

| Ett hållbarhetsbrev från Cliens Kapitalförvaltning

Cliens Kapitalförvaltnings hållbarhetsbrev för Kvartal 1, 2021



CLIENS
KAPITALFÖRVALTNING

Hållbarhetsbrev för kvartal 1, 2021

– kommentarer om klimatet

I detta kvartalsbrev återupptar vi temat från vårt första publicerade kvartalsbrev, Q2 förra året. Vår tes då var att vi hade ett relativt bra scenario vad gällde klimatrelaterade bolags utveckling då EU uppvisade starkt regulatoriskt fokus på just klimatet i ljuset av Corona-pandemin.

Vi kommenterar kort vad som skett i Europa sedan vår publikation, men även andra regioner under 2020 avseende klimatrelaterade initiativ.

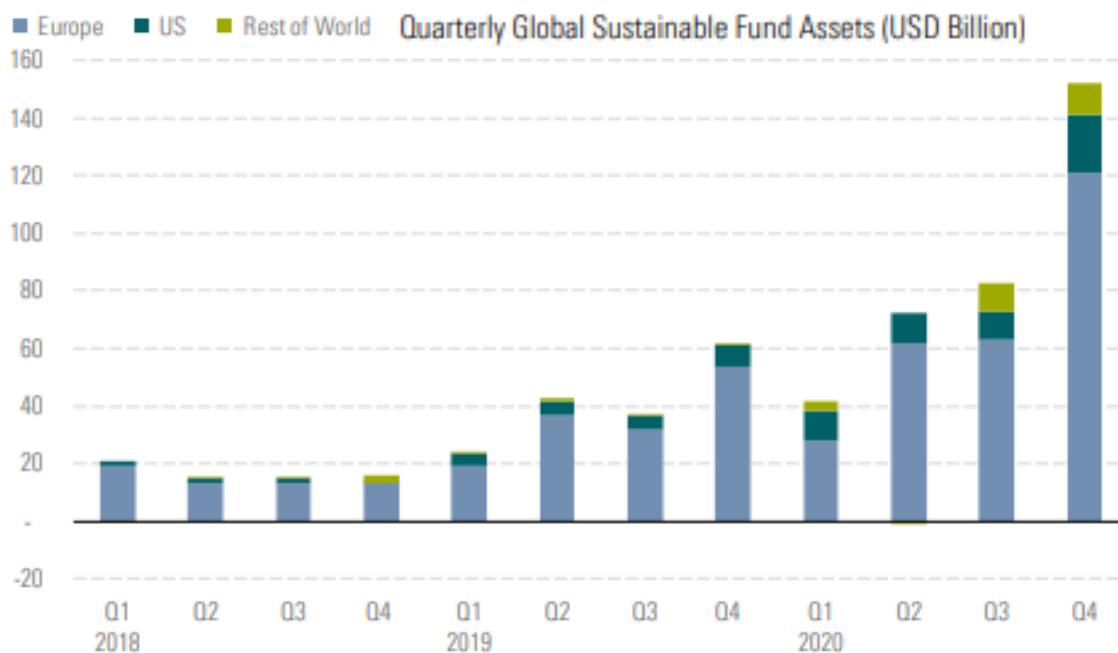
Vi försöker dra paralleller mellan dessa och utvecklingen i EU och vi ger vår syn på det som blivit alltmer av en snackis – klimatbubbla eller ej? Slutligen rundar vi av med ett par instick om de kommande 12–24 månaderna.

2020 – EN ENORM EFTERFRÅGAN PÅ HÅLLBARA FONDER/AKTIER MED EUROPA SOM EPICENTER

I vårt första publicerade kvartalsbrev skrev vi om marknadens aptit till att investera i bolag som adresserar olika typer av klimatutmaningar. 'Klimattraden' har egentligen varit en stark bidragsgivare i olika regionsindex sedan 2019 – där förra årets avkastning på majoriteten av aktier som kan förknippas med klimatet var fantastisk i både relativa och absoluta termer. Vi påpekade även att narrativet kring klimatet varit avgörande tidigare för att investerare ska allokera i denna typ av aktier. Narrativet definierar vi som den drös av information och åtaganden som gjordes/görs av både politiker och större delen av företagssektorn relaterat till en

snabbare och framför allt aggressivare omställning av ekonomin. En ekonomi som helt enkelt ska ge världen en realistisk chans att undvika en global uppvärmning med mer än 2°C år 2100 jämfört med för-industriell global medeltemperatur.

På ett globalt plan drev klimattillägget rekordstora inflöden i fonder klassificerade som hållbara där Europa, föga förvånande, dominerade flödena enligt nedan data från Morningstar. I sista kvartalet 2020 såg denna typ av fonder, passivt som aktivt förvaltade, ett nettoflöde på cirka 155 miljarder USD, strax under nettoinflödet för helåret 2019.



Europa satt i förarsätet i termer av klimatrelaterade initiativ där delar av den så kallade disclosure-förordningen redan nu trätt i kraft och finansbranschen såväl som resterande bolag i ekonomin väntar på ytterligare riktlinjer för att kunna implementera det nya regelverket. Vi finner att en starkt bidragande orsak till att

Europa stod för cirka 80 % (!!) av tillväxten kapitalet i hållbara fonder är att EU just nu ligger långt före sina motparter i USA och Kina avseende miljö-, och hållbarhetsrelaterade krav på företag. Och det finns mer att se fram emot i termer av EUs klimatagenda. Den 21 april i år satte sig EU Kommissionen och Parlamentet vid

förhandlingsbordet för sista gången och antog Europas efterlängtade klimatlag som gör målet om ett klimatneutralt EU år 2050 lagstadgat och oåterkalleligt. I vårt första kvartalsbrev skrev vi om EUs klimatinitiativ som förhoppningar. När man nu lyckats översätta dessa förhoppningar, i mitten av en pandemi, till

EU-lag genom vilken andra policy-initiativ kan byggas på, t.ex. EU Green Deal-paketet, ser vi det som ett styrkebesked och vi ser ingen anledning till att inte ytterligare kapital ska flöda mot mer hållbara finansiella lösningar även i fortsättningen.

USA – HUVUDSAKLIG DRIVARE AV KLIMATFLÖDEN ÅR 2022?

Enligt Morningstars data så stod USA för ungefär 13,5 % av tillväxten i hållbara investeringar förra året, följt av resten av världen som stod för cirka 7 %. Vi tror att detta kan komma att ändras signifikant i framtiden.

De senaste månaderna har allt fler rapporter kommit från USA som tyder på att Bidens administration går i EUs fotspår när det kommer till regleringar kring redovisning av hållbarhetsdata från ekonomiska aktörer. Bloomberg New Energy Finance (BNEF) rapporterade att Bidens team ser över möjligheten för hur man på ett så effektivt sätt som möjligt skapar ett ramverk som ska göra det svårare att "green-washa" rapporterade hållbarhetsdata. Intentionen är att driva efterfrågan på tillgångar som tacklar klimatfrågan.

Janet Yellen var ute kommenterade att administrationen kommer stödja finansiella institutioner i deras initiativ till att sakta styra om sina portföljer och strategier i en riktning som är i linje med målen i Parisavtalet. **Detta ser vi som en amerikansk version av EU Taxomin och disclosure-förordningen.**

BNEF rapporterade även om att Biden förväntades komma med ett löfte vid sin klimatkonferens den 22 och 23 april där 40 ledare från världen bjudits in. Mycket riktigt har USA i dagarna satt ett mål om 50 – 52 % minskning av sina CO₂e-utsläpp år 2030 jämfört med 2005 års

nivåer, vilket representerar nästan en dubbling av Obamas klimatmål - landets motsvarighet till EUs klimatlag? Vi, liksom resten av marknaden, ser fram emot Biden-administrationens infrastrukturplan där det fiskala stödet till en klimat-omställning hade kommit – USAs "Green Deal". När detta paket kommer till senaten och kongressen kommer vi följa det ivrigt!



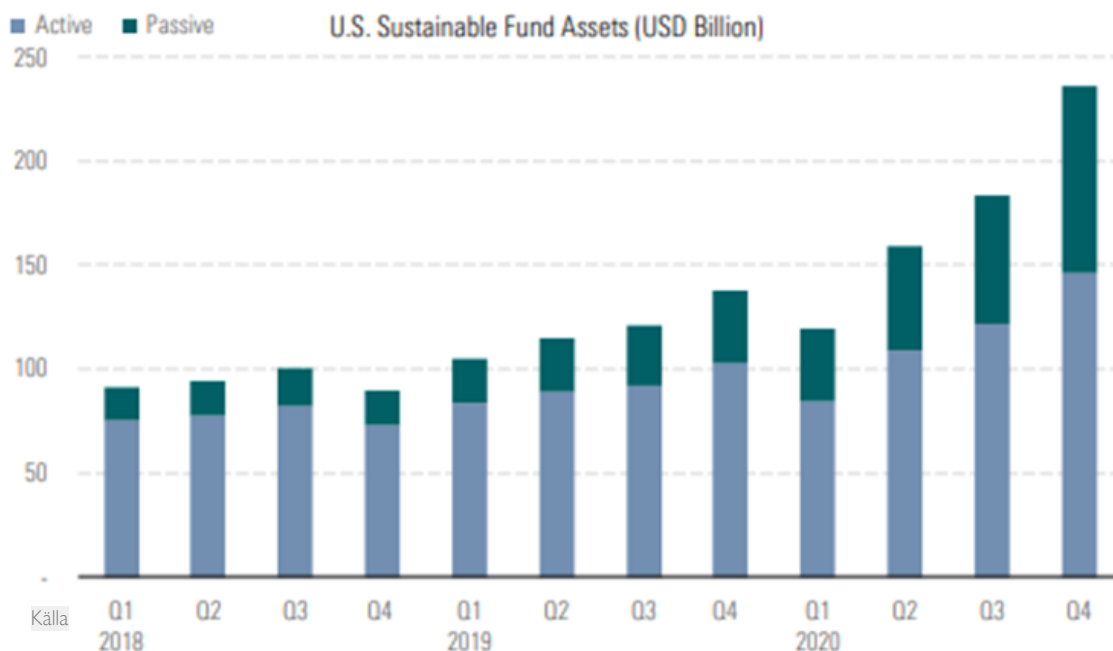
USA stod förra året för 13,5 % av tillväxten i hållbara investeringar medan resten av världen stod för cirka 7 %.



Vi tror att 2021 kan bli ett väldigt intressant och händelserikt år för klimatrelaterade bolag i USA. Scenariot påminner mycket om det vi såg i EU förra året. Enkelt uttryckt så har bolag potentiell medvind i termer av efterfrågan på deras produkter och tjänster, men även

aktier/obligationer på finansmarknaderna då USA idag står för endast ungefär 16 %

av totala tillgångar som investeras i fonder marknadsförda som hållbara.



RESTEN AV VÄRLDEN – AMBITIÖSA KLIMATMÅL, MEN FORTFARANDE FÖR TIDIGT ELLER FÖR BETYDELSELÖST...

När vi slänger ett helikopterperspektiv på resten av världen så finner vi en hel del intressanta initiativ. Tyvärr är merparten av dessa initiativ antingen för små för att ha en stor genomslagskraft på svenska aktier i nuläget p.g.a. att länderna i fråga är för små. Eller så saknas tillräckliga riktlinjer för hur planerna ska se ut – vilket gör det svårt att bilda sig en uppfattning om eventuella vinnare och förlorare. Vid sidan av EU-länderna så har även Japan, Sydkorea och Nya Zeeland satt 2050 som året då man når klimatneutralitet. Detta är positivt och bidrar framför allt till sentimentet kring frågan. Men som Parisavtalet visade 2015 så räcker det inte med ord utan transparens kring ett EU-liknande ramverk. Ett klassificeringsschema av ekonomiska aktiviteter, rapporteringsmekanismer samt ett trovärdigt ekonomiskt paket riktat mot aktiviteter som hjälper respektive land

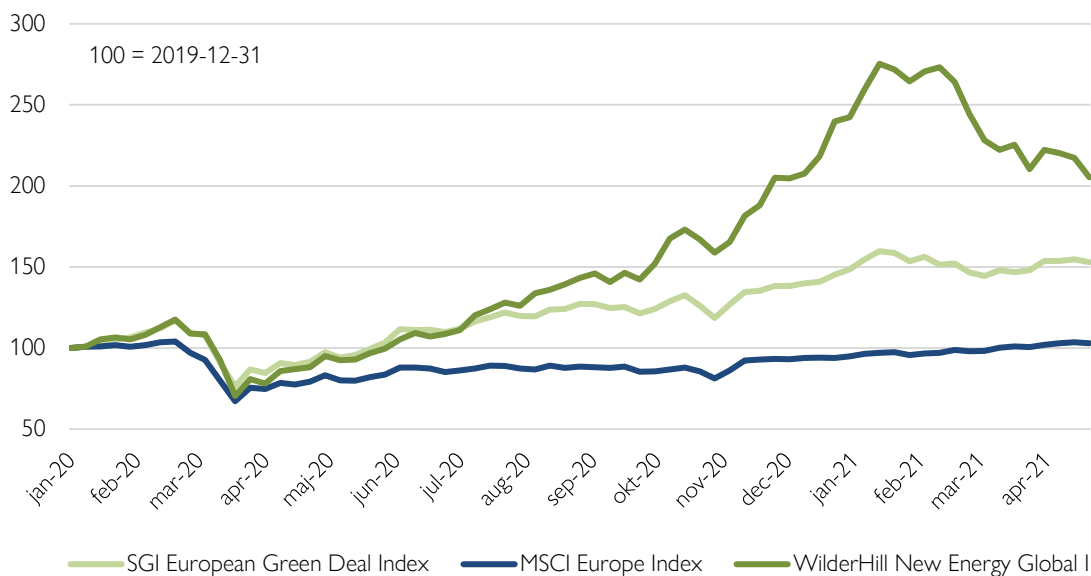
uppnå sina mål krävs för att uppnå långvarig effekt på kapitalmarknader. För mer perspektiv på detta så ber vi er läsa vårt kvartalsbrev publicerat i andra kvartalet 2020.

Till sist så har vi Kina som enligt BNEF stod för 28,6 % av globala utsläpp 2018 vilket gör det till världens största utsläppare av CO₂e. Landet gick ut i september 2020 med sina mål om att uppnå klimatneutralitet senast 2060, vilket förvånade många. Implikationen av att världens största källa av CO₂e-utsläpp samt världens andra största ekonomi ställer om får djupgående konsekvenser globalt. Vi saknar dock transparens för att kunna dra övergripande slutsatser om landets prioriteringar kortsiktigt och långsiktigt vilket även gör det svårt för oss, att i egenskap av investerare, försöka förstå vilka svenska bolag som står att

HAR VI SETT EN ÖVERREAKTION PÅ KAPITALMARKNADER DÄR KLIMATRELATERADE AKTIER NU HANDLAS PÅ BUBBEL-NIVÅER?

Ett annat sätt att formulera frågan ovan är "ska vi nu undvika klimatrelaterade aktier?". Det är tveklöst så att vissa segment av 'klimat-traden' är väldigt svåra att rättfärdiga utifrån ett värderingsperspektiv utan att dra till med positiva antaganden, minst sagt. Vi tror dock att det finns andra segment av ekonomin, oftast de mindre uppenbara, som står att gynnas av olika klimatrelaterade initiativ som givet värdering och utsikter ser attraktiva ut utifrån dagens övergripande marknadsläge.

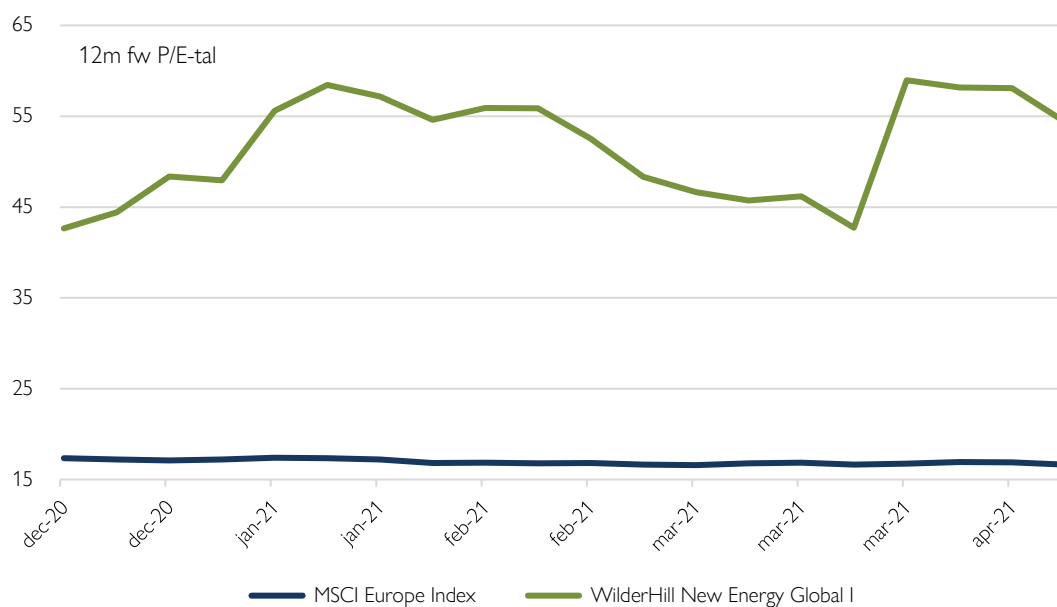
För att illustrera vår poäng återanvänder vi oss av WilderHill New Energy Global Innovation Index (NEX Index) som vi belyste i vårt kvartalsbrev för kvartal 2 2020. NEX Index är ett index innehållandes de mest uppenbara klimatrelaterade bolagen. Societe Generalé har tagit fram ett European Green Deal index (SGITEGD) som inkluderar ett bredare spektrum av företag, allt ifrån de mest uppenbara, men även bolag som till exempel tillverkar fönster med bra isoleringsegenskaper.



Sedan 2020 har NEX slagit det bredare europeiska indexet MSCI Europe med råge, mer än dubblat pengarna på 15 månader där MSCI Europe i princip returnerat 0 över perioden. SGI-indexet har avkastat drygt 50% över perioden. Detta säger en del om vad kapitalflöden

kan göra. Om vi istället vänder oss till värderingen, där vi använder ett relativt trubbigt och enkelt 12 månaders framåtblickande P/E-tal så hittar vi även där en del skillnader.

DE MEST UPPENBARA KLIMATRELATERADE AKTIERNA – UPPENBARA BUBBLOR?



NEX handlas till 55x nästa 12 månaders intjäning – 3,3x dyrare än det bredare indexet. NEX komposition reflekterar en del större men även mindre bolag som idag nästan helt saknar intjäning vilket kan göra jämförelsen mindre relevant. Oavsett så är detta en väldigt högt värderad

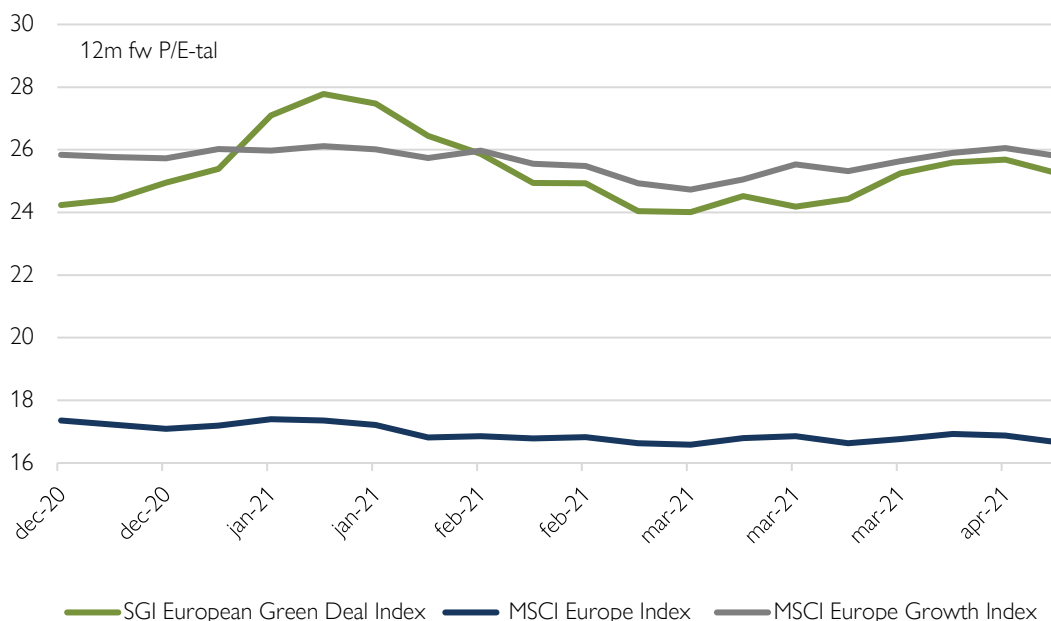
marknad där ett stort mått av försiktighet bör tillämpas när man vadar i det vattnet. Rättfärdigt lyfts oro fram kring eventuella bubblor i de mest uppenbara klimatrelaterade bolagen fram som, för den intresserade, bra sammanfattas i denna Financials Times artikel.

“

*NEX handlas till 55x nästa 12 månaders intjäning – 3,3x dyrare än det bredare indexet ...
väldigt högt värderad marknad där ett stort mått av försiktighet bör tillämpas när man vadar i det vattnet.*

”

ETT BREDARE PERSPEKTIV NYANSERAR DISKUSSIONEN



Indexet som reflekterar bolagen som väntas gynnas av EUs klimatpolicies inkluderar som tidigare nämnt ett bredare urval av bolag. Till exempel inkluderas bolag som lägger järnvägsspår och installerar fönster, helt enkelt mindre sexigt än högteknologiska lösningar på klimatproblemen. Detta index handlas också markant dyrare än den bredare europeiska marknaden, MSCI Europe. Däremot så handlas SIG-indexet inom ramen för vad marknaden är villig att betala för bolag som traditionellt förknippas med tillväxt (faktorn) generellt, reflekterat av MSCI Europe Growth.

Vi tar ett steg tillbaka och listar ett par faktorer som vi tror rättfärdigar att klimatrelaterade aktier handlas i linje med det bredare tillväxtindexet:

- i. fiskala klimatsatsningarna som görs i EU på just klimatet och det nya regulatoriska paketet som disclosure-förordningen som driver på...

- ii. ...den betydliga efterfrågan på bolags aktier som förväntas gynnas av klimatsatsningarna samt den relativa bristen på dessa tillgångar tillsammans med
- iii. faktumet att resten av världen fortfarande inte hunnit i kapp EU i klimatfrågan men förväntas gå i samma riktning där USA framför allt visar positiva tendenser de kommande 12–24 månaderna
- iv. klimattoppmötet COP26, i november, i Glasgow där länder som Kina förväntas lägga fram mer detaljer kring sina planer inför 2060

I ljuset av ovan tror vi fortfarande att det finns stark anledning att välja klimatrelaterade aktier, om än med mer försiktighet. Scenariot påminner väldigt mycket om början av 2020. Vi tror även att den svartvita karaktäriseringen av klimat-traden som en enda stor homogen bubbla inte riktigt är rättvisande. Till sist vill vi tillägga att de enkla besluten som förra året drev stark avkastning, som att slänga pengar på till exempel danska Örsted eller

Vestas Wind Systems bara för att de anses gröna, förmodligen är över.

På Cliens försöker vi leta i andra segment av ekonomin och vi hoppas att läsaren fått en känsla för att vi tror att klimatrelaterade aktieinvesteringar i mångt och mycket lever, trots att den fick sig en törn i samband med sektor-, och faktorrotationen under första kvartalet i år och att vissa aktievärderingar dragit i väg.

Slutligen vill vi tillägga att vi genuint tror på att vissa av de framtida gröna vinnarna är bolag som idag utesluts i enlighet med olika policies kring negativ exkludering relaterat till fossila bränslen. Vi tror att detta i framtiden troligen kommer revideras om. Detta öppnar upp för ett helt annat segment av bolag (och värderingar) att allokera kapital i på ett sätt som är i linje med huvudmålet i Parisavtalet. Men det sparar vi till ett annat kvartalsbrev!

Stockholm 2021-04-26



Emir Borovac, CFA
Hållbarhetsansvarig

Cliens Kapitalförvaltning

CLIENS KAPITALFÖRVALTNING AB

Birger Jarlsgatan 33, 3 tr
111 45 Stockholm

Växel: 08-506 503 902

Fax: 08-506 503 99

E-post: info@cliens.se