från Europa



Källa: BCC, via John Author på Bloomberg

Detta menar BCG kommer vara svårt men inte omöjligt.

Indien utpekats, av BCG, som den stora vinnaren på den minskning av leverantörsberoende från Kina som pågår och som kommer accentueras kommande år. Analytikerna på BCG bedömer att handeln med USA kommer dubblas med USA fram till 2033. Indiens förbättrade infrastruktur, stora låglönearbetskraft och ökade utländska investeringar i produktionskapacitet som tidigare stod i Kina är alla faktorer som agerar medvind för landet.

Vi står fast vid vår ganska ljusa konjunktursyn för 2025 för Sverige och världsekonomin. Vi bedömer att korträntorna kommer ned något mer och att långräntor och inflationsnivåer snart har nått någon form av jämviktsnivåer. Tillväxten har goda förutsättningar att stiga och fler lär få jobb successivt under året när marknadsförutsättningarna förbättras för företagen.

För att ta tempen på detta läser vi

rapporter från morgon till kväll. Företagen har ju oftast mer relevant och direktanknuten konjunkturuppfattning än vad ekonomer har. Vi har inte kommit särskilt långt in i rapportperioden än, men de initiala signalerna har inte förmörkat vår ljusnande syn.

Plötsligt händer det

En kinesisk start-up kallad DeepSeek omkullkastar plötsligt tingens natur och det viktigaste bolaget på världens börser, NVIDIA, ifrågasätts, vilket givet såväl koncentrationsrisk som höga värderingar skapar enorma konvulsioner på marknaderna.

Vad kineserna gjort är en chatbot, likt chatGPT. Fördelen med denna är att de lyckats konstruera den med små medel (ca \$6 miljoner påstår de) medan ChatGPT4 har kostat \$78 miljoner, Googles Gemini \$191 miljoner.

Det råder en hel del oklarheter i hur de har samlat in datan de använder och hur många chip de egentligen har köpt. Huruvida det gått mindre rent till i skapandet låter vi framtiden utvisa.

Tekniken de använder kallas för Mixture of Experts (MoE) och den delar upp datamängden som skall bearbetas i mindre delmängder (experts) och använder sig sedan av ett sk Gating Network som kallar på informationen i de mindre klustren när de behövs. Denna princip bygger på en forskningsrapport som publicerades 1991. ChatGPT4 använder samma system (MoE).

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.

Deepseek är billigare att använda och 1 miljon token kostar 14 cent. ChatGPT4 kostar \$2 för samma datamängd. (1 miljon token motsvarar cirka 750 000 ord).

Enligt Jevons paradox så kommer ökad teknisk effektivitet att leda till lägre kostnader, vilket leder till ökad efterfrågan, vilket leder till snabbare acceptans. Så att använda denna resurssnåla teknik är i sig långsiktigt bra.

Vad Meta och de andra gör är att lära sina chatbotar att bli smartare med den befintliga datamängden. Om det ens går att snabbt byta till annan beräkningsstil får bolagen själva svara på.

Vad det kinesiska bolaget sagt är att de ser ett stort bekymmer/begränsning i att inte kunna använda de hetaste chipen. De har använt Nvidias tidigare chip (som får exporteras till Kina) och byggt sin modell.

Frågeställningarna kan delas upp i följande;

Kommer alla börja använda DeepSeek istället?

Nej, men det kommer nog få en snabb acceptans och tillväxt. Men att bygga botar för massmarknad kontra att bygga infrastruktur för AI är väldigt olika saker. DeepSeek är också en chatbot som filtrerar bort sådant som den kinesiska regeringen inte vill skall komma fram.

Kommer det bli fråga om mindre capex från de stora hyperscalers (dvs molnbolagen)?

Det är mindre troligt, men om de kan lägga mindre pengar på en satsning så kommer de lägga dem på andra verksamheter förstås.

Kommer det byggas färre datacenters?

Nej det är inte troligt eftersom AI-evolutionen precis börjat byggas. I ett moln skall mycket samsas, chatbotar, programvara, AI-agenter etc och denna kapacitetsefterfrågan kommer öka kommande år. Det beräknas (IEA) finnas 11 000 datacenters världen över och majoriteten av dessa har inte AI-relaterad kapacitet i dagsläget.

Kommer färre GPU-chip efterfrågas?

Det är högst osannolikt, men förstås inte otänkbart att efterfrågan toppar tidigare än man tidigare trott.

Är AI-aktierna övervärderade?

De är högt värderade och ett fåtal bolag har totalt dominerat marknaden (och kommer fortsätta vara både stora och välmående). När aktier är högt värderade brukar det bli kraftigare reaktioner.

Är AI-racet över för den här gången?

Nej, högst troligen inte. Vår bedömning är att vi är i den allra första fasen och att tillväxten fortsätter vara hög i flera år, men i varierande grad bland de olika bolagen som är involverade.

Behövs det inte lika mycket energi så att vi inte behöver använda oss av

nybyggd kärnkraft?

Energikonsumtionen kommer att gå upp ganska kraftigt kommande år oavsett om just chatbotar blir mindre resurskrävande.

Kommer Kina springa om USA i marknadsdominans gällande AI-utveckling?

USA äger de allra flesta patenten, så nej. Däremot finns det mjukvaruutvecklingsresurser i Kina som inte finns i samma dignitet i USA. Man får inte glömma att USA vill förhindra att Kina blir lika starkt på chipområdet som USA är och kommer göra sitt bästa för att hindra/dämpa utvecklingen. I gamla västvärlden är vi alla beroende av amerikanska IT-relaterade uppfinningar och kommer, givet hur världen ser ut, att fortsätta vara beroende av dem. Kina kommer växa på sin marknad. Internet är inte fritt tillgängligt i Kina, men de har en väldigt stor intern marknad och har således gott om data att bearbeta.

Kan AI-relaterade aktier ha toppat och är det då dags att lämna amerikanska aktier till förmån för billigare aktier i andra regioner?

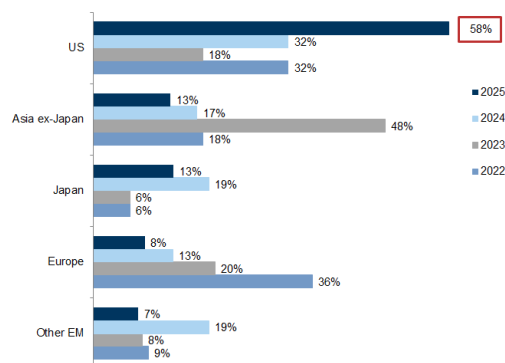
Det går inte att vara 100 procent säker om, en topp skett eller inte, men AI-relaterade bolag och de stora big-techbolagen i synnerhet har drivits av vinstutveckling i väldigt hög utsträckning, så den fundamentala drivkraften finns där och kommer inte försvinna.

På en årlig konferens som Goldman Sachs

har tillfrågats deltagarna vilken marknad och vilka sektor de tror kommer utvecklas bäst och detta var svaret.

USA gillas av de flesta

Exhibit 9: Which region will perform best in 2025 (in local currency terms)?
Based on respondents at our G5 Global Strategy conference, London January 2022, 2023, 2024 & January 2025

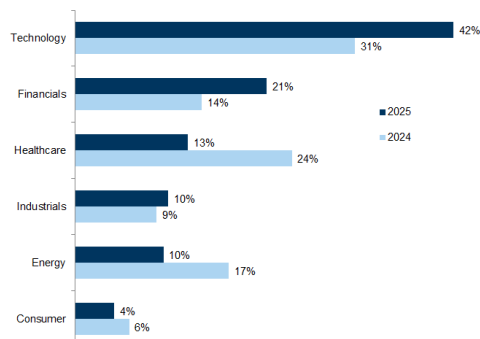


Source: Goldman Sachs Global Investment Research

Källa: Goldman Sachs

Tech gillas av de flesta

Exhibit 10: Which sector will perform best in 2025?
Based on respondents at our G5 Global Strategy conference, London January 2025



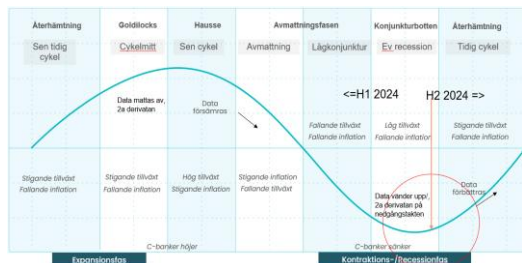
Source: Goldman Sachs Global Investment Research

Källa: Goldman Sachs

Vill man förstå mer på djupet kring språkmodeller, chatbotar och annat kan jag varmt rekommendera att läsa på hos IBM. What is Mixture of Experts?

Konjunkturläget

Schematisk BNP-cykel



Källa: Alpcot

Vår schematiska bild av konjunkturförloppet är den samma som månaden innan, eftersom det knappast sker några sjumilakliv längs grafen, men botten är passerad och det ser allt ljusare ut konjunkturrellt sett.

Inköpscheferna avslöjar

Inköpschefsindex för industrin har lite svårt att accelerera men när vi okulärbesiktigar grafen ser det ändå ut som om en botten i pessimism är passerad, men att optimismen ännu inte insmugit sig.

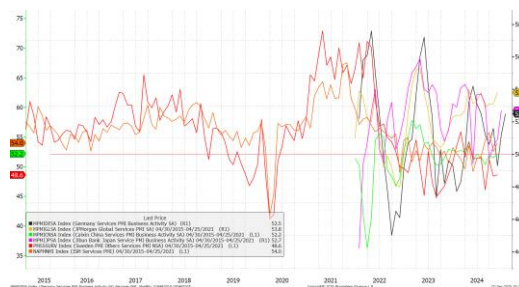
PMI – industrin, olika länder



Källa: Alpcot, Bloomberg

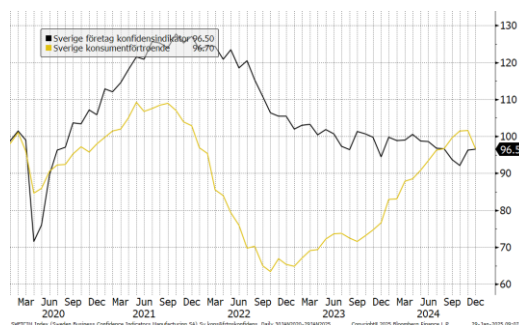
Tjänstesektorn befinner sig i de allra flesta länder i expansionsfas, utom i Sverige där index mäter 48,6 (för november). Detta ger en ljus bild över konjunkturutvecklingen kommande 6 månader.

Tjänstesektorns PMI i expansionsfas



Källa: Alpcot, Bloomberg

Konfidensindikatorer för Sverige



Källa: Alpcot, Bloomberg

Hushållens och företagens konfidensindikatorer brukar följas åt, men som man kan se i ovan graf så var det tuffa tider för konsumenterna under 2022 och 2023, medan företagens deppighet släpade efter. Konsumentförtroendet vände upp över 100-nivån som utgör den nivå som indexen oscillerar kring. För företagarna ser det lite bättre ut även om de inte blivit optimistiska än. Men

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.

utgångsläget ser gott ut för ett sentimentslyft givet sjunkande inflation och räntor.

Observationer & allokering

Aktier vs obligationer



Källa: Alpcot, Bloomberg

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

Vi kvarhåller vår pro-risk-allokering in i februari.

Det som skulle kunna tala till obligationers fördel är den avkastning, yield, som exempelvis 10-årsobligationer ger i förhållande till utdelningsandelen för aktier, detta eftersom de förstnämnda i de allra flesta fall är högre än de sistnämnda. Men det gäller inte för alla marknader som man kan se på nedan graf.

Utdelningsandel olika marknader



Källa: Alpcot, Bloomberg

Men att välja tillgångar bara på yield skapar sällan någon högre avkastningspotential.

Säsongseffekten ger (ibland) stöd



Källa: Alpcot

Det historiska säsongsmönstret ger fog för en viss försiktighet under januari och februari, men vi läser inte in för mycket i denna säsongseffekt eftersom børsen varit stark vid 3 tillfällen de senaste 10 åren. Så beroende på om man studerar på kort eller lång sikt så får man olika svar.

Vi fortsätter att gilla aktier kontra obligationer och överviktat den förra och underviktat den senare.

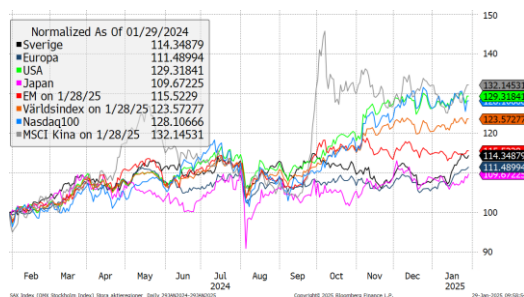
Detta dokument innehåller information och överväganden som analytiker, strateger och portföljförvaltare på Alpcot AB och Alpcot Capital Management Ltd använder som grund för hantering av portföljer och mandat. Detta dokument har upprättats endast i informationssyfte och utgör ingen investeringsrådgivning. 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.

Allokering huvudtillgångar

Tillgångsfördelning	0	Förändring	1Q	2Q	3Q	4Q	St. Rörelse	Trend 1Y	Trend 5Y
Aktier	2.6	1.8	0.0	23.0	67.5	↗	↗	↗	
Obligationer	-0.2	-0.3	0.3	4.9	-1.1	↘	↘	↘	
Kassa	0.2	0.2	0.0	3.6	7.1	↗	↗	↗	
Alternativa investeringar	1.0	2.6	-0.1	13.3	39.0	↔	↔	↔	

Källa: Alpcot. Siffror i SEK.

Större aktiemarknader

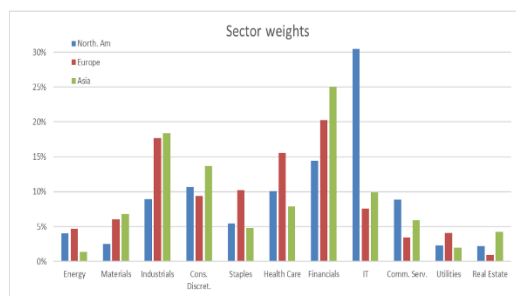


Källa: Alpcot, Bloomberg. I SEK.

Eftersom koncentrationsrisken är hög, precis som värderingen av amerikanska aktier är frågeställningen förstås om det är läge att titta på att omallokera.

Vår bedömning är att USA:s ekonomi kan komma att vitaliseras under Trump 2.0, även om osäkerheten är stor. Samtidigt är det oklart vilka tariffer som frikostigt kommer att delas ut världen över. Förvisso växer en del marknader mer än USA, men USA har de mest vinstgenererande företagen, särskilt inom tech. De har också den största vikten mot just tech. I EU är det finans och industri som är huvudnumret.

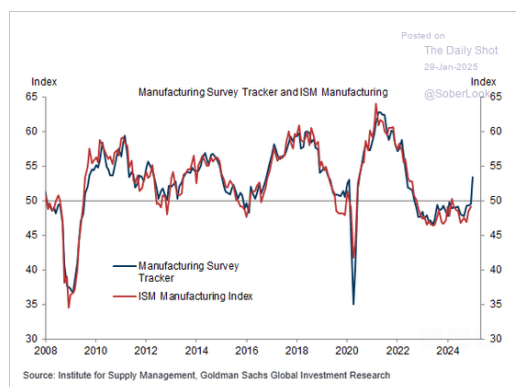
Sektorvikter USA, EU, Asien



Källa: Alpcot

När vi tittar på ledtrådar för ISM i USA kan man avläsa de regionala motsvarande siffrorna och då ser läget lite muntrare ut för en optimistisk syn på USA och amerikanska aktier.

Regionala ISM vs ISM



Källa: Goldman Sachs

Regionalt så väljer vi att flytta upp europeiska aktier till jämvikt och tillväxtmarknader till undervikt. USA kvarstår därmed som övervikt.

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.

Regional allokering

Region/Marknad	1Q	2Q	3Q	4Q	År	Ändring	Trend 1Y	Trend 5Y
Nordens	3.8	3.2	1.7	2.9	43.1	↗	↗	↗
Europa	5.3	5.3	1.3	11.6	35.6	↗	↗	↗
USA	2.5	1.4	0.3	28.4	99.7	↗	↗	↗
Japan	0.4	-0.1	2.2	9.9	43.6	↗	↗	↗
Tillväxtmarknader	0.6	0.4	0.6	15.3	13.6	↗	↗	↗

Källa: Alpcot

Tillväxtmarknader, 1 år



Källa: Alpcot, Bloomberg

Östeuropeiska aktier har tillsammans med latinamerikanska aktier fjädrat upp under månaden, medan indiska aktier gått svagt. Vi väljer att dra in tentaklerna genom att ha en tillfälligt neutral syn på de olika marknaderna. Detta innebär att vi flyttar upp latinamerikanska och östeuropeiska aktier till neutral och flyttar ned Asien och Indien till neutral.

I Indien väntar vi oss att centralbanken börjar sänka styrräntan och då kan det vara en intressant region att investera i igen. I Östeuropa ser vinstestimaten lite lockande ut, men vi vill avvakta tariffkrigets effekter först, eftersom detta kan ställa till det för handelsflöden och då är tillväxtekonomier mer utsatta.

Allokering tillväxtmarknader

Marknad	1Q	2Q	3Q	4Q	År	Ändring	Trend 1Y	Trend 5Y
Latinamerika	7.1	6.9	2.0	16.1	15.2	↔	↘	↘
Indien	-6.2	-6.6	-1.1	7.8	104.2	↘	↘	↘
Frontier Markets	2.2	2.2	0.5	12.5	7.0	↘	↘	↘
Hong Kong	-0.1	1.8	0.5	35.8	-9.2	↔	↘	↘
Asien	-0.3	-0.6	0.6	19.8	18.2	↗	↗	↗
Östeuropa ex Ryssland	11.0	10.2	1.7	17.4	26.0	↗	↗	↗
Kina	-2.5	1.6	0.0	23.7	8.8	↔	↗	↗

Källa: Alpcot

Stilpreferenser

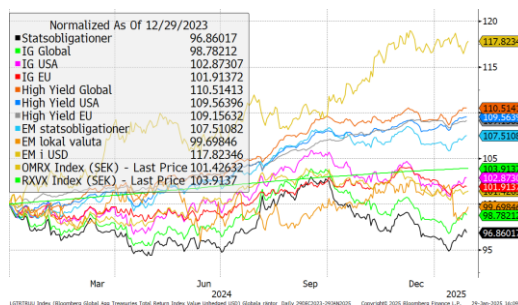


Källa: Alpcot, Bloomberg

Vi fortsätter att gilla medvinden från momentum och tillväxt, medan vi fortfarande inte gillar småbolag, lågvolatilitetsaktier eller värdeaktier. Självfallet finns det lysande undantag i alla dessa grupper.

Vilken typ av räntexponering då?

Utveckling olika ränteklasser



Källa: Alpcot, Bloomberg

Trenderna består där högre risk betalar

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.

sig, från tillväxtmarknadsobligationer till high yield, medan IG haft det kämpigare avkastningsmässigt och inte minst statsobligationer.

Fördelning mellan olika ränteklasser

Globala räntor	1Q	2Q	3Q	4Q	Förändring	1År	1M	3M	1Y	5Y	Rörelse	Trend 1Y	Trend 5Y
Statsobligationer						-0.2	0.3	0.3	4.9	-1.1	↗	↗	↘
Investment grade						-0.2	0.4	0.3	6.2	-4.7	→	↗	↗
-US IG						-0.1	0.7	0.3	8.9	14.4	↗	↗	↗
-EU IG						-0.6	-0.5	-0.1	4.0	-3.7	↘	↗	↗
High Yield						0.6	0.9	0.2	16.2	33.1	→	↗	↗
-US HY						0.6	1.1	0.1	14.8	38.6	↗	↗	↗
-EU HY						0.1	0.1	0.3	9.3	23.8	↗	↗	↗
E.M. Obligationer						0.2	0.7	0.3	14.0	17.0	→	↗	↗
-EM Lokalt valuta						-0.5	-0.5	0.9	-8.0	-30.0	→	↘	↘
-EM Häravvaluta						0.4	0.9	0.3	14.8	13.9	→	↗	↗

Källa: Alpcot, i SEK

Vilka alternativa tillgångar då?

Utveckling alternativa tillgångar



Källa: Alpcot, Bloomberg

I procent räknat har avkastningen i hedgefonder varit högst följt av fastigheter och råvaror.

Inom fastigheter gillar vi amerikanska före europeiska, inom råvaror gillar vi ädelmetaller bättre än energi och inom hedgefonder är vi indifferent, men väger lite åt long/short-strategier. Vi är fortfarande neutrala till tillgångsslaget.

Fördelning alternativa tillgångar

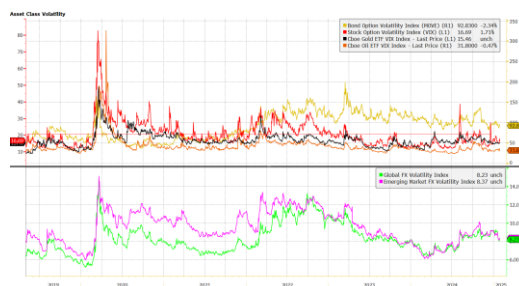
Alternativa investeringar	1Q	2Q	3Q	4Q	Förändring	1År	1M	3M	1Y	5Y	Rörelse	Trend 1Y	Trend 5Y
Global REITS						0.5	1.0	1.0	11.7	10.3	↗	↗	↗
EU REITS						1.1	1.3	3.1	-0.7	-28.1	→	↘	↘
US REITS						0.4	1.1	-0.9	13.6	15.3	↗	↗	↗
Nordic REITS						2.7	3.8	4.2	2.0	-16.8	↘	↘	↘
Commodities						3.1	4.2	-1.4	15.0	67.6	→	↗	↗
Precious metals						4.5	4.6	-0.3	33.7	61.7	→	↗	↗
Industrial metals						-0.1	-1.0	-2.5	0.6	46.6	→	↗	↗
Energy						1.8	4.7	-4.9	1.2	11.2	↘	↘	↘
Global hedge						-0.6	-0.6	0.0	16.5	48.4	↗	↗	↗
Multi Strategy						-0.6	-1.7	0.0	11.3	30.9	↗	↗	↗
Macro Hedge						-0.6	-0.6	0.0	12.5	39.8	↗	↗	↗
Equity Long/Short						-0.6	-0.8	0.0	19.3	51.5	↗	↗	↗

Källa: Alpcot, i SEK

Sentiment & positionering

Trots geopolitik, nyttillträdd president i USA och Deepseek så har volatiliteten varit beskedlig. En förklaring är att känslan av att ett nytt år erbjuder på nya möjligheter är ofta som starkast i början av året. Många gör nog också bedömningen att Trumps politik kommer att vara tillväxtorienterad för USA.

Volatilitetsindex, -5 år



Källa: Alpcot, Bloomberg

Köpinresset har återvänt efter en viss tveksamhet vid årsskiftet, vilket indikeras av att de som är optimistiska till börsen blivit allt fler.

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.

AAll Bull & Bear-indikatorn vänder upp



Källa: Bloomberg, AAll

INDEX & VÄRDERING

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.

Globala aktier fortfarande i uptrend



Källa: Alpcot, Bloomberg

Globala aktier rekylerade och rörde sig volatilt i slutet av 2024, för att sedan rekylera upp till senaste all-time-high-nivån. Ett genombrott på uppsidan är inte otänkbart, men detta beror en hel del på

kommande storbolagsrapporter.

Positiva katalysatorer för en fortsatt uppgång skulle vara ett avslutande av det ryska aggressionskriget i Ukraina (tyvärr inte ännu), stabiliserad låg inflation, fallande räntor (på G) och en allt mjukare ton från centralbankerna (klart mjukare nu), samt tillräckligt robust makrodata.

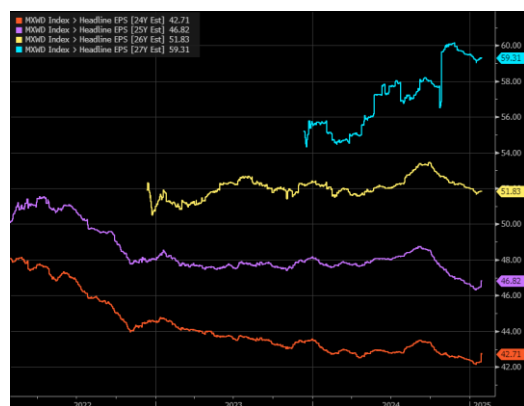
Värdering globala aktier > snittet



Källa: Bloomberg, Alpcot

Globala aktier är något högt värderade, vilket i princip bara beror på amerikanska aktier. Vinstestimatet har vänt upp marginellt nu i början av året och indikerar god tillväxt år över år.

Vinstestimat globala aktier



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.

S&P500 klättrar i positiv trend



Källa: Bloomberg, Alpcot

Amerikanska aktier (S&P500) fortsätter att trenda på i en fint stigande trendkanal. På senare tid har index rört sig lite mer sidledes, dock utan att bryta den stigande trenden. Vi ser rörelsen som tekniskt konstruktiv.

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.

Värdering amerikanska aktier > snittet

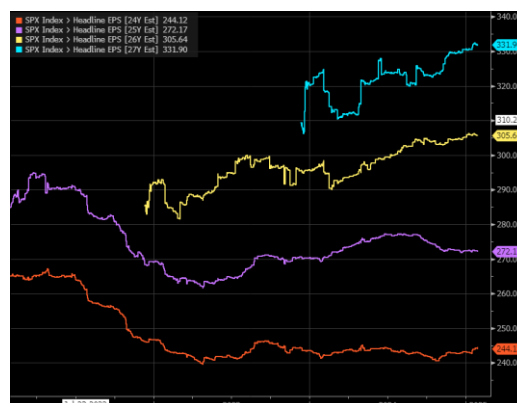


Källa: Alpcot, Bloomberg.

Värderingen är utmaningen för amerikanska aktier, men det är ju inget nytt fenomen. Det marknaden famlar lite efter är om de amerikanska tech-bolagens värdering är åt det mer utmanande hållet. Kommer kinesiska företags framgångar slå en kil i uppfattningen om de amerikanska bolagens förträfflighet eller inte. Det är i sig ingen liten fråga förstås och är något som uppslukar strateger, analytiker och placerare. Och mig.

Vinstestimaten ser alltjämt mycket konstruktiva ut för amerikanska aktier. Dels är det generellt under förra året, om än att de mattades mot årets slut, upprevideringar, och dels är år-över-år-jämförelserna konstruktiva.

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



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.

Amerikanska Nasdaq100



Källa: Alpcot, Bloomberg

Det tekniktunga Nasdaq100 befinner sig alltså i en smalt stigande trendkanal och visar få varningstecken på omslag för närvarande.

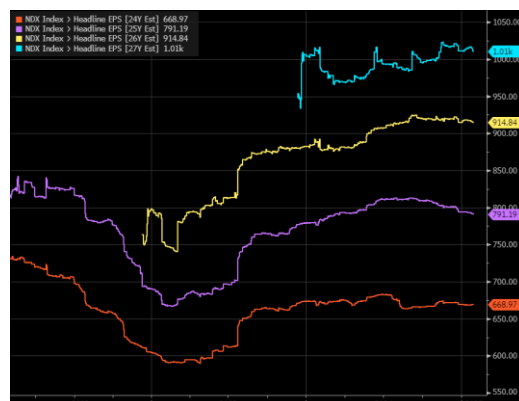
Nasdaq100s värdering stiger men befinner sig trots allt inte på några extremnivåer.

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 18 procent, för 2026 bedöms vinsterna öka med drygt 15 procent och för 2027 med drygt 10 procent.

Amerikanska småbolag testar stöd



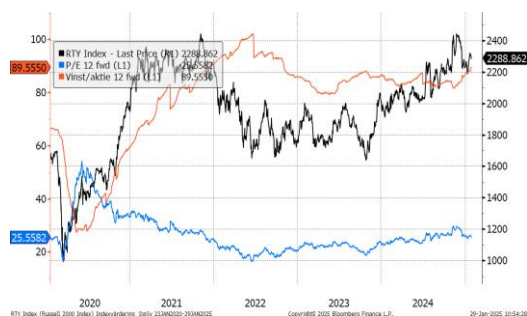
Källa: Alpcot, Bloomberg.

Amerikanska småbolag ligger i en bred stigande trendkanal och befinner sig relativt nära det stigande trendstödet. Många är förhoppningsfulla att Trumps politik kommer gynna de mer inhemska bolagen. Självförtroendet bland bolagen

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.

är det inget fel på eftersom de steg till skyarna även denna gång när Trump blev vald.

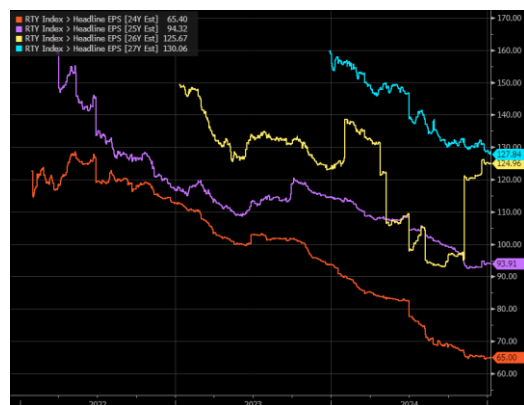
Amerikanska småbolag åter dyra



Källa: Alpcot, Bloomberg

Amerikanska småbolag handlas på högre värderingsmultiplar än exempelvis S&P500 och Nasdaq100. Det krävs således en stor portion av vinsttillväxt för att förklara dess potentiella attraktivitet.

Nedåtslingrande vinstprognosormar



Källa: Alpcot, Bloomberg

På vinstfronten är det inte mycket som lockar i form av kontinuerligt fallande vinstestimat för varje år framöver. Möjligen kan man se en utplaning i nedrevideringarna och man bör tidigast i

Q2-Q3 se eventuella effekter bland själva bolagen, eftersom det tar tid att baxa igenom och implementera politiska förslag.

Svenska OMXS30 på/över motstånd



Källa: Alpcot AB, Bloomberg

Nu har index orkat fjädra upp till motståndet i konsolideringskanalen. Index är något överköpt så det finns viss risk för att index faller tillbaka i trendkanalen. Lyckas index klättra över utgörs det tidigare motståndet istället stöd, som ger en viktig signal om det skulle brytas.

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.

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.

Värdering OMXS30 > snittet



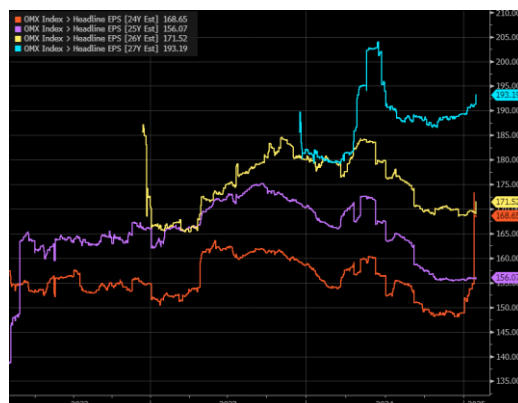
Källa: Alpcot, Bloomberg.

År över år finns det potential för börsuppgång bedömt utifrån vinstprognoser och mellan 2025 och 2024 bedöms vinsterna lyfta med 4,9 procent. För 2026 bedöms vinsterna lyfta med 8,4 procent och med 11,5 procent 2027.

Nedrevideringstrenden är dock temposänkande så vi hoppas nu att finans- och penningpolitiken gör det de brukar, ökar tillväxten. Studerar vi estimatormarna noga så ser det faktiskt ut som om de planar ut.

Det vore förstås väldigt positivt om vinstnedrevideringar byts till uppvärderingar. Vi är lite mer positiva till att så blir fallet successivt under året.

Årliga vinstestimat 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 klättrat uppåt och med liten marginal passerat över 200 dagars glidande medelvärde.

Toppen från september 2024 hägrar förstås för småbolagsdiggarna.

MSCI Sweden Small Cap-index



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.

Svenska småbolags värdering > snittet



Källa: Alpcot, Bloomberg

Vinstprognoserna har mattats betänkligt för småbolag, även in på det nya året



Källa: Alpcot, Bloomberg

Vinstestimaten för svenska småbolag, enligt hur de definieras av MSCI, har justerats ned under året för innevarande år och de kommande två. Vinsten bedöms stiga med 37 procent under 2025 om analytikerna har rätt. För 2026 bedöms vinsterna öka med 16 procent.

Europa nu ur konsolideringen



Källa: Alpcot AB, Bloomberg

Precis som för svenska aktier har europeiska aktier nu lyckats bryta upp ur sin långa konsolidering. Det blir intressant att se om index lyckas hålla sig över det nya stödet. Trenden från 2022 är trots allt stigande.

Värdering på snittet



Källa: Bloomberg

Värderingarna är inte problemet för europeiska aktier eftersom de ligger på sitt långsiktiga snitt.

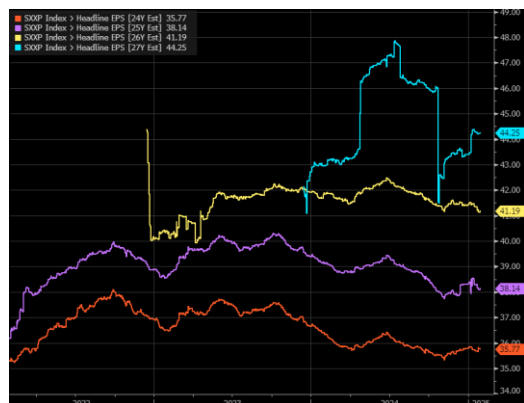
Vinstestimaten ser också stödjande ut, men när vi ögnar på BNP-estimaten ser tillväxten beklämmande svag ut.

Med en ny sänkning avklarad i januari från

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.

ECB så bör vinstförutsättningarna se bättre ut ju längre in på året vi kommer.

Vinstprognoser för Europa



Källa: Alpcot, Bloomberg

Vinstprognoserna har faktiskt fallit på det nya året, men räntesänkningar tar tid att arbeta sig igenom. Den tyska ekonomin har sin sämsta flerårsperiod sedan WW2, med en illa förd energipolitik, hård konkurrens från kinesiska elbilstillverkare och allmänt stökigt politiskt. Inga faktorer det finns snabba lösningar på.

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.

Japanska aktier ännu fast i formering



Källa: Alpcot AB, Bloomberg

Japanska aktier är inne i en större triangelliknande formation och dessa är oftast fortsättningsformationer, men vi tar inte ut något i förskott. Att centralbanken stramar åt är en negativ faktor, men man skall nog snarare se det som en normalisering till en politik som inte längre måste göra allt för att få upp inflationen. 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, och vinstprognoserna har justerats upp

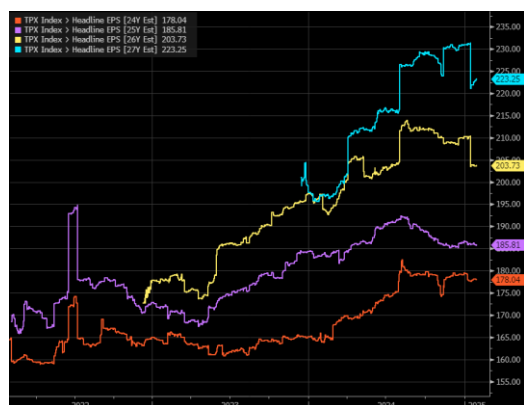
Detta dokument innehåller information och överväganden som analytiker, strateger och portföljförvaltare på Alpcot AB och Alpcot Capital Management Ltd använder som grund för hantering av portföljer och mandat. Detta dokument har upprättats endast i informationssyfte och utgör ingen investeringsrådgivning. 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.

kommande år, vilket står i lite kontrast till många andra marknader för närvarande.

Inför rapportperioden så har analytikerna plockat ned estimaten för 2026 och 2027 och bara gjort mindre justeringar på 2025 års prognoser.

De japanska bolagen ligger relativt sent i sin rapporteringsperiod så vi får dra slutsatser när vi kommer bättre in i den.

Vinstprognoser för japanska börsen



Källa: Alpcot, Bloomberg

För 2025 räknar analytikerna med ett blygsamt vinsthopp på drygt 3 procent, drygt 9 procent 2026 och 2027, så relativt intressant, men inte iögonfallande starkt. Vi kvarhåller en avvaktade inställning till japanska aktier.

Tillväxtmarknadsaktier bryter uppåt?



Källa: Alpcot, Bloomberg

Tillväxtmarknadsaktier står i blandad omfattning risk för Trumps tariffpolitik. Vi väljer att dra in tentaklerna lite tills dammet har lagt sig.

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 < snittet



Källa: Alpcot, Bloomberg.

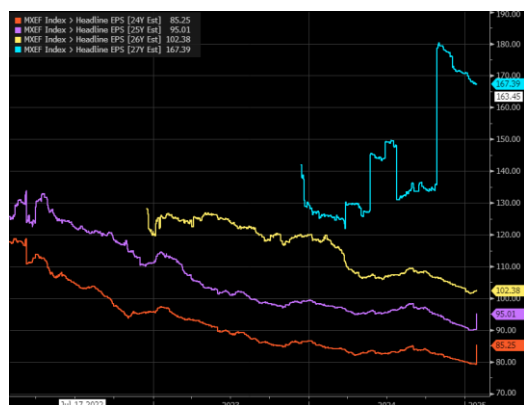
Vinstestimatet justerades upp kraftigt i början av året. Vi bedömer att det är något datafel och väntar med att glädjas med riktningen.

Omständigheterna kan dock ändras

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.

snabbt, så vi förbehåller oss rätten att byta ståndpunkt om vi bedömer att det gynnar de portföljer vi varsamt och med ödmjuk stolthet har förtroendet att förvalta.

Vinstprognoser för EM



Källa: Alpcot, Bloomberg

Indiska börsen bryter stöd på stöd



Källa: Alpcot, Bloomberg

Indiska börsen har brutit stöd efter stöd och när vi söker efter förklaringar är det en faktor som sticker ut mest, och det är att vinstestimatet börjat falla. Troligtvis är det en kortvarigare variant, men eftersom räntor höjts i Indien så dämpar det den höga tillväxten. Nu ligger det i farans

riktning at den indiska centralbanken sänker räntan och börjar stimulera ekonomin igen. Inflationen har dock kommit ned något till cirka 5 procent från att tidigare under året toppat strax över 6 procent.

Indien, börs, p/e, eps

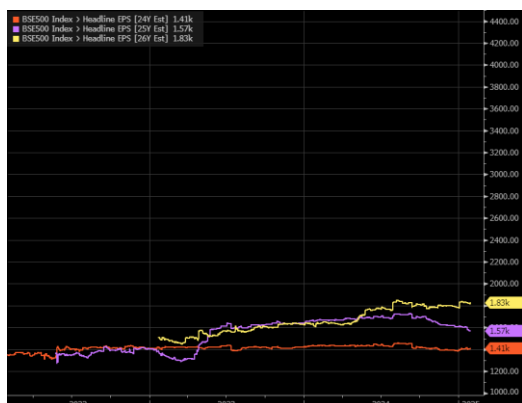


Källa: Alpcot, Bloomberg

Värderingen på indiska börsen har kommit ned något under rekylen, men befinner sig på relativt sett höga nivåer relativt sett. Aktiemarknaden har dock två naturliga köpare i de pensionssystem som finns.

Dels ett system som påminner om vårt och där indierna satsar till nästan 100 procent i just indiska aktier, dels en statlig fond som successivt skall nå målvikten 13 procent i aktier, till vilket det alltjämt är ett avstånd till (nu ca 6 procent).

Vinstprognoser för indiska börsen



Källa: Alpcot, Bloomberg.

År över år börjar den prognostekniska bilden se lite mer komplicerad ut, där det dock väntas ett vinstlyft på 11 procent för 2025, vilket efterföljs av ett 16 procentigt lyft 2026. Bilden har blivit allt mer komplex för indiska aktier!

Sammanfattning

Grundförutsättningarna för stigande tillgångspriser finns på plats. Samtidigt så finns det stora skillnader länder emellan beroende på såväl penning- som finanspolitik. Under januari har det varit volatilt av många olika anledningar och några trender kanske går mot sitt slut, medan andra tar sin början. En månad är lite väl kort tidsrymd att ta beslut på och vi vill helst rida de långsiktiga trenderna.

Rapportperioden har börjat bra även om bevisen för en förstärkt konsumentefterfråga är få, men inte obefintliga.

Kommentar räntemarknaden

Ränteläget och makrobilden

Vi fick som väntat en riktig svängig start på nya året med Trumps nya politik och fladdriga uttalanden. Volatiliteten ökade som befarat, vilket vi skrivit om tidigare. Men stora skälvan kom dock ifrån oväntat håll, i form av en kinesisk chat-bot som överraskade tech-investerar kollektivet med en billigare variant på Chat-GPT. Troligen är det en storm i ett vattenglas och AI-vågen kommer fortsatt att dominera investeringslandskapet en bra tid till framöver. Kortsiktigt reagerade dock riskfyllda tillgångsslag med att sälja av rejält och räntorna föll tillbaka samt USD stärktes.

Fokus de närmaste veckorna kommer att vara bolagsrapporterna för Q4 ifrån de stora Tech-bolagen, vilket kommer att sätta tonen för riskaptiten.

Den amerikanska centralbanken (FED) ser ut att ha lyckats med konststycket att mjuklanda den amerikanska ekonomin, tillväxt och jobb ser fortfarande bra ut. Inflationen riskerar dock att kunna ticka uppåt igen beroende på hur Trumps framtida policy kring tullar och annat kommer att utkristallisera ut sig i termer av högre inflationsförväntningar. I nuläget verkar FED befinna sig i ett vänteläge och har troligen pausat deras sänkingscykel för den här gången.

Eventuella bekräftelser ifrån FED att de är klara med sänkningarna för den här

gången riskerar att stjälpas det goda risksentimentet. Riksbanken (RB) sänkte som väntat reporäntan vid deras möte den 29/1, med 0,25 procentenheter till 2,25 procent, men var försiktiga i kommentarerna om ytterligare sänkningar. Tillväxten och jobben behöver hjälp i form av penningpolitiska stimulanser, men troligen avvaktar RB ett tag för att se effekterna av de tidigare sänkningarna på ekonomin. Viss sannolikhet finns för ytterligare en sänkning i början av sommaren, förutsatt att inflationsförväntningarna hålls i schack samt att den svenska kronan (SEK) inte försvagas ytterligare emot EUR och USD.

Risker och möjligheter under 2025

Trots en viss korrektion nedåt i riskfyllda tillgångsslag i slutet av januari, ligger ändå flera börser på- eller nära all-time-highs (ATH) och kreditspeadar i HY på historiskt låga tajta nivåer. Ökad volatilitet i riskfyllda tillgångar har vi flaggat för ett flertal gånger och det ser ut att kunna bli det nya "normala", då marknaden försöker att tolka och navigera Trumps förändringsagenda från en dag till en annan.

Den politiska oredan i både Tyskland och Frankrike och framför allt den franska statskulden- och budgetunderskottet är andra riskfaktorer att räkna med under våren. Franska statspapper riskerar framöver att gå isär ytterligare (LEX Liz Truss minibudget i UK), vilket i sin tur skulle kunna leda till ett risk-off scenario och ökad volatilitet generellt. Trump och

Elon Musk har redan påbörjat arbetet med att minska kostymen för statsapparaten och dra ned på antalet anställda för att minska kostnaderna och på sikt få ned de dubbla underskotten. Den nya given är att alla statsanställda erbjuds 8 månaders lön om de slutar.

Med USD som världshandelsvaluta kommer USA undan med att rulla skulderna vidare ännu så länge. Men om marknaden 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.

De geopolitiska orosmolnen finns kvar, vilket också skulle kunna nagga riskaptiten i kanten. Även om Israel har lyckats få ihop en vapenvila med Hamas, så kvarstår ju Ukraina konflikten samt ett vakuum i Syrien som blev störtat i december under dramatiska omständigheter.

I Europa fortsätter den europeiska industrin att se hängig ut och Inköpschefsindex siffror för Europa är fortsatt svaga. Finanspolitiska

stimulanser lär utebli, då skuldsättningsgraden i Euroländerna är alldeles för hög. Undantaget är Sverige med låga 32 procent i förhållande till BNP. Förutom ECB:s räntesänkning den 30 januari (ifrån 3,00 procent till 2,75 procent), 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.

Marknaden, centralbanker och positionering

Vid FED:s senaste möte den 29/1 valda 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 sänkingscykel, 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 är "databeroende" och att inflationen fortsatt är i fokus.

Marknaden prissätter i nuläget omkring en- till två ytterligare FED sänkningar under 2025 (till en styrränta på 3,75 - 4,00 procent). Om den amerikanska arbetsmarknaden skulle börja att visa svagheter, kommer troligen fler räntesänkningar att prisas in under 2025.

Omvänt blir det om

inflationförväntningarna 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 inflations data) 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 inflation snabbt kan förändras.

Vi gillar fortsatt att rida yield kurvorna någonstans ifrån mitten- och kortändan omkring 2- 5 år. Selektivt finns vissa värden i 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 yieldkurvan) och företagsobligationer i säkrare segmentet Investment Grade (IG) bör kunna ha fortsatt god avkastningspotential framöver.

Selektivt kan även företags obligationer 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 beklämmande svag och med inflationen i schack ligger riskerna på nedsidan för tillväxten. Därför bör återigen ECB agera snarast med räntesänkningar. Då inflationsförväntningarna i Europa har kommit ned på nivåer nära ECB:s inflationsmål omkring två procent, innebär det att det inte föreligger något hinder för att ECB ska kunna fortsätta att sänka räntan under 2025.

Sverige är det lysande undantaget med en låg statskuldsuld/BNP på enbart omkring 32 procent. Det 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 i bolånen hos bankerna.

Processen att uppnå mera normaliserade yield kurvor, pågår och de längre löptiderna sakta men säkert kommer att ha högre ränta än de kortare. En så kallad

”normal” yield-kurva. Något brantare yield kurvor med en pivotering i den kortare delen av kurvan omkring 1- 4 år, är mest sannolikt i nuläget och det positionerar vi oss för. 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 kreditkvalitetssegmentet Investment Grade (IG), men även selektivt inom High Yield (HY).

USD Swapräntor, 2, 5, 10år samt styrränta



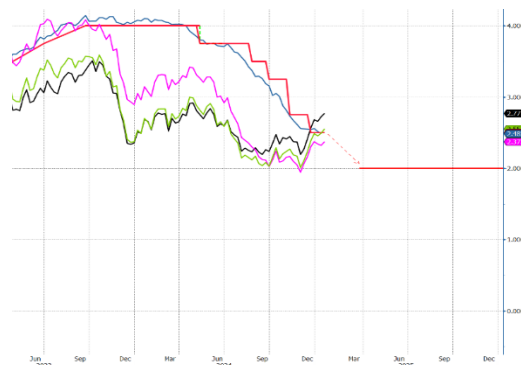
Källa: Alpcot, Bloomberg

FED-funds (röd raklinje), USD swaps SOFR: 2 år (gul), 5 år (svart) 10år (lila).

Swap räntorna 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 eller två sänkningar till och att de landar på 4,25 procent (ljusblå horisontell linje th).

SEK-räntor



Källa: Alpcot, bloomberg

Swap räntorna har stigit rejält sedan slutet av oktober förra året, men bör nu ut att kunna falla tillbaka något. RB ser ut att kunna sluta året 2025 på omkring 2,00 procent i styrränta (röd 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 än på energi.

Allokeringssyn, -alternativa tillgångar

Alternativa Investeringar	1Q	2Q	3Q	4Q	År	1M	3M	6M	1Y	5Y	Börskor	Trend 1Y	Trend 5Y
Global REITS					-0.1	0.8	-0.1	12.0	9.9	↗	↗	↗	↗
EU REITS					-2.5	-2.9	3.3	1.1	-27.3	↔	↗	↗	↘
US REITS					1.0	2.2	0.6	15.5	15.7	↗	↗	↗	↗
Nordic REITS					1.7	1.7	0.8	1.3	-17.4	↗	↗	↗	↘
Commodities					-4.2	-4.5	-0.3	15.4	70.4	↔	↘	↘	↘
Precious metals					7.2	8.2	2.8	37.0	63.4	↔	↗	↗	↗
Industrial metals					1.7	1.2	-0.6	8.2	49.7	↔	↗	↗	↗
Energy					1.8	1.0	-4.3	0.8	13.3	↘	↘	↘	↗
Global hedge					-0.5	-0.5	0.0	16.8	48.3	↗	↗	↗	↗
Multi Strategy					-0.5	-1.6	0.0	11.7	30.8	↗	↗	↗	↗
Micro Hedge					-0.5	-0.5	0.0	12.9	39.7	↗	↗	↗	↗
Equity Long/Short					-0.5	-0.8	0.0	19.8	51.4	↗	↗	↗	↗

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.

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.

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.

För den praktiskt 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

Valutur (fnt USD)	1Q	2Q	3Q	4Q	År	1M	3M	6M	1Y	5Y	Börskor	Trend 1Y	Trend 5Y
SEK					-0.5	-0.1	0.0	-0.5	-12.5	↔	↘	↘	↘
EUR vs SEK					0.1	0.0	0.1	-1.6	-7.4	↔	↘	↘	↘
EUR					0.7	0.1	0.1	3.9	8.7	↗	↗	↗	↗
USD					-0.6	-0.3	-0.2	-10.0	24.4	↔	↗	↗	↗
Bitcoin					12.8	15.0	0.6	148.5	1020.0	↗	↗	↗	↗

Källa: Alpcot, i SEK.

Kronan är fortsatt svag gentemot bland andra US-dollar och bör kortsiktigt ha förstärkningspotential, om den svenska konjunkturen lyckas förstärkas mer än kringliggande länders.

Men som alltid handlar det om riktningen för just dollarn, kring vilken alla andra valutor kretsar. Trump-tradens fortsättning är det som avgör riktningen.

Kronan översåld gentemot USD



Källa: Alpcot, Bloomberg

Det normala säsongsmönstret talar inte för en kronförstärkning förrän tidigast i februari, men variationerna är så små att det knappt kan kallas ett pålitligt säsongsmönster.

US-Dollarn kraftigt överköpt



Källa: Bloomberg, Alpcot

Dollarn uppvisar nu mindre negativa divergenser, vilket innebär att ett omslag (svagare dollar) kan ligga i korten.

Alpcot Fixed Income

Under januari månad ökade avkastningen med i Alpcot Fixed Income med 0,9 procent.

Något fallande räntenivåer på både SEK och USD yield kurvan påverkade positivt

på månadens resultatutveckling. En viss förstärkning av SEK mot USD och EUR påverkade avkastningen något negativt. Under januari skiftade SEK räntekurvan nedåt i kölvattnet på den sänkande Riksbanken. Även USD räntorna föll tillbaka något efter riskaversionen i slutet av månaden i samband med DeepSeek krashen. Att återgå till normala yield kurvor tar tid, men framgent så talar mycket för att detta kommer att ske, så att det återigen blir högre ränta på längre löptider och lägre ränta på de kortare.

Vi har tidigare skrivit om att det finns bra potential i de kortare delarna- och på mitten av yield kurvorna i SEK, EUR och USD. Detta har bidragit 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 yieldkurvan. 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. Utsikterna för den svenska kronan beror bland annat på risksentimentet och Riksbankens räntedifferential gentemot FED och ECB. Eftersom FED verkar ha stannat av på en något högre nivå än tidigare väntat och med ECB som ligger riktigt långt efter, så finns det inte mycket i nuläget som talar för att SEK skulle kunna stärkas mot USD och EUR på kort sikt. Vi har fortsatt att öka våra innehav något under månaden som gick och under januari var vi aktiva i sekundärmarknaden där vi köpte bland annat:

GM, USD 5,75 Perp. Call Sep-2027, på en yield to worst på +6,93%. General Motors är verksam i huvudsak inom person- och lastbilsindustri.

Zurnvx USD 3 T2. Call Jan 2031, på en yield to worst på +5,93%. Zurich Financial är verksam i huvudsak inom försäkringar.

Målsättningen i Alpcot Fixed Income är att ha en portfölj med huvudsakligen räntebärande värdepapper som är väl diversifierad över bolag, sektorer, regioner och valutor. Per slutet av januari hade fonden 58 olika innehav och en genomsnittlig rating på Investment Grade (IG) eller motsvarande kreditkvalitet i interna modeller. Genomsnittlig ränteduration är 2,6 år och den genomsnittliga yelden är 6,10 procent. Alpcot Fixed Income har en exponering på 9,9 procent mot andra fonder som passar in i vår övergripande strategi. Valutaexponeringen i underliggande

värdepapper i Alpcot Fixed Income var per den 29/1: 56 procent SEK, 32 procent USD och 12 procent EUR.

Förändringar i Alpcot Equities

Under januari har vi sålt T-mobile och Apple. Vi har köpt Intuitive Surgical. Vi har ökat i Meta, MercadoLibre, Amazon, Boston Scientific, RCL, Fiserv, Alphabet, Nvidia, Arista, Micron, Quanta, Deckers och SAP.

Utveckling Alpcot Equities under månaden (tom 31/1)

Under januari så steg Alpcot Equities med 3,79 procent medan jämförelseindex steg med 3,02 procent. Starkast utvecklades RCL, IBM, EQT, Meta och UBS alla upp med 16 procent eller mer. Svagast gick Marks&Spencer, Nvidia, Besi, Broadcom och Munters alla ned med 6 procent eller mer. Rapportperioden har varit bra för Alpcot Equities innehav och hittills har 23 bolag rapporterat varav 19 stycken, dvs 83 procent, varit bättre än väntat och resten har inkommit blandat. Fonden har 78 procent tillväxtbolag och resten av mer värdebetonad inriktning.

Kommentarer nya bolag

Nya bolag

Intuitive Surgical startades 1995 och tillverkar kirurgiska instrument och är mest kända för sina robotkirurgisystem

som möjliggör för en kirurg att genomföra en operation på distans. De specialiserar sig på fem kirurgiska områden, gynekologi, urologi, allmän kirurgi, hjärt-thorax och huvud/nacke-kirurgi. 60 procent av omsättningen är just instrument, medan 25 procent utgörs av deras större da Vinci-system. Resten av intäkterna utgörs av systemsupport och träningstjänster till kirurger. Störst är bolaget i USA med 65 procent av försäljningen. I senaste rapporten som kom den 23 januari så slog bolaget vinstförväntningarna med 22 procent och försäljningsprognoserna med 6,6 procent. Under 2025 bedöms vinsterna öka med 7 procent och sedan med 20 respektive 16 procent kommande två år. Försäljningen bedöms öka med 14-15 procent årligen. Analytikerna gillar bolaget och 65 procent har köpt på aktien med en snittrikt kurs på \$627,85.

Rapporterande bolag

Investmentbanken **Goldman Sachs** levererade som vi väntat oss riktigt bra siffror i sin avslutande kvartalsrapport för 2024. Vinsten översteg förväntningarna med 45 procent och intäkterna med 12 procent. M&A-verksamheten samt kapitalresning till private equity hade ett betydligt bättre år 2024 än vad många förväntade sig. Vi investerade i Goldmans Sachs eftersom de gynnas bäst av ökad transaktionsaktivitet, och förutsättningarna ser minst sagt goda ut för 2025. Global Banking & Markets ökade sina intäkter med 33 procent, medan Investment Banking-intäkterna steg med 24 procent. Asset & Wealth Management

ökade intäkterna med 8 procent. Det mindre affärsområdet Plattform Solutions ökade sina intäkter med 16 procent. De kunde även rapportera om återlagda reserveringar, i takt med att ekonomin visat robusthet under verksamhetsåret. Att det är en populär bank inser man när de beräknat att 875000 personer sökt anställning hos dem, varav de anställde < 1%.

När **Taiwan Semiconductor** (TSMC), rapporterade visade det sig att bolaget återigen överraskade marknaden (en god vana de har) på alla mätpunkter med ett nytt rekordresultat och de lämnade även prognoser för kommande kvartalet som var högre än förväntat. Intressant var även deras långtidsprognos där de förväntar sig att kunna växa med 20 procent årligen de kommande 5 åren. Detta ligger inte i marknadens prognoser för närvarande. AI-relaterade chip är det som växer mest och som de ser en flerårig stark utveckling för. På sikt räknar de även med att PC-tillverkare och telefontillverkare samt fordonsindustrin kommer att leverera volymer. Att bolaget kunde guida med så gott självförtroende beror på att de har mångåriga kontrakt med sina kunder och dessa är väldigt tydliga med exakt hur mycket de behöver köpa för. På frågan om exporttullar och förbud mot att sälja till vissa kinesiska kunder menade bolaget att det var hanterbart. Siffran som alla väntade på, investeringar, visade sig överstiga marknadsförväntningarna på \$35 miljarder och bedöms uppgå till \$38-42 miljarder. Att investeringsplanerna var så pass mycket högre än väntat ger stöd

dels för en optimistisk marknadssyn, men förstås också för underleverantörerna till bolaget. Bolaget nämnde även att fabriksbyggena i Arizona följde tidsplanen, men bedöms minska marginalerna med 2-3 procent över de kommande 5 åren.

Investor levererade en avkastning i nivå med Stockholmsbörsen får årets sista kvartal, vilket innebar en nedgång av substansvärdet på 6 procent. För året slutade totalavkastningen på goda 27 procent, väl över Stockholmsbörsen på 9 procent. De ökade i Ericsson under kvartalet samt i EQT. Inom Patricia Industries så levererade Mölnlycke 8 procents tillväxt. Laborie, Advanced instruments samt Piab levererade också god tillväxt. Utdelningen höjdes till 5,20 kronor, vilket innebär att de ökat utdelningen med 9 procent årligen de senaste 10 åren.

EQT kom in med en starkare rapport än väntat där MOIC (multiple on invested capital) och carried interest slog förväntningarna. Utdelningen höjdes till 4,30, vilket var högre än väntade 3,99 kronor. Avgiftsgenererande kapital uppgick till 136 miljarder. Överraskande var att deras senaste fond (BPEA IX) tog in 2 miljarder dollar mer än väntat, vilket innebär att den nådde 14,5 miljarder USD. Som vi förväntat oss så meddelade bolaget att exitaktiviteten kommer vara hög i år med mer än 30 köande bolag. Bolaget förväntar sig en tvåsiffrig ebitda-tillväxt för mer än tre fjärdedelar av portföljen, eftersom dessa gynnas av sekulära drivkrafter inom hälsovård, teknik

och infrastruktur. De nämnde även att de gott om torrt krut i sina nyckelfonder för nya investeringar.

Camurus passade på att komma med en omvänd vinstvarning när de insåg att försäljningen taktat på bättre än väntat och vinsten översteg analytikers estimat eftersom de dels haft lägre kostnader för uppskjutna lanseringskostnader för Ocliaz i USA, dels lägre kostnader för personaloptioner. De kommer presentera hela resultatet den 13 februari.

Ericsson lämnade en rapport som var bättre än väntat på de allra flesta punkter utom på rörelseresultatnivå som hamnade på 10,1 miljarder SEK mot väntade 11 miljarder. Förklaringen var dock enkel, det handlade om högre bonusutbetalningar för 2024. Kassaflödet, försäljningen och bruttomarginalen översteg marknadens förväntningar. Ericsson nämnde även att de ser en stabilisering av RAN-marknaden (Radio Access Network). Aktien fick en körare på rapportdagen, något vi menar är en överreaktion. Utmaningarna inom Enterprice och Vonage fortsätter dock, vilket kastar ett visst mörker över de kortsiktiga återhämtningsförutsättningarna. Samtidigt skänker nettokassan om 37,8 miljarder kronor ett visst lugn för framtida möjligheter och investeringar.

ABB lyckades slå marknadsförväntningarna i kvartalet på vinst, omsättning och ordergång. Utdelningen höjdes från 0,87 till 0,9 schweizerfranc, medan förväntningarna

låg på 0,93. För 2025 räknar bolaget med en medelhög ensiffrig tillväxt, vilket är högre än vad analytikerna bedömt med sina 4,2 procent. Med en book-to-bill överstigande 1,0 så ser 2025 ut som ett bra år för bolaget som också avser att köpa tillbaka aktier för \$1,5 miljarder. Året avslutades med en stark efterfrågan från datacenters inom affärsområdet Electrification, men även inom el, vatten och gas. Inom Motion hade kortcykliska orders börjat vända upp, vilket var glädjande, samtidigt som Process Automation vänder book to bill upp från låga nivåer.

Försäkringsbjässen **AJG** lyckades slå såväl vinst som omsättningsprognoserna för sitt sista kvartal. Grossistförsäljning, privatmarknad och återförsäkringsverksamheten bidrog alla till det starka resultatet. De nämnde även att försäkringspriserna stigit i början av året, vilket bådär gott för första kvartalet också. Kring bränderna i Kalifornien så säger sig bolaget inte veta hela omfattningen, men bedömer i skrivande stund att det kan röra sig om något hundratal försäkringsärenden. De menar att detta är hanterbart för bolaget men svårt att kvantifiera just nu.

ASML svarade på skeptikernas tal när de levererade en bra rapport med högre försäljning och vinst än väntat, men framför allt en betydligt högre ordergång än väntat, hela 77 procent högre. De bibehåller sina försäljningsmål om €30-35 miljarder (estimat 32,19) och en bruttomarginal på 51-53 procent mot väntat 52,1 procent. Eftersom de upplever

ett väl stort fokus på den kvartalsvisa ordergången så guidar de framöver på årsbasis istället. För första kvartalet guidade de strax över förväntningarna för vinst och försäljning. För Q4 sålde de 12 procent fler nya litografimaskiner än motsvarande kvartal året innan. AI är det som driver tillväxten för ASML och industrin enligt bolaget.

Försäkringskoncernen **Brown&Brown** visade upp sin fina sida och levererade en vinst som översteg förväntningarna med 12 procent och en omsättning som var 5,5 procent högre än väntat. Som VDn nämnde så var kvartalet "outstanding" och de var mycket belåtna med en organiskt tillväxt på 10,4 procent för helåret och 13,8 procent för det fjärde kvartalet i sig. Bolaget säger sig ha ett gott momentum när de nu går in i 2025 och kommer leta aktivt efter nya lönsamma, komplementära, bolag att förvärva.

Deckers slog marknadsförväntningarna med 18 procent för vinsten och 6 procent för försäljningen. För deras sista kvartal för brutna räkenskapsåret 2025 bedöms höjer de sina vinst- och försäljningsestimat samt marginalantaganden. Främst var det Hoka och UGG som drev försäljningen medan Teva minskade relativt motsvarande kvartal förra året. Efterfrågan på UGG är stark globalt sett, vilket har inneburit att de inte behövt rea dessa under köphelgerna. Aktien ställde ned i efterhandeln trots den fina leveransen, vilket möjligen skall ses i perspektivet att aktien gick starkt under förra året.

IBM lyckades slå förväntningarna för sitt sista kvartal 2024. Främst var det mjukvarusidan som växte, medan konsultintäkterna knappt växte alls. De passade samtidigt på att guida för ett betydligt bättre 2025 där mjukvaruförsäljning och AI-relaterade intäkter är tillväxtbidragarna. Även på kassaflöde guidade bolaget högre än marknadsförväntningarna. Bolaget satte för 3 år sedan upp mål för att transformera sig från ett traditionellt IT-bolag till att bli ett bolag som istället fokuserar på snabbväxande mjukvaror och tjänster. Aktien ställde upp i förhandeln dagen efter deras rapport. I vecka 6 kommer de hålla ett event där mer detaljerat kommer berättas om sin tillväxtresa de kommande 3-5 åren.

Lam Research levererade ett överraskande starkt resultat för sitt andra kvartal där den växande efterfrågan på NAND-lagerteknologiuppgraderingar, på DRAM och den väldigt höga efterfrågan på högbandbreddschip direkt gynnar Lam. De levererar nämligen depositions- och etchinglösningar till chiptillverkare. För deras Q3 guidade de väsentligt högre än marknaden förväntat sig, vilket fick aktien att stiga i efterhandeln på rapportdagen.

Mastercard toppade förväntningar på både försäljning och vinst i senaste kvartalet när de nu breddat verksamheten till globala betalningar, ex immigranter som skickar hem pengar, samt till tjänster kopplade till anti-bedrageri. För 2025 räknar de med låga tvåsiffriga intäktstal, låga tvåsiffrig vinsttillväxt. Marknaden tror på ca 11 procents vinst och

försäljningstillväxt 2025, så utsikterna är goda för att kunna slå förväntningarna även under 2025.

Meta inkom med en riktigt bra rapport och gav lugnande besked på investeringsbudgeten, efter DeepSeek-nyheten. De menar att de inte kommer ändra sin investeringsbudget och siktar på att bygga individanpassad AI istället för generisk. Detta kommer kräva fortsatt stora investeringar och de förutspådde året 2025 som året då det verkligen lossnar för AI. Vinst och omsättning var bättre än väntat, medan guidningen för första kvartalet låg i nivå med analytikernas prognoser. Omsättningen steg med 21 procent i kvartalet och med 22 procent år över år. Vinsten steg med 59 procent kvartal över kvartal och med 60 procent år över år. Totala kostnader bedöms uppgå till \$114-119 miljarder och huvuddelen (\$60-65 miljarder) kommer gå in i infrastruktursatsningar. Andra största kostnadsposten kommer vara personalkostnader där de förväntar sig att investera i ytterligare kompetens. Idag använder i genomsnitt 3,3 miljarder personer minst en av Metas appar dagligen och Meta AI är den mest använda AI-assistenten i världen. Kring DeepSeek och öppen källkod såg Meta mer fördelar än hinder och menade på att de tittar på vad kineserna byggt, men anser samtidigt att det är viktigt att ha ett nationellt fokus på produkter och tjänster de utvecklar. På sikt räknar de med att kostnaderna sjunker för att utveckla och bygga vidare på AI-tjänster.

Microsofts omsättning växte med 12 procent och vinsten med 17 procent. Cloud växte med 21 procent år över år och AI-relaterade intäkter växte med 175 procent till en årstakt på \$13 miljarder. Azure och andra molntjänster växte med 31 procent. Bolaget säger sig fortsätta att investera i infrastruktur och takten kommer fortsätta året ut. För 2026 antar Microsoft att investeringstakten kommer att gå ned i förhållande till 2025. Bolaget nämnde att de nu integrerat DeepSeek i sin katalog på 1800 olika modeller på Azure AI Foundry som företag kan använda för att bygga AI-modeller på. De menar att de säkerställt användarsäkerheten på tjänsten och att den inom kort också kommer finnas tillgänglig i Copilot. Aktien föll i efterhandeln eftersom vinstestimaten var marginellt högre än utfallet, medan försäljningstillväxten var något högre.

Nordea kom med något bättre siffror än väntat för omsättning, räntenetto, provisionsnetto och kreditförluster som understeg förväntningarna. Utdelningen höjs från 0,92 euro till 0,94, medan analytikerna hoppats på 0,95 euro. Banken ser tecken på en återhämtning i ekonomin när fler och fler bolånelöften börjat komma in. Med små, men positiva, avvikelser gör vi bedömningen att det blir minimala estimatförändringar.

RCL levererade ett riktigt bra resultat och någon antydning på lägre efterfrågan gick inte att finna. De slog marknadsförväntningarna på alla punkter och höjde prognoserna för kommande året. De kommer att investera i 10 nya

flodgående fartyg understödd av en stark efterfrågan. Förutom antal resenärer som ökade så ökade också försäljningen per person på skeppen. Säsongen har börjat starkt och de har nu passerat tidigare rekord i bokningar.

SAP levererade bättre utfall för såväl vinst som omsättning och anslog en positiv syn om marknadsförutsättningarna för 2025. De nämnde att chatboten DeepSeek gynnade deras marknadspotential och de höjde utsiktsmålen för helåret. Under 2024 så passerade de samtliga uppsatta mål med mycket god tillväxt inom molnverksamheten samt AI-relaterad verksamhet. Bolaget är kassastint så det kom många frågor kring detta och CFO:n menade att om extracashen inte gick till M&A så var det troligt med högre utdelning. Som Europas största IT-bolag med 100 000 anställda, över 20 000 partners och över 400 000 kunder är SAP med och driver företags effektivisering och sänker deras kostnader. VD spenderade också en god stund att läxa upp politikerna i Europa om att det är för överreglerat. Det finns till exempel inte 1 statssystem för hur IT-infrastruktur skall vara uppsatt. Det finns 27 stycken olika! De kommer själva investera €40 miljarder i R&D för att driva utvecklingen framåt, men de anser att de måste ha hjälp av sina partners, snarare än att politiker hjälper sätta upp fabriker som inte är konkurrenskraftiga, ens från början.

SEB lyckades leverera något högre vinst och omsättningstal än väntat, samtidigt som kostnaderna var lägre, en bra kombination. Kreditförlusterna var också

lägre än väntat. Utdelningen på 8,50 + extrautdelning på 3 kronor per aktie var dock något lägre än förhandstipsen på sammanlagt 13,33 kronor. För 2025 har banken satt upp ett kostnads mål på 33 miljarder kronor +/- 0,3 miljarder. Räntenettet sjönk under kvartalet, men var ändå något högre än förväntat. Även provisionsnettot var högre än förväntat. Banken har ambitiösa tillväxtnål kommande år där särskilt fokus kommer ligga på förmögenhets- och kapitalförvaltningsaffären.

ServiceNow slog sina egna prognoser efter ett framgångsrikt år där de höjt prognoserna 2 gånger. Agentic AI som de kallar sitt AI-erbjudande växte med 150 procent kvartal över kvartal. Kassaflödet var upp med imponerande 31,5 procent, vilket också möjliggör återköp av aktier. De passade på att meddela om ett nytt återköpsprogram om \$3 miljarder. Deras programvara integreras med tech-giganter som Microsoft (Copilot), Google Cloud, Amazon AWS mfl och når därmed ut till många fler potentiella kunder förutom de som bolaget själv drar in. I vanlig ordning var VD och finanschefen oerhört optimistiska på presskonferensen. De nämnde att de såg en god potential genom valutkomsten där staten bedöms leta efter effektiviseringsmöjligheter, något bolaget menar att deras produkter möjliggör. Guidningen för abonnemang kom dock inte lite lägre än väntat vilket straffade aktien i efterhandeln.

Volvo levererade högre försäljning, men något lägre vinst än förhandstipsen.

Bolaget överraskade på utdelningen där sammanlagt 18,50 (8 + 10,50) delas ut, något högre än väntade 18,27 kronor. På den så viktiga orderingången så överraskade Volvo med en 13 procent högre orderingång än väntat och hela 24 procent högre än motsvarande kvartal förra året. Försäljningsprognoserna för Europa och Nordamerika behölls oförändrade, vilket innebär en mindre nedgång jämfört med 2024, medan prognoserna sänks för Kina och Brasilien, vilket dock innebär uppgångar relativt 2024. För den mindre verksamheten VCE (anläggningsmaskiner) lämnades prognoserna oförändrade för Europa, Nordamerika och Sydamerika, medan den höjs för Kina.

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 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 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 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 januari 2025 om inget annat framgår. Nedan finner du de diskretionära aktiemandaten Utdelningsportföljen, Global Selection samt globalfonden Alpcot Equities innehav per 2025-01-31, 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.

ALPCOT GLOBAL SELECTION	Last Price	%5D	%1M	%3M	%6M	%YTD	%1YR	Eps 24/23	Eps 25/24	Eps 26/25	Sales 24/23	Sales 25/24	Sales 26/25	P/E 24	P/E 25	P/E 26	Beta
ABB LTD-REG	607,2	-6,7	2,0	2,4	2,1	2,0	37,4	17%	10%	7%	0%	5%	6%	22,3	20,4	19,0	1,1
AMERICAN INTERNATIONAL GROUP	73,66	0,1	1,5	-2,6	-6,7	1,5	6,3	-25%	30%	17%	-42%	1%	5%	14,8	11,4	9,7	0,8
ALPHABET INC-CL A	204,02	2,4	8,3	19,8	19,5	8,3	46,3	42%	12%	15%	-4%	17%	12%	24,4	21,9	19,0	1,0
AMAZON.COM INC	237,68	1,5	8,7	27,9	27,5	8,7	53,6	33%	6%	19%	11%	11%	11%	34,6	32,5	27,2	1,2
ASML HOLDING NV	722,7	3,1	6,5	16,3	-15,0	6,5	-9,5	25%	20%	16%	-1%	16%	13%	29,5	24,5	21,1	1,8
APPLE INC	236	5,8	-5,9	4,3	6,1	-5,9	27,8	8%	11%	11%	0%	5%	8%	32,5	29,4	26,5	1,0
ARISTA NETWORKS INC	115,23	-9,7	5,6	20,8	34,7	5,6	80,4	26%	12%	17%	19%	19%	18%	52,0	46,5	39,6	1,5
ARTHUR J GALLAGHER & CO	301,82	5,2	7,3	8,3	7,4	7,3	31,2	16%	15%	12%	-1%	32%	12%	25,5	22,2	19,9	0,6
ATLAS COPCO AB-A SHS	186,2	-3,2	10,3	6,2	-2,3	10,3	11,5	6%	8%	7%	0%	5%	6%	28,5	26,3	24,6	1,1
BANCO SANTANDER SA-SPON ADR	5,09	-0,1	11,3	4,4	4,6	11,3	26,9	15%	6%	7%	-51%	0%	3%	6,6	6,2	5,8	0,9
BROADCOM INC	221,27	-8,7	-3,7	31,6	39,0	-3,7	89,3	30%	21%	17%	0%	19%	16%	34,0	28,0	23,9	1,8
BERKSHIRE HATHAWAY INC-CL B	468,67	1,3	3,5	4,1	7,0	3,5	22,3	17%	1%	5%	-21%	4%	4%	23,9	23,7	22,6	0,7
FERRARI NV	416,6	1,4	1,0	-5,3	9,5	1,0	28,7	19%	9%	15%	10%	8%	10%	50,2	46,1	40,0	0,9
GOLDMAN SACHS GROUP INC	640,4	0,6	11,9	23,7	25,9	11,9	66,9	15%	10%	11%	-59%	9%	4%	13,9	12,5	11,3	1,2
HSBC HOLDINGS PLC	845,7	3,4	7,7	18,8	20,1	7,7	40,1	-1%	-1%	5%	-50%	-2%	2%	8,2	8,2	7,8	1,1
INVESTOR AB-B SHS	316,3	0,3	8,1	4,9	4,1	8,1	28,6	-85%	8%	8%	-66%	13%	3%	56,2	52,1	n.a.	1,0
JPMORGAN CHASE & CO	267,3	1,3	11,9	20,9	26,1	11,9	53,9	1%	7%	8%	-36%	-1%	3%	14,6	13,6	12,6	1,0
MASTERCARD INC - A	555,43	4,9	6,3	12,0	20,7	6,3	24,6	10%	17%	17%	0%	12%	12%	35,2	30,2	25,9	0,8
MCKESSON CORP	594,75	0,6	4,5	18,9	-3,5	4,5	19,1	19%	13%	11%	1%	15%	10%	18,5	16,4	14,7	0,7
META PLATFORMS INC-CLASS A	689,18	7,5	18,9	22,6	46,6	18,9	78,4	10%	15%	13%	-1%	15%	13%	26,2	22,9	20,2	1,1
MICROSOFT CORP	415,06	-6,2	-1,2	2,5	-0,5	-1,2	4,7	12%	15%	15%	0%	13%	14%	31,5	27,4	23,8	1,0
NOVO NORDISK A/S-B	607,3	-2,4	-2,7	-20,4	-33,4	-2,7	-21,6	22%	21%	22%	23%	21%	18%	26,5	21,8	17,9	1,4
NVIDIA CORP	120,07	-13,4	-8,0	-7,0	5,6	-8,0	100,7	127%	52%	23%	-3%	118%	54%	42,4	28,0	22,7	1,8
QUANTA SERVICES INC	307,61	-13,7	-2,2	2,5	16,5	-2,2	59,3	21%	18%	15%	14%	13%	11%	35,7	30,3	26,3	1,2
SAP SE	266,75	1,6	13,1	24,5	37,1	13,1	67,0	39%	20%	19%	-1%	13%	12%	42,4	35,4	29,8	0,9
SCHNEIDER ELECTRIC SE	245,35	-9,3	1,8	3,4	10,1	1,8	34,1	11%	16%	13%	5%	8%	8%	30,0	25,9	22,9	1,1
SERVICENOW INC	1018,38	-9,5	-4,0	9,1	25,0	-4,0	33,0	18%	21%	20%	0%	19%	20%	61,6	51,1	42,5	1,3
TAIWAN SEMICONDUCTOR-SP ADR	209,32	-4,2	7,7	11,6	28,2	7,7	88,2	19%	17%	18%	-1%	28%	19%	22,8	19,6	16,6	1,3
UBS GROUP AG-REG	32,34	1,6	16,6	21,9	21,3	16,6	26,0	44%	26%	46%	-33%	-1%	2%	21,0	16,7	11,5	1,3
WALMART INC	98,16	3,5	8,6	19,7	42,9	8,6	78,1	12%	11%	13%	-1%	6%	4%	39,6	35,6	31,5	0,7
MSCI ACWI	869,04	0,0	3,7	4,9	7,2	3,7	19,4										
MSCI ACWI Equal Wgt Net	6318,16	0,4	2,7	-0,1	4,3	2,7	12,8										

Vår globala aktieportfölj, Alpcot Global Selection, för diskretionära kunder har hittills i år stigit med 2,4 procent att jämföra med ett likaviktat globalt index som stigit med 2,7 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.

Utdelningsportföljen – Nordiska högutdelare

Utdelningsportföljen	Last Price	%5D	%1M	%3M	%6M	%YTD	%1YR	Eps 24/23	Eps 25/24	Eps 26/25	Sales 24/23	Sales 25/24	Sales 26/25	P/E 24	P/E 25	P/E 26	Beta	Utd 24	Utd 25	Utd 26	
DANSKE BANK A/S	215,1	0,0	5,6	9,8	5,2	5,6	19,6	8%	-5%	4%	-49%	-1%	1%	8,1	8,5	8,2	0,8	10,3	7,5	7,5	
DNB BANK ASA	240,8	0,2	6,1	6,0	6,8	6,1	17,4	11%	-9%	0%	-53%	-1%	1%	8,9	9,7	9,7	0,8	6,9	7,0	7,1	
ERICSSON LM-B SHS	83,86	-1,6	-6,7	-5,8	14,5	-6,7	45,3	288%	5%	10%	0%	4%	2%	13,6	13,0	11,8	1,0	3,5	3,7	4,0	
GJENSIDIGE FORSIKRING ASA	232,2	1,9	15,5	17,0	25,8	15,5	36,8	26%	12%	7%	-9%	8%	5%	18,4	16,5	15,5	0,6	4,6	4,9	5,1	
NOKIA OYJ	4,5405	4,8	6,2	5,0	25,4	6,2	36,7	-19%	8%	8%	0%	1%	3%	14,5	13,5	12,6	1,0	3,2	3,5	3,7	
PEAB AB-CLASS B	79,75	0,8	0,7	-1,7	-0,1	0,7	54,6	-8%	-2%	17%	-6%	3%	5%	12,8	13,0	11,1	1,1	3,5	4,1	4,7	
SAMPO OYJ-A SHS	39,78	1,1	1,0	-2,3	-1,7	1,0	3,1	-14%	10%	9%	-8%	6%	5%	18,0	16,3	15,0	0,7	4,4	4,7	4,9	
SCANDIC HOTELS GROUP AB	77,3	5,3	12,5	16,6	23,1	12,5	66,7	-11%	20%	6%	0%	4%	4%	16,9	14,1	13,3	0,9	4,4	3,8	4,2	
SKANSKA AB-B SHS	238	-2,7	2,3	10,1	13,8	2,3	31,4	76%	23%	10%	2%	8%	6%	17,1	14,0	12,7	0,8	3,1	3,6	3,9	
SKANDINAVISKA ENSKILDA BAN-A	157	-5,0	3,7	4,4	-4,8	3,7	8,2	-9%	6%	5%	-58%	-5%	2%	10,0	9,5	9,0	0,9	6,0	6,1	7,2	
STOREBRAND ASA	133,5	2,5	10,1	6,7	21,8	10,1	40,8	39%	-9%	11%	-52%	8%	8%	12,3	13,4	12,1	0,8	4,3	4,1	4,5	
TELE2 AB-B SHS	123,35	8,6	12,9	10,5	11,9	12,9	38,8	22%	10%	6%	0%	2%	2%	18,0	16,4	15,4	0,6	5,7	6,6	6,9	
TRATON SE	345	6,0	8,2	0,4	0,9	8,2	34,8	12%	0%	17%	1%	0%	6%	5,5	5,5	4,7	1,1	5,6	5,9	6,6	
TRYG A/S	145,9	-0,3	-3,7	-9,7	-3,4	-3,7	-1,1	0%	7%	9%	-4%	5%	6%	16,4	15,3	14,0	0,6	5,8	6,1	6,3	
VOLVO AB-B SHS	306,7	4,6	14,2	10,8	12,2	14,2	27,0	1%	10%	0%	-1%	2%	7%	12,5	11,4	11,4	1,1	5,6	5,9	6,0	
Genomsnitt							6,2							13,5	12,7	11,8	0,9	5,1	5,2	5,5	
VINX likaviktat	227,82	0,1	4,0	-1,4	-7,3	5,2	0,7														
VINX Bench EUR PI	228,17	1,3	4,2	-1,2	-7,2	4,2	0,8											3,6	3,9	4,1	

Vår utdelningsackumulerande portfölj har stigit cirka 6,21 procent hittills i år, samtidigt som ett likaviktat nordiskt index stigit med ungefär 5,2 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.

Alpcot Equities per 250131, kl 22.30.

ALPCOT EQUITIES	Vikt	Last Price	%5D	%1M	%3M	%6M	%YTD	%1YR	Eps 24/23	Eps 25/24	Eps 26/25	Sales 24/23	Sales 25/24	Sales 26/25	P/E 24	P/E 25	P/E 26	Beta
ABB LTD-REG	3,3%	49,95	-7,5	1,8	4,3	2,4	1,8	36,1	16%	10%	7%	0%	5%	6%	22,4	20,4	19,1	1,1
AMERICAN INTERNATIONAL GROUP	1,0%	73,66	0,1	1,5	-2,6	-6,7	1,5	6,3	-25%	30%	17%	-42%	1%	5%	14,8	11,4	9,7	0,8
ALFA LAVAL AB	1,0%	495,7	0,7	7,2	5,5	4,8	7,2	29,1	24%	17%	8%	6%	9%	5%	26,2	22,4	20,7	1,1
ALPHABET INC-CL A	3,9%	204,02	2,4	8,3	19,8	19,5	8,3	46,3	42%	12%	15%	-4%	17%	12%	24,4	21,9	19,0	1,0
AMAZON.COM INC	2,9%	237,68	1,5	8,7	27,9	27,5	8,7	53,6	33%	6%	19%	11%	11%	11%	34,6	32,5	27,2	1,2
ADVANCED MICRO DEVICES	0,7%	115,95	-4,8	-3,2	-18,9	-19,1	-3,2	-30,3	25%	47%	37%	13%	25%	21%	35,8	24,3	17,7	1,7
ARTHUR J GALLAGHER & CO	1,6%	301,82	5,2	7,3	8,3	7,4	7,3	31,2	16%	15%	12%	-1%	32%	12%	25,5	22,2	19,9	0,6
ARISTA NETWORKS INC	2,2%	115,23	-9,7	5,6	20,8	34,7	5,6	80,4	26%	12%	17%	19%	19%	18%	52,0	46,5	39,6	1,5
ASM INTERNATIONAL NV	1,9%	567	-6,9	1,5	10,7	-10,5	1,5	9,8	12%	33%	24%	11%	23%	18%	41,5	31,1	25,0	1,7
ASML HOLDING NV	2,1%	722,7	3,1	6,5	16,3	-15,0	6,5	-9,5	25%	20%	16%	-1%	16%	13%	29,5	24,5	21,1	1,8
AUTOZONE INC	1,6%	3350,21	0,8	4,9	11,7	7,2	4,9	21,6	5%	12%	11%	0%	2%	6%	21,9	19,5	17,5	0,7
AXA SA	0,9%	36,65	2,1	6,8	6,2	12,8	6,8	17,6	6%	13%	3%	18%	7%	-2%	10,4	9,2	9,0	1,0
BANCO SANTANDER SA	1,0%	4,964	1,7	11,2	10,5	11,4	11,2	32,9	13%	5%	8%	-51%	0%	3%	6,7	6,4	5,9	1,4
BE SEMICONDUCTOR INDUSTRIES	2,0%	124,7	-8,2	-5,7	27,3	4,7	-5,7	-10,8	-2%	59%	45%	6%	36%	34%	55,1	34,7	23,9	1,4
BOSTON SCIENTIFIC CORP	0,9%	102,36	1,0	15,2	22,5	39,3	15,2	62,7	20%	14%	14%	17%	13%	10%	41,8	36,6	32,1	0,8
BROADCOM INC	1,0%	221,27	-8,7	-3,7	31,6	39,0	-3,7	89,3	30%	21%	17%	0%	19%	16%	34,0	28,0	23,9	1,8
BROWN & BROWN INC	1,7%	104,66	-0,7	3,2	0,6	5,9	3,2	35,7	6%	9%	8%	-1%	10%	8%	20,0	23,7	22,0	0,7
CAMURUS AB	0,7%	596	7,1	5,4	-0,3	-12,0	5,4	15,2	-14%	144%	114%	8%	58%	57%	92,0	37,8	17,6	0,6
DECKERS OUTDOOR CORP	0,8%	177,36	-16,1	-10,3	13,3	18,5	-10,3	45,1	19%	14%	13%	-2%	17%	11%	38,6	33,9	29,9	0,9
ELI LILLY & CO	1,9%	811,08	4,4	6,2	-1,2	2,0	6,2	27,0	106%	75%	27%	32%	30%	19%	63,2	36,0	28,4	0,8
ERICSSON LM-B SHS	1,4%	83,86	-1,6	-6,7	-5,8	14,5	-6,7	45,3	288%	5%	10%	0%	4%	2%	13,6	13,0	11,8	1,0
EQT AB	1,2%	364,6	0,8	19,1	18,0	5,1	19,1	29,3	30%	32%	21%	-11%	19%	23%	25,6	19,5	16,1	1,4
FERRARI NV	1,2%	416,6	1,4	1,0	-5,3	9,5	1,0	28,7	19%	9%	15%	10%	8%	10%	50,2	46,1	40,0	0,9
FISERV INC	2,1%	216,04	3,4	5,2	9,2	32,1	5,2	52,3	17%	16%	17%	0%	9%	5%	24,6	21,2	18,2	0,8
GOLDMAN SACHS GROUP INC	2,3%	640,4	0,6	11,9	23,7	25,9	11,9	66,9	15%	10%	11%	-59%	9%	4%	13,9	12,5	11,3	1,2
INTL BUSINESS MACHINES CORP	0,4%	255,7	13,3	15,9	23,2	32,6	15,9	38,7	4%	5%	8%	0%	4%	5%	24,0	22,9	21,3	0,8
ING GROEP NV	2,4%	16,064	0,3	7,3	3,6	-3,1	7,3	23,1	-3%	-1%	15%	-62%	-1%	4%	8,0	8,1	7,1	0,9
INTERVACC AB	0,0%	0,925	-7,5	-20,9	-65,7	-73,3	-20,9	-83,0	-41%	-20%	-38%	62%	169%	223%	n.a.	n.a.	n.a.	1,2
INTUITIVE SURGICAL INC	0,6%	571,88	-1,2	10,5	14,5	29,8	10,5	52,6	9%	18%	17%	-2%	17%	16%	72,7	61,8	52,8	1,2
INVESTOR AB-B SHS	2,4%	316,3	0,3	8,1	4,9	4,1	8,1	28,6	-85%	8%	8%	-66%	13%	3%	56,2	52,1	n.a.	1,0
KRONES AG	0,7%	130,8	0,9	9,3	10,3	4,5	9,3	14,8	24%	18%	13%	13%	8%	6%	14,8	12,5	11,0	1,0
LAM RESEARCH CORP	0,9%	81,05	3,5	14,2	11,0	-10,4	14,2	0,0	23%	5%	21%	0%	19%	5%	21,6	20,5	17,0	1,6
MARKS & SPENCER GROUP PLC	0,6%	335,8	4,4	-10,6	-10,6	2,3	-10,6	35,8	21%	8%	8%	0%	6%	4%	12,0	11,1	10,2	0,8
MASTERCARD INC - A	1,3%	555,43	4,9	6,3	12,0	20,7	6,3	24,6	10%	17%	17%	0%	12%	12%	35,2	30,2	25,9	0,8
MERCADOLIBRE INC	2,1%	1922,19	5,5	14,4	-4,5	16,6	14,4	13,6	71%	33%	41%	43%	23%	22%	58,4	43,9	31,1	1,1
META PLATFORMS INC-CLASS A	3,3%	689,18	7,5	18,9	22,6	46,6	18,9	78,4	10%	15%	13%	-1%	15%	13%	26,2	22,9	20,2	1,1
MICRON TECHNOLOGY INC	1,0%	91,24	-10,3	9,9	-7,2	-15,8	9,9	7,9	442%	55%	7%	0%	41%	25%	13,1	8,4	7,9	1,8
MICROSOFT CORP	3,2%	415,06	-6,2	-1,2	2,5	-0,5	-1,2	4,7	12%	15%	15%	0%	13%	14%	31,5	27,4	23,8	1,0
MUNTERS GROUP AB	0,9%	177,7	-11,7	-4,5	3,3	-23,3	-4,5	6,9	65%	14%	19%	8%	12%	9%	24,6	21,5	18,0	1,2
MUENCHENER RUECKVER AG-REG	1,0%	521	0,0	6,9	10,8	14,8	6,9	32,6	25%	11%	7%	5%	5%	4%	12,4	11,3	10,5	0,9
NORDEA BANK ABP	0,7%	11,48	-0,9	9,3	6,6	6,1	9,3	0,5	-7%	3%	4%	-54%	-2%	1%	8,7	8,5	8,1	1,0
NOVO NORDISK A/S-B	1,5%	607,3	-2,4	-2,7	-20,4	-33,4	-2,7	-21,6	22%	21%	22%	23%	21%	18%	26,5	21,8	17,9	1,4
NVIDIA CORP	4,6%	120,07	-13,4	-8,0	-7,0	5,6	-8,0	100,7	127%	52%	23%	-3%	118%	54%	42,4	28,0	22,7	1,8
PEAB AB-CLASS B	1,0%	79,75	0,8	0,7	-1,7	-0,1	0,7	54,6	-8%	-2%	17%	-6%	3%	5%	12,8	13,0	11,1	1,1
PALO ALTO NETWORKS INC	1,3%	184,42	-0,9	2,2	3,2	14,5	2,2	9,9	12%	15%	19%	0%	14%	15%	59,0	51,4	43,1	1,1
QUANTA SERVICES INC	2,3%	307,61	-13,7	-2,2	2,5	16,5	-2,2	59,3	21%	18%	15%	14%	13%	11%	35,7	30,3	26,3	1,2
ROYAL CARIBBEAN CRUISES LTD	1,3%	266,6	16,3	17,0	30,8	72,2	17,0	111,6	25%	19%	15%	0%	9%	10%	18,6	15,7	13,6	1,3
SALESFORCE INC	1,7%	341,7	2,9	2,8	17,9	32,8	2,8	22,2	22%	12%	14%	0%	9%	9%	34,2	30,6	26,9	1,3
SAP SE	1,7%	266,75	1,6	13,1	24,5	37,1	13,1	67,0	39%	20%	19%	-1%	13%	12%	42,4	35,4	29,8	0,9
SAREPTA THERAPEUTICS INC	0,6%	113,72	-2,5	-6,6	-9,8	-20,1	-6,6	-4,5	n.m.	216%	38%	50%	71%	23%	31,6	10,0	7,2	0,8
SCHNEIDER ELECTRIC SE	1,7%	245,35	-9,3	1,8	3,4	10,1	1,8	34,1	11%	16%	13%	5%	8%	8%	30,0	25,9	22,9	1,1
SERVICENOW INC	1,7%	1018,38	-9,5	-4,0	9,1	25,0	-4,0	33,0	18%	21%	20%	0%	19%	20%	61,6	51,1	42,5	1,3
SKANDINAVISKA ENSKILDA BAN-A	2,2%	157	-5,0	3,7	4,4	-4,8	3,7	8,2	-9%	6%	5%	-58%	-5%	2%	10,0	9,5	9,0	0,9
SKANSKA AB-B SHS	2,1%	238	-2,7	2,3	10,1	13,8	2,3	31,4	76%	23%	10%	2%	8%	6%	17,1	14,0	12,7	0,8
TAIWAN SEMICONDUCTOR-SP ADR	2,2%	209,32	-4,2	7,7	11,6	28,2	7,7	88,2	19%	17%	18%	-1%	28%	19%	22,8	19,6	16,6	1,3
3I GROUP PLC	1,0%	3904	2,0	9,5	23,1	24,8	9,5	57,5	34%	3%	18%	11%	18%	5%	7,3	7,1	6,0	1,1
UBS GROUP AG-REG	2,6%	32,34	1,6	16,6	21,9	21,3	16,6	26,0	44%	26%	46%	-33%	-1%	2%	21,0	16,7	11,5	1,3
VOLVO AB-B SHS	1,4%	306,7	4,6	14,2	10,8	12,2	14,2	27,0	1%	10%	0%	-1%	2%	7%	12,5	11,4	11,4	1,1
WABTEC CORP	1,0%	207,92	-0,1	10,1	11,0	29,5	10,1	58,6	29%	13%	12%	8%	6%	5%	27,6	24,4	21,8	1,1
MSCI AC World Index Dail		425,642	0,8	3,0	9,4	11,8	3,0	26,2										
MSCI ACWI		869,04	0,0	3,7	4,9	7,2	3,7	19,4										

Makroprognoser per 2025-01-30

	Real GDP (YoY %)			CPI (YoY %)			Policy Rate (%)			Unemployment (%)			Curr Acct (% of GDP)			Budget (% of GDP)			3-Month Rate (%)			2-Year Note (%)			10-Year Note (%)			FX forecast					
	25	26	27	25	26	27	25	26	27	25	26	27	25	26	27	25	26	27	25	26	27	25	26	27	25	26	27	25	26	27			
LatAm	2.63	2.43	2.7	8.58	6.39	2.7	13.58	11.65	2.7	7.24	7.44	2.7	-1.83	-1.87	2.7	-5.40	-5.10	2.7															
Argentina	4.35	3.45		40.85	26.55					23	18.5		7.7	7.5		-0.2	-0.3		0	0								USD/ARS	1425	1576.4			
Brazil	2.05	1.8		4.76	4					14.65	12.05		6.7	7.2		-2.31	-2.25		-8.3	-8					14.15	12.57		USD/BRL	5.98	5.91			
Chile	2.13	2.3		4.13	3.1					4.55	4.15		8.15	7.9		-2.7	-3		-1.96	-1.55								USD/CLP	992	975			
Colombia	2.5	2.9		4.1	3.35					7.2	6.05		10.2	10		-3	-3.3		-5.1	-4.5								USD/COP	4462	4390			
Mexico	1.1	1.8		3.9	3.75					8.5	7.65		3.3	3.33		-0.8	-0.85		-3.8	-3.3		8.68	8.3		9.68	9.2		USD/MXN	20.75	20.88			
Panama	3.95	3.8		1.1	1.8								7.4			-4.19	-4.3		-4.25	-3.8								USD/PAB					
Peru	2.9	2.9		2.1	2.4					4.35	4.45		6.5	6.3		0.9	0.7		-2.75	-2.3								USD/PEN	3.8	4			
Venezuela	3.5	3.9		52.5	23.5											3.2												USD/VEF					
E. Europe & Africa	2.52	2.77		11.24	7.46		14.45	10.15		7.26	7.28		0.43	0.10		-3.91	-3.42					12.51	12.11		14.54	13.50							
Czech Republic	2.3	2.45	2.4	2.4	2.2		3.2	3.05		3.9	3.9		1	1		-2.4	-2.1		3.34	3.28		3.26	3.22		3.78	3.75		EUR/CZK	25.2	25			
Hungary	2.5	3.2		3.7	3.3		5.2	4.65		4.35	4.2		1.7	2.1		-4.35	-3.8		5.47	4.83					6.1	5.96		EUR/HUF	420.5	413.5			
Poland	3.4	3.35		4.4	3.1		4.8	3.7		5	4.9		-0.2	0.05		-5.7	-4.85		5.06	3.92		4.05	3.61		4.99	4.78		EUR/PLN	4.31	4.3			
Slovakia	2	2.3		4.6	2.75					5.35	5.2		-1.55	-1.3		-4.6	-4.05								3.24	3.16		EUR/SKK					
Russia	1.65	1.4		7.4	5.05		16.9	10.7		2.7	3.1		2.6	2.5		-1.3	-1.4					14.52	9.73		14.38	10.78		USD/RUB	113.5	111.8			
Turkey	2.6	3.5	11.85	20			30.9	21.2		10.4	10.15		-1.55	-1.65		-3.6	-3.5		22.3			23.45	23.33		28.31	26.28		USD/TRY	40.65	41.5			
Iceland	2.3	2.5		3.8	3					3.8	3.65		1.55	0.5														USD/ISK					
Israel	3.45	3.9		2.9	2.3		3.9	3.35		3.6	3.55		4	3.7		-5.15	-3.7											USD/ILS	3.62	3.49			
South Africa	1.7	1.9		4.1	4.5		7	6.9		32.35	32		-2	-2.15		-5.1	-4		7.08	7.08		7.42	7.37		9.87	9.56		USD/ZAR	18.24	18			
Middle East	3.94	4.16		4.07	3.17					4.10	4.24		3.22	3.03		-3.23	-3.49																
Bahrain	2.9	2.8		1.6	2								4.2	1.8		-5.1	-5											USD/BHD					
Egypt	4	4.8		0.8	1.8					6.8	6.5					-7.5	-5.9											USD/EGP					
Kuwait	3	2.9		2.5	2.3								17	16.9		-5.7	-3.3											USD/KWD					
Oman	3.2	2.85		1.25	1.2								-0.6	0.8		-0.5	-1.1											USD/OMR					
Qatar	2.7	5		1.65	1.9								13	13.25		3.3	5.75											USD/QAR					
Saudi Arabia	4.3	4.4		2	2					3.5	3.8		0.05	-1		-3.25	-3											USD/SAR		3.75			
United Arab Emirates	4.9	4.2		2	2.1					2	2.2		8.1	8.8		4.2	4.5											USD/AED					
Asia	4.53	4.37	4.52	1.63	1.54	2.09	2.29	3.16		4.59	4.60		1.74	1.50	0.26	-4.63	-4.66	-4.46	2.54			1.63			2.79	2.83							
China	4.5	4.2	4	0.8	1.3	1.5	Lending Rate	2.75	2.6	5.1	5.1	4.9	1.3	1	0.6	-5.5	-5.7	-4.5	1.44	1.45		1.21	1.21		1.72	1.84		USD/CNY	7.43	7.35			
Hong Kong	2.15	2.3		1.95	1.9		Base Rate	3	2.9	3	2.9	8				-1.25	-0.4		3.08	3.05		3	2.69		2.91	2.91		USD/HKD	7.8	7.8			
Indonesia	6.35	6.5	6.5	4.8	4.3	4.4	Reverse Repo Rate	5.75	5.65				-1.1	-1.1	-1.2	-4.9	-4.5	-4.3							6.43	6.6		USD/IDR	16180	15734			
India	5	5.05		2.5	2.6		Reference Rate	5.25	5	4.9	4.95		-1.2	-1.2		-2.7	-2.8		5.8	5.38		6.42	6.37		6.76	6.71		USD/INR	1435	1390			
South Korea	1.8	2		1.9	2		Base Rate	2.3	2.1	2.9	2.9		3.75	3.55		-1	-1.1		2.44	2.21					2.43	2.34		USD/KRW	1455	1390			
Malaysia	4.7	4.5		2.5	2.3		BN Interbank ON	3.1	3.15	3.2	3.2		2.05	2.6		-3.8	-3.5		3.63	4.4					3.79	4.4		USD/MYR	4.55	4.4			
Philippines	5.95	6		3	3.2		Repo Rate	5	4.7	4	4		-2.5	-2.2		-5.3	-4.8								5.54	5.65		USD/PHP	59.8	58			
Singapore	2.6	2.35		1.95	1.9		Domestic IBOR rate	3.7	3.35	2	2.1		19.85	19		-0.1	-0.4		2.55	2.55		2.48	2.5		2.7	2.8		USD/SGD	1.37	1.35			
Taiwan	2.8	2.45		1.85	1.7		Discount Rate	1.95	1.85	3.4	3.4		13.25	12.85		-0.5	-0.3		1.55	1.4					1.44	1.4		USD/TWD	32	32.4			
Thailand	3	2.7		1.2	1.35		Repurchase Rate	1.95	1.8	1	1.1		2.8	3		-4.2	-3.5		2.1	2.1		1.98	2.15		2.25	2.25		USD/THB	35.4	34.2			
Vietnam	6.65	6.4	6.7	3.5	3.5	3.8	Base Rate	4.55	4.7	4.2	2.15		3.55	2.95		-3.5	-3.3											USD/VND	25650	25480			
G-10	1.70	1.67		2.37	2.22			3.07	2.88	4.83	4.75		-0.76	-0.70		-4.45	-4.39		2.85			2.91	2.84		3.40	3.33							
USA	2.2	2		2.6	2.51		Fed Funds Rate	3.95	3.6	4.26	4.11		-3.79	-3.61		-6.5	-6.6		3.7	3.48		3.82	3.58		4.34	4.17		EUR/USD	1.05	1.08			
Japan	1.2	0.9		2.2	1.8		BOJ overnight rate	0.7	1	2.4	2.4		4.2	4		-3.75	-3.35		0.95	1.18		0.9	1.03		1.38	1.54		USD/JPY	148	142			
Euro	1	1.2		2.1	1.9		ECB Rate	2.1	2.1	6.4	6.4		2.4	2.5		-3	-2.8		1.96	2.07								EUR/USD	1.05	1.08			
United Kingdom	1.3	1.4		2.6	2.2		Official Bank Rate	3.7	3.35	4.4	4.5		-2.8	-2.8		-3.75	-3.25		3.67	3.27		3.66	3.25		4.1	3.92		USD/GBP	1.27	1.3			
Canada	1.79	1.9		2.1	2		Overnight lending rate	2.45	2.45	6.6	6.38		-0.75	-0.89		-1.25	-0.9		2.4	2.58		2.57	2.86		3.15	3.28		USD/CAD	1.4	1.38			
Australia	1.9	2.3		2.7	2.7		RBA Cash Rate	3.55	3.4	4.4	4.4		-1.35	-1.9		-1.05	-1.35		3.58	3.27		3.57	3.52		4.14	4.1		USD/AUD	0.65	0.67			
Sweden	1.9	2.2		1.4	1.8		Decision Rate	1.9	1.95	8.2	7.9		6.05	5.8		-1	-0.5					2.06	2.11		2.34	2.57		USD/SEK	10.8	10.1			
New Zealand	1.3	2.6		2.1	2.05		Cash Rate	3	3.02	5.3	5		-5.1	-4.75		-3.5	-2.9		3.21	3.31					4.23	4.26		USD/NZD	0.58	0.61			
Switzerland	1.3	1.5		0.6	0.8		Reference Rate	0.15	0.2	2.6	2.6		7.6	8		0.3	0.2		0.07	0.09					0.44	0.66		USD/CHF	0.9	0.9			
Denmark	2.15	1.85		2.1	2		Discount rate	1.55	1.55	5.2			11	10.35		1.5	0.9								2.39	2.43		USD/DKK	7.25	7.04			
Norway	1.4	1.6		2.5	2.1		Deposit Rate	3.4	2.95	3.95	3.9		14.85	12.65		11	9.9		3.7	2.7					3.57	3.64		USD/NOK	10.99	10.39			
Germany	0.4	1		2.2	2		ECB Rate	2.1	2.1	6.3	6.2		6.1	6		-1.9	-1.8					1.89	1.83		2.32	2.31		EUR/USD	1.05	1.08			
France	0.7	1.1		1.6	1.8		ECB Rate	2.1	2.1	7.75	7.65		-0.2	-0.4		-5.7	-5.4					1.95	1.45		3.17	3.08		EUR/USD	1.05	1.08			
Italy	0.7	0.96		1.7	1.7		ECB Rate	2.1	2.1	6.3	6.2		1	1.3		-3.6	-3.2					2.19	2.1		3.57	3.51		EUR/USD	1.05	1.			