



Investment Outlook

Passerad inflationstopp
ger stöd i tillväxtsvacka

Innehåll

Maj 2023

Inledning	3
Marknadssyn, risknyttjande och allokering	4
Globala aktier I väntan på bättre tider	9
Nordiska aktier Förhärskande osäkerhet	12
Ränteinvesteringar Centralbankerna allt närmare en vändpunkt	16
Tema: Ny supercykel på väg På väg in i en lång period av stora investeringar	19
Tema: En del fasadsprickor men en solid grund Solida svenska banker kontra skuldsatta fastighetsbolag	24
Tema: Varför är alternativa investeringar intressanta? Attraktivt komplement till en traditionell portfölj	29
Internationell översikt Mild recession, måttlig återhämtning	34
Kontaktinformation	42



Inledning

Vi har under det senaste dryga året fått uppleva en mycket aggressiv räntehöjningscykel från världens centralbanker med syfte att stävja den oacceptabelt höga inflationen. Inflationsspiralen triggades av pandemins ekonomiska låsningar i kombination med stödåtgärderna från centralbanker och regeringar samt krigsutbrottets påföljande energikris. Under många år dessförinnan var mantrat att det var svårt att åstadkomma någon inflation överhuvudtaget annat än på reala och finansiella tillgångar. När inflationen sedan återigen dök upp blev utvecklingen den omvända med negativ omvärdering av reala och finansiella tillgångar som en följd. Det finns gott om liknande exempel i historien, men det som gör denna period speciell är att inflationen var så låg under så lång tid. Centralbankerna höll styrrentorna på extremt låga nivåer för att inflationen inte skulle bli ännu lägre och dessutom tillsköt de ymnig likviditet i systemet. Detta ledde till att skuldsättningen sköt i höjden och nu utmanas denna av en betungande kostnad via tydligt högre räntor. Snabba och kraftiga räntehöjningar brukar leda till kredithändelser och konjunktursvackor och så även denna gång trots att konjunkturen hittills hållit emot bra. Vi ser dock en successiv avmattning och årets turbulens inom banksektorn med fokus på USA ser ännu inte ut att vara över. Samtidigt har börserna som helhet signalerat framtidstro om än under förhöjd volatilitet. Börsåret började urstarkt för att därefter mest ha rört sig sidledes. Avkastningsskillnaderna är däremot mycket stora mellan sektorer, regioner och stilar. Positioneringen är fortsatt defensiv bland investerare och kapitalet har sökt sig mot kvalitet och stabilitet.

Bilden är således fortsatt splittrad och risker bubblar upp till ytan från tid till annan. Det skapar förståelse för investerarens dragning mot ett försiktigt risknyttjande. Mot detta står flera krafter. Konjunkturen och vinsterna har hållit emot bättre än väntat. Kina lever sitt eget liv och accelererar ut ur covidrestriktioner. Inflationprofilen är avtagande och centralbankerna är på toppen eller nära toppen av sin höjningscykel. Strukturella krafter skapar långsiktiga investeringscykler och investerarkollektivet har komponerat portföljer som är gjorda för att gå igenom en konjunktursvacka. I denna miljö av positiva och negativa krafter har vi alltsedan inledningen av hösten 2022 förespråkade en balanserad ansats där vi undvikit de utpräglade defensiva portföljer som varit konsensus. Vi fortsätter med det angreppssättet. Väl spridda portföljer med en tämligen neutral balans på tillgångsklassnivå är fortfarande det recept vi förordar.

På temafronten tar vi denna gång upp tre ämnen. Det första handlar om den investeringsvåg vi anser redan har börjat och som förväntas pågå under lång tid. Företag som vi tror kommer gynnas extra mycket av dessa krafter är de nordiska industribolagen. Tema nummer två siktar in sig på statusen i det svenska banksystemet och dess koppling till fastighetsmarknaden. Slutligen gör vi en djupdykning i tillgångsklassen alternativa placeringar.

Med hopp om intressant läsning,
Fredrik Öberg, Chief Investment Officer
Asset Management & Investments

Marknadssyn, risknyttjande och allokering

Oron är stor i det finansiella systemet då flera regionbanker i USA samt Credit Suisse i Europa tvingats stänga butiken. Risken finns att fler institutioner drabbas. Samtidigt är lönsamheten i exempelvis den nordiska banksektorn god och stigande. Den snabba penningpolitiska åtstramningen som genomförts har således både skapat problem och lönsamhetsuppgång i banksektorn. Räntehöjningarna närmar sig sitt slut och inflationstakten är på tillbakagång från höga nivåer. Kina växlar upp när resten av världen bromsar in i en kort och grund recession där vinsterna håller emot bra. Investerarkollektivet är stukat och försiktigt positionerade medan företagssektorn är välmående och vältrimmad. Vi förespråkar en neutral allokering på tillgångsslagsnivå kombinerat med god riskspridning då volatiliteten lär bestå.

Risknyttjande och allokering

Alltsedan det blev uppenbart att inflationsimpulsen inte var temporär utan behövde motarbetas av världens centralbanker har volatiliteten varit hög på världens kapitalmarknader. Det mesta har utvecklats såsom det brukar när nämnda centralbanker tvingas trycka på bromsen. Dock föll aktier och obligationer i värde samtidigt eftersom vi kom från en konstruerad lågräntemiljö vilket var en unik situation. Reala tillgångar såsom fastigheter föll också i värde. Företag och konsumenter har fått vänja sig vid att det blivit dyrare att finansiera skulder och konsumera. Dessutom skapade kriget en omedelbar energikris som ytterligare ökade pressen. När centralbanker som varit på efterkälken

tvingas genomföra mycket snabba styrräntehöjningar och stänga av likviditetskranarna, från kvantitativ stimulans (QE) till kvantitativ åtstramning (QT), är det inte konstigt att konjunkturprognoserna revideras ner till recessionsscenarioer och att vinstprognoserna följer samma väg. När frågor om framtiden ställts till konsumenter och företag har de bekräftat den dystra utsagan. Dock har verkligheten blivit en annan. Både konjunkturen och vinsterna har mattats av, men samtidigt hållit emot mycket bättre än förväntat. Är detta bara en tillfällig respit eller kommer världsekonomin fortsätta att visa motståndskraft? Under inledningen av maj månad släppte vi vår systerpublikation, *Nordic Outlook*, där nedanstående huvudbudskap förmedlades.

Ny spelplan när både inflation och tillväxt faller

Global tillväxt har uppvisat överraskande styrka de senaste kvartalen. Den hushållsledda tillväxtinbromsningen har dock blivit tydligare när buffertar ebbat ut samtidigt som högre levnadskostnader slår igenom. USA och Euroområdet hamnar i en mild recession under året och BNP i hela OECD-området växer svagt. Återhämtningen under 2024 blir måttlig, och under långsiktig trend. Årets tillväxtmotor är Kina som går åt andra hållet efter omsvängningen i covidpolitiken. Global tillväxt förblir dock dämpad totalt sett.

Vårens finansörer visar tydligt baksidan av den snabba penningpolitiska vändningen med rekordsnabba räntehöjningar. Vi räknar inte med någon systemkris, men det stramar åt finansiella förhållanden vilket dämpar tillväxten och bekräftar bilden att styrräntehöjningarna närmar sig vägs ände. Inflationen är på väg ner men det går långsamt för kärninflationen vilket kan göra centralbankerna mer försiktiga med framtida räntesänkningar. Vi får vänta till tidigast i höst innan fortsatt inflationsfokuserade centralbanker börjar sänka räntan, med amerikanska centralbanken Federal Reserve (Fed) först ut, i ett tempo som är långsammare än vad som ligger i marknadens förväntningar.

BNP prognoser, i %

Marknad	2022	2023	Rev	2024	Rev
Världen	3,3	2,5	0,0	2,9	-0,3
USA	2,1	0,7	0,2	0,9	-0,3
Kina	3,0	5,9	0,4	4,9	0,0
Tyskland	1,8	0,2	0,5	1,7	-0,7
Sverige	2,6	-1,0	0,2	0,6	-0,5
OECD	3,0	0,9	0,2	1,4	-0,3
Euroområdet	3,5	0,6	0,6	1,6	-0,3
Baltikum	1,4	-0,1	-0,3	2,7	-0,6
Emerging markets	3,6	3,9	0,0	4,1	-0,4

Tabellen visar prognoser för årlig procentuell real ekonomisk tillväxt i linje med vårt huvudscenario, uttryckt i köpkraftsjusterad BNP (PPP). Detaljerad redogörelse för våra ekonomiska prognoser finns under "Internationell översikt", som är ett utdrag ur *Nordic Outlook* från den 3 maj 2023.

När slutar vinster att falla och kreditförlusterna att öka

Trots den senaste rapportperiodens starka vinstleveranser är den underliggande trenden svagt negativ. Detsamma gäller kredithändelser och kreditförluster som ökar från låga nivåer. Den rådande räntehöjningscykeln skördar exempelvis fortsatt offer i banksektorn och pressar bland annat fastighetsbolagen och konsumenterna. Dessa negativa effekter är en inbyggd funktion av det ekonomiska system vi lever i. Vi skulle kunna nyttja en alternativ lösning med lägre inbyggda risker vid inbromsningar men då också tvingas acceptera lägre utväxling under gynnsamma tider. Spelreglerna kalibreras över tiden och rimligen bör det regionala banksystemet i USA nu stramas åt efter de senaste årens uppluckring i regelverk.

”

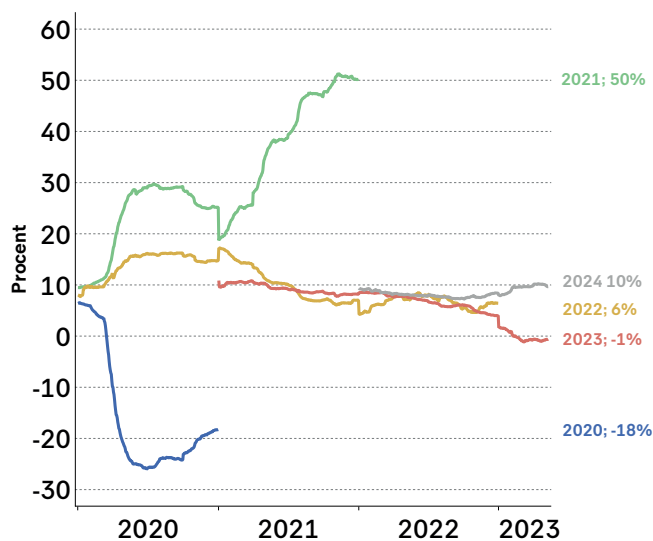
Återhämtningen under 2024 blir måttlig, och under långsiktig trend.”

Det vore helt i linje med tiden före och efter finanskrisen där finansiella institutioner först åtnjöt en period av lägre kapitalkrav för att efter krisen anpassa sig till ett striktare och försiktigare ramverk. Frågan är om vi även denna gång kommer att gå igenom en tydligt sämre period innan det vänder. Härom råder det definitivt olika åsikter och det är avgörande för om man har en positiv inställningen till kapitalmarknaden eller inte. Kommer de befara problemen med mer eftersläpning än vanligt eller är det så att världen klarar av att ställa om från nollräntemiljön till en normaliserad ränta utan att tvingas genomgå betydande systemrisk. Banker och fastighetsbolag har historiskt varit sektorer som fått problem i dessa skeenden. (Se temaartikeln om svensk bank- och fastighetssektor på sid. 24)

Det är per definition för tidigt att ha en tydlig uppfattning om huruvida en systemkris ligger i korten eller inte då investerare vid inledningen av året funderade mycket lite på amerikanska regionbanker medan alla numera vet vilka Silicon Valley Bank (SVB) m.fl. är. Marknaden har länge visat sitt misstroende mot en bank som Credit Suisse men SVB var länge ansedd som en kvalitetsbank. Centralbanken och regeringar agerade snabbt och resolut när de krisdrabbade bankerna fick problem för att upprätthålla förtroendet för det finansiella systemet. Förtroende är en mycket viktig förutsättning för att det finansiella systemet ska fungera då alla finansiella institut och centralbanker är sammanlänkade. Alla delar behövs inte vid var tid men det är ett system med beroenden och inte enskilda autonoma enheter. Observera att skillnaderna är mycket stora länder och regioner emellan, i exempelvis Norden levererar bankerna riktigt starka resultat och låga kreditförluster trots kopplingen till fastighetssektorn som är inne i en svag fas på global basis.

Vårt ekonomiska huvudscenario innebär en inbromsning under 2023 och en acceleration under 2024. Det är inga stora tal involverade varken på nedsidan eller i den förväntade positiva rekyl. Skulle detta skeende realiseras och det finansiella systemet klara de nuvarande påfrestningarna samtidigt som inflationen fortsätter att takta ner enligt plan kommer vinstprognoser justeras ned och kreditförlusterna att öka, men inte till oroande nivåer, innan de återigen förbättras under 2024. Vinstprognoserna för innevarande år har på global basis justerats ned från närmare 10 procent till dagens nivå om minus 1 procent. Detta estimat kommer från den samlade kåren av företagsanalytiker. Investerarkollektivet och makroprognosmakare har under lång tid haft en mer negativ hållning och förväntat sig att 2023 hamnar mellan noll och minus 10. De faktiska kvartalsrapporterna har hamnat mellan dessa prognoser varför bolagsanalytikerna successivt justerat ner sina estimat och investerare fortsatt att tillämpa en defensiv riskprofil i väntan på signaler om en vändning.

Globala vinstprognoser har justerats ned



Källa: Bloomberg

Grafen visar hur vinstprognoserna, uttryckt som procentuell förändring, för respektive kalenderår revideras över tiden. Dessa estimat är för den globala aktiemarknaden som helhet och följer fördelningen i indexet MSCI World.

Under 2022 steg vinsterna marginellt medan börserna föll kraftigt. Hittills under 2023 har läget varit det motsatta – vinsterna har fallit medan börserna stigit. Det visar att börserna är en diskonterande organism som hela tiden försöker se in i framtiden. Från tid till annan blir dessa prognoser grovt felaktiga, exempelvis när det oväntat inträffar en kris eller när positiva trender förlängs och överdrivs.

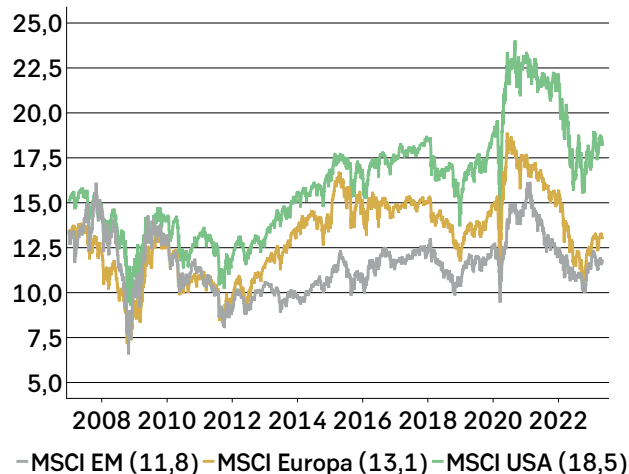
Dagens börser och räntemarknaden prissätter en mjuk konjunkturprofil

Vi har vant oss vid det ovanliga. Vi har lagt en lång period bakom oss som inte följt det långsiktiga mönstret där den globala ekonomin skjuter fart och bromsar in med hjälp av centralbankernas penningpolitik. Istället har vi fått uppleva upprepade kriser som åtföljts av dramatiska stödinsatser och en kapitalmarknad som kollapsat för att därefter rekylera kraftigt när medicin sätts in. Centralbankerna har i högsta grad varit involverade i dessa skeenden och insatserna har varit extrema. Den rådande inbromsningen är hittills mindre dramatisk och så prognostiseras även återhämtningen att bli. Det är rimliga odds för att detta blir utfallet om vi nu inte sakta men säkert går mot mer systematiska problem och att de problem vi upplevt inom banksektorn under inledningen av 2023 bara är början på något mer dramatiskt.

Dagens börsvärdering mätt som P/E-tal är i stort sett i linje med perioden innan pandemin. De geografiska skillnaderna är dock betydande med en tydlig premie för den amerikanska marknaden. Främst handlar det om kompositionen inom respektive delmarknad där en högre andel tillväxtbolag samt kvalitetsbolag med stabila och höga vinster åtnjuter

en premie relativt genomsnittet. Hamnar vinsterna för 2023 inom spannet noll till minus 10 procent och om 2024 blir ett år med stigande vinster bör värderingsparametern hålla sig tämligen stabil. Mer detaljer kring detta återfinns i avsnitten om globala och nordiska aktier, sid. 9 respektive sid. 12.

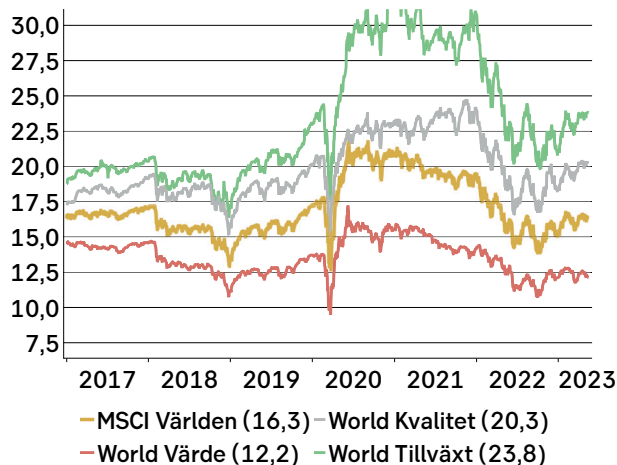
P/E-talet för den globala aktiemarknaden är 16,5 men de geografiska skillnaderna är stora



Källa: Bloomberg

Grafen visar värderingen mätt som priset dividerat med vinsten, det så kallade P/E-talet beräknat på 12 månaders framåtblickande vinstprognoser. Aktier i Europa och Emerging Markets är lägre värderade än i USA och det är en kombination av stilsammansättningen i de olika regionerna men även en regional prissättning.

Stil och sektor av stor betydelse för värderingen

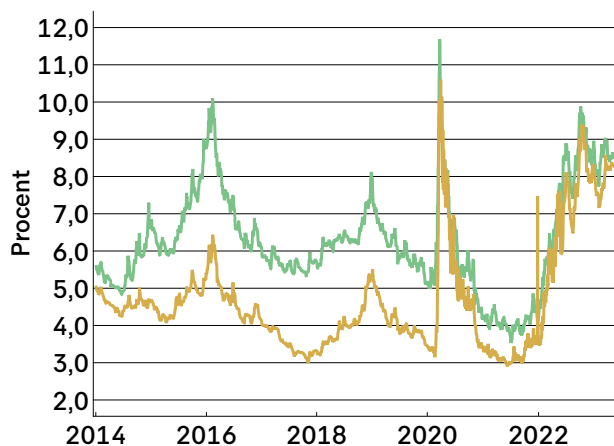


Källa: Bloomberg

Aktier med hög tillväxt, stabila vinster och god avkastning på eget kapital värderas högst medan defensiva aktier värderas som snittet eller strax över. Cykliska aktier har en tydlig rabatt mot snittet.

När det gäller prissättningen av räntebärande placeringar återfinns detaljerad information under det avsnittet, sid. 16. Statsobligationsräntorna är på nivåer som är i linje med var vi kan tänka oss att centralbankernas styrräntor befinner sig om ett par år. Kreditspreadarna för företagsobligationer är inte lika låga som de var under perioden med låg inflation, varför investerare nu får en rimlig kompensering för att bära ränte- och kreditrisk jämfört med tidigare.

Räntan på amerikanska och europeiska high yield-obligationer ligger på 8-9 procent



– High Yield-ränta, EUR – High Yield-ränta, USA

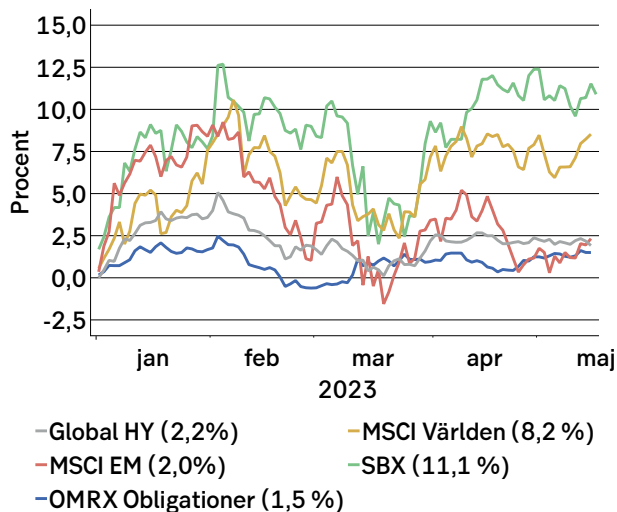
Källa: Bloomberg

Grafen visar den aktuella räntan på företagsobligationer i High Yield-segmentet i USA respektive Europa. Högre statsobligationsräntor samt kreditspreadar på 4-5 procent ger en total räntekompensering på drygt 8 procent. Det ger en buffert för framtida kredithändelser.

Riskaptiten bland investerare visar på fortsatt försiktighet

I de regelbundna enkäter som skickas ut till det professionella investerarkollektivet samt den data som samlas in bland privatpersoner ges en tydlig bild av att dessa grupper idag är mer defensivt positionerade än de brukar vara. Kapitalmarknaden har återhämtat sig sedan botten i september/oktober men en stor del av placeringarna har inte aktivt ökat på risken. Flödet in i risktillgångar har i stället dominerats av systematiska investerare som ibland benämns trendföljare. Det innebär att snittplaceringen idag har betydligt mer obligationer och pengar på kontot än vanligt. Det innebär också att samma placerare har en lägre aktieandel än normalt. Orsakerna till detta är flera. 2022 var ett skakigt år som resulterade i omläggningar mot betydligt defensivare exponeringar. Stigande räntor, krig och fallande aktie- och obligationsvärden samt en stundande lågkonjunktur var exempel på faktorer som drev på omläggningen. Osäkerheten är fortsatt stor varför en klar majoritet också fortsätter att behålla sina defensiva portföljer. Däremot upphörde säljtrycket någon gång under slutet av sommaren, ungefär samtidigt som de första signalerna kom att inflationen i USA såg ut att toppa ur samt att värderingsparametern signalerade köpläge. Slutet av 2022 och inledningen av 2023 visade på styrka. Sedan dess har börser och portföljer trampat vatten.

Portföljutvecklingen har i år varit slagig men med positiva förtecken



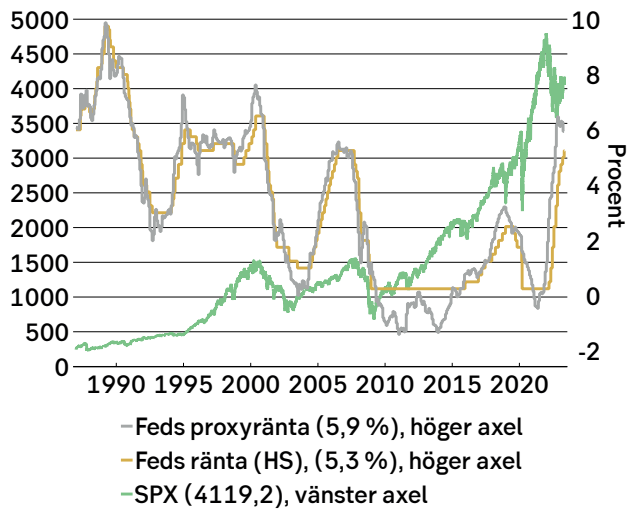
Källa: Bloomberg

Grafen visar utvecklingen under 2023 för svenska aktier (SBX), MSCI Världsindeks samt MSCI Emerging Markets i svenska kronor. Dessutom visas utvecklingen för det svenska räntindexet OMRX Bond samt ett globalt High Yield-index valutasäkrat till svenska kronor.

Risker som är i fokus

Den risk som ligger och gnager i de flesta investerares bakhuvuden är om det finns betydande negativa eftersläpningseffekter av den tidigare rådande lågränteperioden. Hur robust är det finansiella systemet? Är bankkonkurrenserna i USA de första sprickorna i fasaden eller är de normala problem som uppstår i aggressiva räntehöjningscykler? För tillfället är investerare skeptiska och premierar inte banker överhuvudtaget, även de som uppvisar mycket god lönsamhet och beskedliga kreditförluster. Det återstår att se om den fallande inflationen och den successiva reduktionen av styrräntor samt kvantitativa åtstramningar hinner lätta innan mer friktion och svaghet kryper upp till ytan. Vi räknar med att den amerikanska centralbanken gör sin första sänkning av styrräntan under senhösten i år. När detta sker minskar trycket på systemet, men fram till dess kommer oron och riskerna leva vidare. I grafen på nästa sida visas börser och styrräntan i USA samt den så kallade proxyräntan. Den senare är ett estimat på den ränta som normalt råder vid var tidpunkt mätt utifrån marknadsförutsättningarna. Är banker restriktivare än vanligt och kreditspreadar vidare än vanligt så blir proxyräntan högre än den officiella styrräntan. Det är den situationen vi befinner oss i just nu. Fed bromsar och det finansiella systemet bromsar ytterligare. En annan sektor som definitivt behöver stöd via räntefaktorn är fastighetsbranschen som arbetar i betydande motvind.

Den amerikanska centralbankens räntepolitik fortsätter att påverka börsklimatet



Källa: Bloomberg

Grafen visar utvecklingen för det amerikanska aktieindexet, S&P500, samt den amerikanska centralbankens styrränta. Dessutom visas den så kallade proxyräntan som tar hänsyn till om det finns stress i det finansiella systemet vilket påverkar tillgången på krediter.

Givet den bilden fortsätter vi med hållningen att det är klokt att fortsatt sprida risken i flera olika tillgångsslag och undertillgångsslag. I ett av publikationens teman presenterar vi exempelvis alternativa investeringar såsom Private equity, fastigheter m.m. och hur dessa kan bidra till en förbättrad riskspridning i portföljen. Inom svenska aktier har vi minskat på positionen mot rena valuebolag, förutom i den strategin som fokuserar just på valuebolag. Inom globala aktier har vi övervikt mot stora tillväxtbolag som fungerar som ett bra komplement till den svenska aktieportföljen. Vi bibehåller också tills vidare vår partiella valutasäkring av den amerikanska dollarn som vi initierade i höstas. Ränteportföljerna har för ovanlighetens skull en tämligen neutral sammansättning av ränte- och kreditrisk. Alternativdelen lever sitt eget liv och har, som avsett, låg korrelation mot aktie- och ränteportföljerna. Sammantaget ger det ovanligt breda portföljer som på aggregerad nivå har en neutral aktievikt kombinerat med övervikt mot räntebärande placeringar på bekostnad av andelen alternativa placeringar. Denna komposition har gjort att vi fick positiv utväxling under hösten och årets inledande rally samt undvikit att tappa mark när oförutsedda händelser som bankhaverier med mera drabbat marknaden. Portföljerna har självklart svängt en hel del under perioden men sammantaget har det varit bra att inte fokusera för mycket på problemsidan men samtidigt inse svårigheten i rådande läge och därmed inte koncentrera portföljerna för mycket.

Vi bibehåller vår breda exponering och neutrala allokering

Inflationen har toppat och vi är på väg mot tidpunkten för den första räntesänkningen från den amerikanska centralbanken. Andra positiva faktorer som är värda att lyfta är att kinesisk tillväxt går mot strömmen och bidrar till vårt huvudscenario om en mjuklandning och en relativt grund och kortvarig recession. Vid sidan av dessa cykliska krafter har vi dessutom klivit in i en ny stark investeringsfas i den globala ekonomin med fokus på tung industri, infrastruktur och energi där USA driver på med stora politiska insatser. Detta bidrar till vår syn att vinstnedgången bör bli måttlig under 2023 för att sedan återigen vända uppåt. Slutligen återfinns vi det generella risktagandet eller positioneringen som en tydligt positiv faktor.

I den negativa vågskålen ligger att en recession alltid kan bli besvärligare än man önskar och att centralbankernas rekordsnabba räntehöjningar verkar med fördröjning. Redan nu ser vi att de högre räntenivåerna skapar problem inom bankvärlden där flera banker har blivit uppköpta av konkurrenter i kombination med direkta stöd från både centralbanker och regeringar för att genomföra strukturförändringarna och stabilisera funktionaliteten i det finansiella systemet. Vidare är det geopolitiska läget allt annat än harmoniskt. Nya konflikter riskerar att blossa upp.

De positiva och negativa krafterna ovan balanseras av mer neutrala signaler såsom värderingsparametern. Det är varken billigt eller speciellt dyrt, självklart under förutsättningen att vårt huvudscenario infrias.

Globala aktier

I väntan på bättre tider

För många investerare har den starka börsinledningen på året överraskat. Inhållande och hög inflation, räntehöjningar från centralbankerna, klen tillväxt och turbulens inom banksektorn i USA och Europa har inte bitit på börserna. Istället har vi fortsatt låga riskpremier och företagsvinster som visat sig vara motståndskraftiga. Visserligen rör sig vinstprognoserna ned, men i måttliga tal, vilket håller värderingarna på fortsatt rimliga nivåer. Med avtagande ekonomisk tillväxt och kostnadsökningar som inte fullt kan matchas med ökade volymer och prisökningar, så håller vi oss dock avvaktande till börsutvecklingen under det kommande kvartalet.

Börsuppgången runt årsskiftet har kommit av sig och de senaste månaderna har sammantaget bjudit på sidledes rörelser på börserna. Variationerna har dock varit stora, såväl för index under perioden som mellan sektorer och stilar. Det faktum att marknaderna så tydligt rekylat efter bankoron kan förklaras av en tro att en systemkris kan undvikas men får ändå tas som ett styrketecken med tanke på förväntade effekter på tillväxten.

Teknologiaktier åter i rampljuset

Inflations- och räntechocken under föregående år fick högt värderade aktier på fall men efter nedgångarna och fallande värderingar så har tillväxtaktier, med teknologisektorn i spetsen, återigen tagit på sig ledartröjan. Fokus har skiftat från den höjda diskonteringsfaktorn till stabiliteten i intjäningen för teknikjättarna. De har dessutom gigantiska nettokassor som utnyttjas effektivt, bland annat genom återköp av aktier som stabiliserar aktiekurserna. Apple köpte tillbaka aktier för 90 miljarder USD 2022 (sedan 2013 har Apple köpt tillbaka aktier för 550 miljarder USD, ungefär som Sveriges BNP). Alphabet godkände nyligen ett återköpsprogram om 70 miljarder USD för 2023. Genombrottet för AI (Artificial intelligence) som synliggjorts via ChatGPT har satt ytterligare fokus på sektorn som börjat kapitalisera på tekniken. De solklara vinnarna hittar vi bland kända amerikanska teknologibolag såsom Nvidia, Microsoft och Alphabet.

Så kallade värdeaktier, vilket är ett samlingsnamn för lågt värderade bolag, har inte alls hängt med i årets börsuppgång. Det kan delvis förklaras av fjolårets kursuppgång, men också en hög representation av finansaktier till vilka bank- och fastighetssektorn räknas. Fallande regionbanker i USA samt tvångsomhändertagandet av Credit Suisse har smittat av sig på banksektorn med högre riskpremier som följd. Situationen har stabiliserats för storbankerna i Europa och USA, men de amerikanska regionbankerna har fortsatta problem som bottenar i ökade kostnader för inlåning i kombination med fallande priser på innehavda obligationer. Troligtvis blir det en viss utrensning av svaga aktörer. Uppstår problem liknande Silicon Valley Bank kan det lösas från fall till fall såsom JP Morgan Chases förvärv av First Republic samt utökade bankgarantier från FDIC (Federal Deposit Insurance Corporation).

Fastighetsbolagen som åtnjutit några decennier av värdeuppgång lider nu av ökade räntekostnader och krav från långivarna på stärkta balansräkningar vilket resulterar i försäljningar och nyemissioner. Fastighetsaktier har fallit kraftigt och ser intressanta ut på värderingsparametern, men en trendvändning lär återfinna sig först när räntor sänks och kreditskillnader faller tillbaka.

Brant fall för regionbanksaktierna i USA och ingen rekyl än så länge



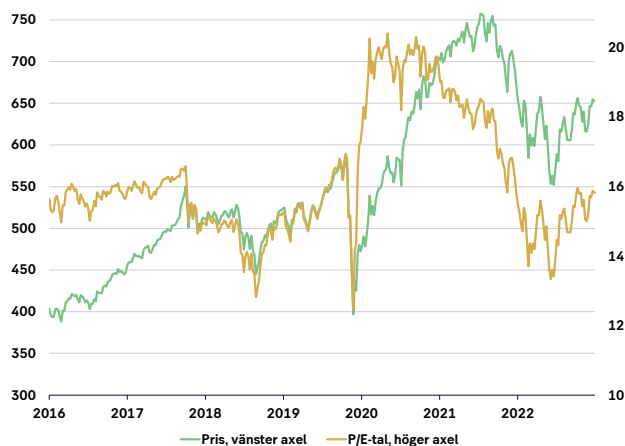
Källa: Bloomberg

Oron för regionbankerna efter att Silicon Valley Bank kollapsade finns kvar trots att staten agerat garant för insättningar samt omhändertagande av fallande banker från starkare aktörer.

Vinstprognoser och värderingar

Vinstprognoserna har för ett brett globalindex under de senaste månaderna skruvats ner för innevarande år. Under fjolåret gjorde bland annat stigande kostnader för råvaror och insatsvaror att den aggregerade vinsten steg med endast fyra procent. För detta år har prognoserna länge legat i samma härad men är nu neddragna till ett litet minustal. För nästa år ligger de traditionsenligt runt 10 procent. Att efterfrågan viker i år framstår som mer än troligt. Frågan är om företagen kan kompensera sig via priser för både lägre efterfrågan och stigande kostnader. Förra året innebar fallande vinstmarginaler, men redan under det första kvartalet i år så har marginalutvecklingen överraskat positivt. Vi ser dock fortsatt viss nedsidesrisk för vinsterna men att en stor del av nedjusteringen kunnat göras utan att börserna tagit alltför mycket stryk inger visst hopp.

Börsen är varken billig eller dyr på vinstmultiplar



Källa: Bloomberg

Grafen visar utvecklingen för världsindex och värderingsutvecklingen under den senaste femårsperioden. Den positiva utvecklingen från start är genererad av ökade vinster och inte av ökad värdering.

Värderingen ligger i trakten av ett långsiktigt snitt. Tittar vi på ett vanligt vinstvärderingsmått som P/E-tal (räknat på rullande 12-månaders prognoser) handlas världsbörserna runt 16,5. Siffran dras upp av USA som är tydligt över sitt historiska snitt och ner av Europa och Emerging Markets där bilden är den motsatta. Värderingsparametern driver sällan börsrörelser i sig, särskilt inte när värderingen är på dessa nivåer. Med tanke på att räntenivån framöver sannolikt kommer vara högre än under de senaste 10-åren, samtidigt som vinstprognoserna i närtid inte ger nämnvärt stöd, begränsar det uppgångspotentialen. Börsens framåtblickande karaktär gör dock att förväntade vinstuppgångar efter tillväxtsvackan ger börsstöd.

Starkare tillväxt i Kina samt stora investeringsbehov kopplat till försvarsindustrin och klimatomställningen bör påverka efterfrågan och aktiviteten positivt. Det talar i sin tur för att industrirelaterade sektorer kan gynnas när väl svackan kan läggas till handlingarna. I det lite kortare perspektivet framstår så kallade kvalitetsbolag som attraktiva med sina goda finanser, stabila vinstgenereringar och goda kapitalavkastningar, särskilt om vi står inför ytterligare ett kvartal av finansiell- och makroekonomisk osäkerhet.

Slutsats

Världsbörserna har i stort rört sig sidledes under de senaste tolv månaderna men med stora slag upp och ner. Den ekonomiska tillväxten har fallit tillbaka, men i ordnad takt samtidigt som företagssektorn på aggregerad nivå har levererat en överraskande stabil vinstnivå. Värderingen ligger kring ett historiskt snitt samtidigt som de makroekonomiska utsikterna är grumliga. Runt hörnet väntar räntesänkningar, inflation som faller tillbaka och en vändning i konjunktoren men vi behöver antingen lägre värdering eller en tydligt positiv riktning för tillväxt- och inflationsutsikterna för att bli mer positiva till aktier i nuläget.

Developed markets har utklassat emerging markets under de senaste fem åren



Källa: Bloomberg

Det har varit en synnerligen skral utveckling för emerging markets relativt developed markets (utveckling i USD) under den senaste femårsperioden. Faktorer som relativ ekonomisk tillväxttakt, förmodat svagare amerikansk dollar och en relativt låg värdering i emerging markets talar för att utvecklingen kan reverseras.

Intressant framöver för emerging markets

Stjärnorna börjar formera sig rätt för emerging markets, särskilt för Asien. Bättre tillväxt än i väst drivet av återöppnandet i Kina, låga värderingar samt att vi skönjer slutet på räntehöjningarna i framför allt USA talar för fallande amerikansk dollar framgent. Klassiska argument till fördel för emerging markets kontra developed markets. I det korta perspektivet har argumentationen grumlats på grund av bankoron i USA (fortsatt osäkerhet kring regionbankerna), vilket ökar riskpremier och kreditskillnader samt oro för den successiva reduceringen av centralbankens balansräkningar, vilket är likviditetsåtstramande. Bankoron bör dock kunna fasas ut och krympningen av balansräkningarna bör kunna ske med ett vaksamt öga på de finansiella marknaderna.

Nordiska aktier

Förhärskande osäkerhet

Rapportperioden har nyss avslutats och återigen överraskar bolagen med bättre vinster och utsikter än förväntat. Den vinstmässiga lågkonjunkturen skjuts på framtiden ännu en gång. Stabila vinstutsikter, minskat inflationstryck och neutrala värderingar talar för en försiktigt positiv börsutveckling under återstoden av året. Investeringarna är dock påtagligt lättskrämda och osäkerheten förhärskande, vilket inte minst märktes tydligt efter kollapsen av Silicon Valley Bank och Credit Suisse.

Vinstras, var god dröj

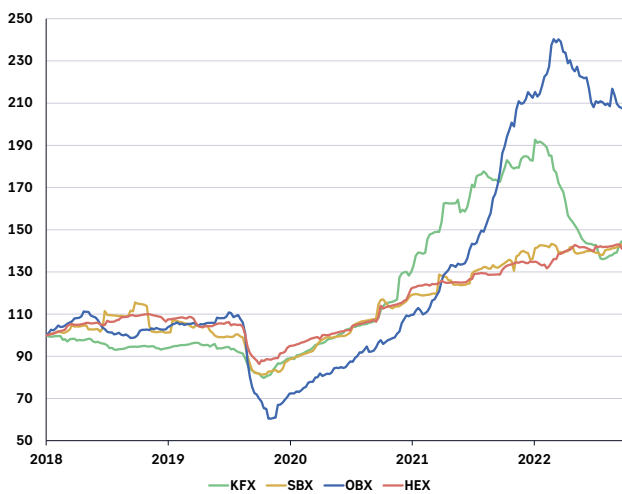
Varningarna för en nära förestående, konjunkturellt driven vinstrecession har duggat tätt de senaste 15 månaderna. Makrofokuserade strategier har varnat för att vinstprognoserna måste justeras ner, i synnerhet inför var och en av de senaste fem rapportperioderna. Återigen trotsar verkligheten dessa dystra prognoser. Det var inte bara en överväldigande övervikt av positiva resultatöverraskningar för första kvartalet, orderingången visar dessutom remarkabel tillväxt och någon avmattning syns inte heller i inledningen av andra kvartalet. I de fall april

kommenterats är det från industrins sida genomgående positiva ordalag som beskriver läget. De industriföretag som vågar sätta upp prognoser för helåret har i flera fall justerat upp dessa. För verkstadsindustrin i Norden har vi justerat upp vinstprognoserna för 2023 med 12 procent de senaste tre månaderna varav 8 procents uppjustering den senaste månaden. Uppjusteringarna över tre månader fångar in såväl justeringarna inför rapportperioden som de som gjorts därefter medan de för den senaste månaden endast får med justeringar efter rapporterna presenterats. Efter de senaste uppjusteringarna är den väntade vinststillväxten för innevarande år 25 procent.

Det är inte bara verkstadsindustrin som skiner, även bankerna har haft ännu en ovanligt bra rapportperiod med stora positiva prognosjusteringar. Vi har justerat upp vinstprognoserna för 2023 med ytterligare 11 procent de senaste tre månaderna och 8 procent den senaste månaden. Väntad vinsttillväxt för innevarande år summerar nu till 24 procent.

Även inom hälsovårdssektorn har det varit en imponerande rapportperiod samt funnits gott om positiva nyheter inför densamma. Vi har justerat upp vinstprognosen för innevarande år med 8 procent de senaste tre månaderna och 6 procent den senaste månaden. Vi räknar nu med en vinsttillväxt på 26 procent i år.

Stadig vinsttillväxt i Sverige, olja och shipping tynger Norden



Källa: Bloomberg, SEB

Diagrammet visar indexerad vinstutveckling för de nordiska börsindexen (KFX = Köpenhamn, SBX = Stockholm, OBX = Oslo, HEX = Helsingfors) rullande 12 månaders framåtblickande konsensusprognoser. Framförallt vinstutvecklingen för bolagen på Stockholmsbörsen har varit imponerande solid på senare tid. I Köpenhamn och Oslo tyngs utvecklingen av sämre utveckling för containershipping och olja.

Olja och shipping tynger

Det är stora skillnader mellan sektorer och på grund av olika komposition mellan olika länder i Norden ser vi att de positiva vinstprognosrevideringarna dominerar i Sverige men att de för Norden som helhet har justerats ner. Det är framförallt oljeindustrin i Norge samt ett stort danskt containerrederi som ligger bakom årets negativa prognosjusteringar och årets förväntade vinstminskning för nordiska börsbolag som helhet med 14 procent. Prisfallet för olja och naturgas respektive en normalisering av containerfraktrater efter ett par år med extrema rater ligger i sin tur bakom dessa vinstprognosnedjusteringar.

De mest problemtygda branscherna fastigheter, bostadsbyggande och konsumentvaror är däremot inte särskilt viktiga för börsindex eller aggregerade vinster. På Stockholmsbörsen väger fastigheter och bygg samt sällanköpsvaror och detaljhandel sammanlagt knappt 13 procent.

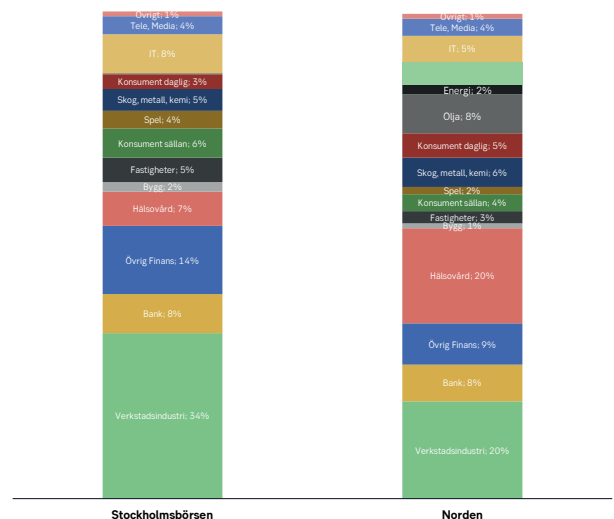
Verkstadsindustrin utgör 34 procent, banker 8 procent och hälsovårdssektorn 7 procent. Dessa starka sektorer överskuggar med god marginal ovan nämnda problembranscher.

Många investerare och ekonomijournalister tycks vara överdrivet fokuserade på konjunkturutvecklingen i Sverige, som sticker ut på den negativa sidan i en internationell jämförelse, när börsbolagens utsikter ska bedömas. För de stora industribolagen är andelen försäljning i Sverige ofta mindre än 5 procent och den delen är i sin tur ofta relaterad till produkter till annan exportindustri.

Positiva drivkrafter sammanfaller

Det finns flera faktorer som bidrar till en positiv vinstutveckling på kort sikt. Återöppnandet av Kina efter fjolårets extrema covidnedstängningar och det stora prisfallet för energi, i synnerhet i Europa, som ifjol drabbades extra hårt men även andra delar av världen är två exempel. Kraftig förbättring av tillgången på halvledare och transportkapacitet med mera som förra året tyngde tillväxten är ytterligare några. Effekten av de förbättrade leveranskedjorna är särskilt positiv för fordonsindustrin, men inte begränsad till denna. För bankerna är högre räntor i kombination med en mer rationell prissättning av kreditrisk viktiga drivkrafter bakom vinsttillväxten. Men det är inte enbart kortsiktiga faktorer som gynnar vinstutvecklingen. Det finns även tecken på mer långsiktigt gynnsamma strukturella trender för nordisk verkstadsindustri.

Krisbranscher väger lätt i börsindex



Källa: Bloomberg, SEB

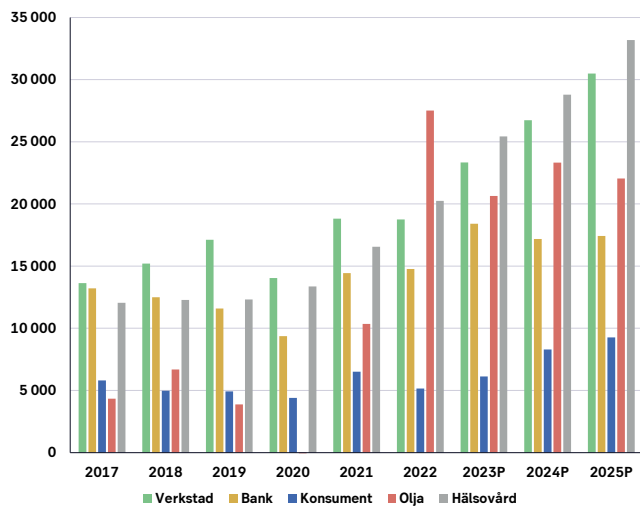
Diagrammet visar vikter för olika branscher i index för Stockholmsbörsen respektive Norden som helhet. Vinstmässigt starka branscher som verkstadsindustri, bank och hälsovård väger betydligt tyngre på Stockholmsbörsen än krisande fastighet, konsument och bygg.

Början på ny tillväxtepok för industrin?

Flera trender sammanfaller nu till att skapa en våg av investeringar inom tung industri, infrastruktur och energi. Det är en miljö som kan förväntas vara klart gynnsam för nordisk investeringsvaruindustri. Vi ser goda förutsättningar för en ny supercykel till 2030, vilken till och med kan vara ännu mer gynnsam för nordisk industri än den i samband med Kinas snabba industrialisering och urbaniseringsperiod 2002–2012.

Vi räknar med en acceleration i den årliga organiska tillväxten för nordiska investeringsvarubolag till 5,6 procent 2022-2030. Det är en dramatisk förbättring från 2,7 procent 2012-2022 och till och med bättre än de 4,8 procent som noterades under 2002-2012.

Verkstad, hälsovård och bank överskuggar konsument men olja tynger i Norge



Källa: SEB

Diagrammet visar vinster och vinstprognoser för utvalda sektorer i Norden. Årets vinsttillväxt i verkstad, bank och hälsovård överskuggar enkelt nedgången i konsumentsektorn. Däremot är vinstraset för oljeindustrin i Norge ett större problem i nordiska och norska vinstsammanställningar.

Värderingar varken lockar eller avskräcker

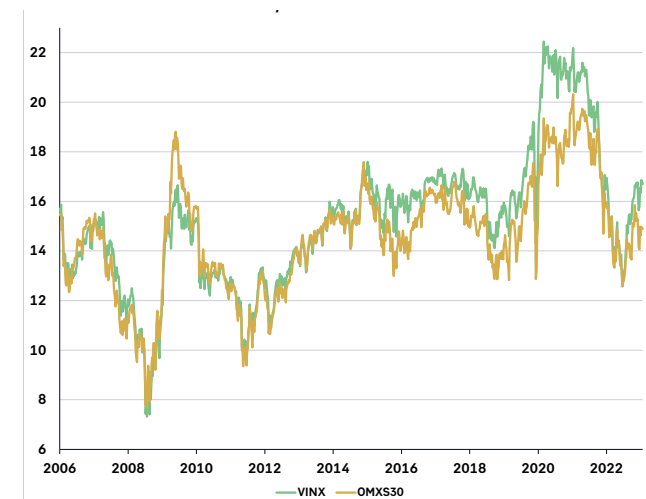
Värderingarna ligger för närvarande inom normalintervallet och föranleder i sig varken en positiv eller negativ inställning till aktiemarknaden idag. De stora bolagen på Stockholmsbörsen värderas till konsensus P/E 15,3 på 12 månaders framåtblickade konsensusprognos. Det är 0,4 enheter under snittet de senaste tio åren. För Stockholmsbörsen som helhet är P/E 16,0 vilket är 0,7 enheter under 10 års snitt. För det nordiska indexet VINX är P/E 16,7 vilket är nästan exakt i linje med 10 års snitt.

Höga värderingar som 2021 eller låga som i september 2022 kan vara starka argument för en negativ respektive positiv syn på börsen. Vi menar dock att nuvarande historiskt normala värderingsnivå i sig inte ger nämnvärt stöd för annat än en relativt neutral syn.

Det kan argumenteras för att en högre ränta än snittet de senaste 10 åren borde motivera lägre vinstmultiplar men samtidigt kan högre inflation medföra högre nominell vinsttillväxt för börsbolagen, vilket bör ha motsatt effekt. Det var även svårt att se någon nämnvärd positiv effekt på värderingen av nordiska aktier när räntorna rasade 2014-2016. Svenska långräntor, såväl nominella som reala, är idag åter på ungefär samma nivå som 2013-2014. Detsamma gäller värderingsmultiplarna på börsen.

Medan de penningpolitiska stimulanserna i samband med pandemin hade en tydlig roll i att blåsa upp börsbubblan 2020-2021 är det betydligt svårare att se tydliga effekter på börsvärderingen dessförinnan till följd av räntenedgången 2013-2019.

Historiskt normal värdering, Stockholm lockar mer än Norden



Källa: Bloomberg

Diagrammet visar 12 månaders framåtblickande P/E-tal för den nordiska indexet VINX respektive OMXS30 index med de 30 mest likvida aktierna på Stockholmsbörsen. Efter de senaste månadernas starka uppgång är värderingarna nu åter på historiskt normala nivåer.

Inflation och centralbanker i fokus

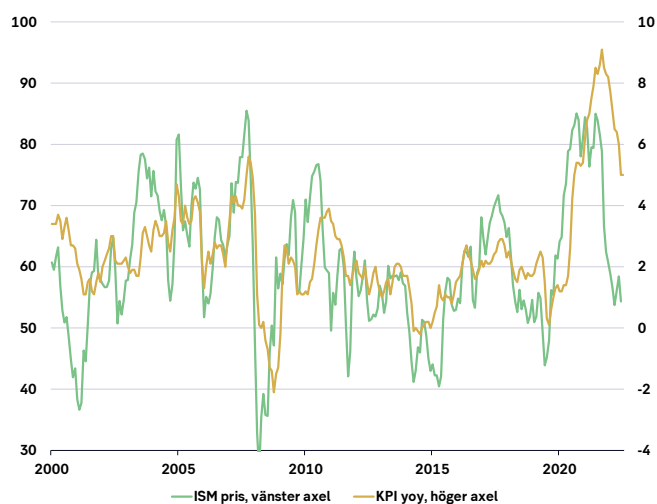
Inget har varit mer i fokus bland aktieinvestorer de senaste två åren än inflationen och centralbankernas, i flera avseenden märkliga, inställning till och kamp mot densamma. De flesta ledande indikatorer för inflationen inklusive nedanstående indikator från USA baserad på inköpschefsindex pekar på att vi redan har det värsta bakom oss. Europa tenderar att ligga något (cirka 6 månader) efter USA men följer ett snarlikt mönster.

Även för specifika och särskilt uppmärksammade kategorier som livsmedel finns mycket uppmuntrande tecken såsom priskollapsen för matråvaror (spannmål, vegetabiliska oljor, mjölkprodukter, kött och socker) enligt FAOs globala matprisindex. Detta index var i mars tillbaka på samma nivå som våren 2021, en nedgång på 21 procent från toppen för nästan exakt ett år sedan. Historiskt brukar det finnas en betydande eftersläpning från det att matråvarupriserna faller tills effekten syns i inflationsstatistiken.

I räntemarknaden syns den avtagande inflationsoron redan tydligt, i synnerhet i USA där långa marknadsräntor kommit ner med nära 1 procentenhet från toppnoteringen i oktober 2022. Inflationsförväntningarna för kommande 10-årsperiod toppade redan i april 2022.

Ett större problem för aktiemarknaden i närtid är centralbankerna och att de tycks betydligt mer rädda för att missa inflationsmålet på ovansidan än nedsidan. Vi ser många exempel på eftersläpande effekter från de räntehöjningar som redan genomförts, så som oron kring och problem för amerikanska regionbanker samt en närmast global kris i fastighetsbranschen. Varken amerikanska småbanker eller fastighetsbolagen har någon särskilt stor direkt effekt på vinstutvecklingen för de nordiska börsbolagen som aggregat, men problemen kan få betydande spridningseffekter. Risken för sådana ökar i takt med att centralbankerna höjer räntan utan att invänta effekterna av de höjningar som redan skett. Detta har redan skapat en viss oro i aktiemarknaden och det finns en risk att investerare kan börja spekulera i ett mer allvarligt policymisstag. Detta skulle potentiellt kunna sänka index tillbaka mot bottenivåerna från september/oktober 2022 igen.

Ledande indikatorer pekar mot snabbt fallande inflation i USA



Källa: Bloomberg, SEB

Diagrammet visar amerikansk inflation, KPI, och snittet för priskomponenterna i inköpschefsindex för industrisektorn och tjänstesektorn i USA (ISM och Non-manufacturing ISM). ISM har historiskt varit en bra tidig indikator för inflationen som nu faller snabbt, både för industrin och för tjänstesektorn.

Varning för skuldtaksturbulens

Ett annat policymisstag som början sannolikt åtminstone tidvis kommer att oroa sig för är det amerikanska skuldtaket. Utan en partiöverskridande överenskommelse finns det risk för en statlig betalningsinställelse. Enbart hotet om en sådan kan skapa betydande börsturbulens under flera veckor i början av sommaren.

Sårbart börsentiment

Problem för amerikanska regionbanker och smittspridningen till schweiziska Credit Suisse skapade betydande oro på finansmarknaderna generellt och kring banker specifikt i mitten av mars. Breda börsindex hade redan återhämtat sig från nedgången i slutet av april men inte bankindex. Detta trots att ett stort antal starka kvartalsrapporter presenterats från bankerna sedan dess. Index för amerikanska regionbanker har överhuvudtaget inte sett någon återhämtning utan fortsatt falla och har per början av maj tappat en tredjedel av sitt värde på mindre än tre månader.

De amerikanska regionbankerna har gynnats av extraordinärt låga kostnader på inlåning med snitträntor nära noll trots korta marknadsräntor över 5 procent. De har också åtnjutit konkurrensfördelar mot amerikanska storbanker från mindre regleringar vilket möjliggjort en snabbare expansion de senaste fem åren. Nu förändras detta snabbt med dyrare och mer sårbar upplåning samtidigt som hårdare reglering är sannolik och bankerna tvingas erkänna betydande obligationsförluster som tidigare kunnat gömmas undan.

Att investerarna blir nervösa för amerikanska regionbanker är helt rationellt. Huruvida kursfallen är motiverade, för stora eller för små har vi dock ingen uppfattning om. Däremot menar vi att den crossspridning vi sett till nordiska storbanker är omotiverad. Regelverk och redovisningspraxis för europeiska banker är helt annorlunda. Balansräkningarna är starka och likviditeten god. Lönsamheten är god och har förbättrats. Även Credit Suisse redovisade en stark balansräkning och likviditet. De hade däremot under en längre tid lidit av utflöden från inlåningskonton samt var unika bland storbankerna i Europa med sin dåliga lönsamhet. Credit Suisse var den enda storbank som väntades göra förlust i år och en av två som gjorde förlust 2022. Vi menar att olikheterna är stora och tydliga nog för att alla ska kunna uppmärksamma dem. Trots detta har de negativa spekulationerna varit omfattande och vi menar att den snabba och breda spridning som problemen i amerikanska regionbanker och Credit Suisse fick säga mer om investerarsentimentet än någonting annat. Även fast börserna repat sig från bottenoteringarna i september, börsbolagens vinstutveckling är överraskande solid och investerarnas positionering normaliserats något från extremnivåerna i höstas är den underliggande osäkerheten fortsatt förhärskande. Det råder något av en "skjut först och fråga sen" mentalitet, riskaptiten är låg och kan snabbt försämrans igen.

Sammanfattning

Vinstutvecklingen fortsätter att överraska positivt. Utsikterna är betydligt bättre än vad vi hade vågat räkna med för bara 6 eller 12 månader sedan. Inflationsproblemen avtar snabbt, oron är nu snarare relaterad till att centralbankerna ska ta i för hårt i bekämpningen av inflationen och därmed skada ekonomin mer än nödvändigt. Värderingarna är historiskt normala. Sentimentet bland investerare är påtagligt sårbart och orosmolnen många vilket talar för periodvis hög volatilitet. Sammantaget bedömer vi dock att en solid vinstutveckling kommer att överväga de negativa faktorerna varför vi har en försiktigt positiv syn på börserna för återstoden av året.

Ränteinvesteringar

Centralbankerna allt närmare en vändpunkt

Centralbankerna närmar sig slutpunkten på den aggressiva räntehöjningscykel som pågått sedan inledningen av 2022. Indirekt innebär det att fortsatta uppgångar för statsobligationsräntor kommer vara begränsade, även om kortsiktig volatilitet kan skapa rörelser åt båda håll den närmaste tiden. Under andra halvåret förväntar vi oss dock en tydligare trend nedåt för statsobligationsräntor över hela räntekurvan, där korta räntor faller mer än långa räntor vilket är det historiska mönstret när styrräntesänkningar är att vänta snarare än styrräntehöjningar.

Statsobligationer (exkl Emerging Markets)

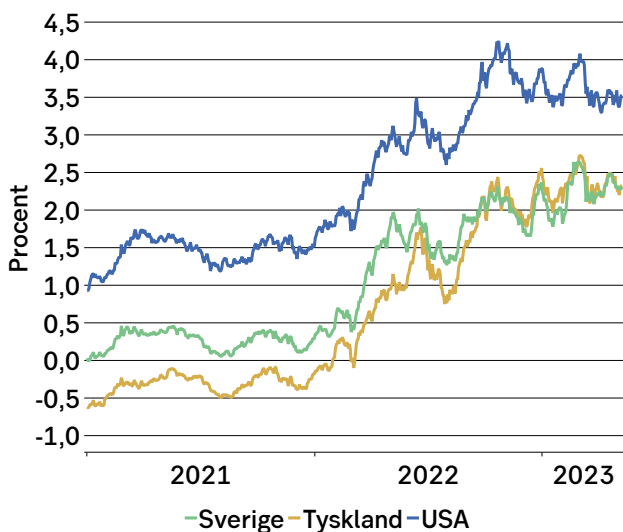
Som förväntat höjde den amerikanska centralbanken Federal Reserve (Fed) styrräntan med 0,25 procentenheter vid sitt möte den 3 maj. Vår bedömning är att Fed i och med detta har genomfört sin sista höjning och istället genomför sin första räntesänkning under det fjärde kvartalet. Detta scenario bör leda till att den amerikanska 10-åriga statsobligationsräntan handlas sidledes runt 3,50 - 3,75 procent under kommande månader för att därefter sträva nedåt till 3,00 procent mot slutet av 2024 när styrräntan i USA även den närmar sig 3,00 procent. Det låsta politiska läget kring det amerikanska skuldtaket kan föranleda volatilitet i räntemarknaden under den närmaste tiden men vi står fast vid vår syn om att problematiken kommer att lösas.

Den Europeiska centralbanken (ECB) höjde sin depositränta med 0,25 procentenheter den 4 maj. De kommer med stor sannolikhet fortsätta höja sin ränta tills tydligare tecken finns på att räntehöjningarna ger effekt och inflationen börjar mattas av, något vi bedömer inte kommer inträffa förrän till hösten. Sammantaget förväntar vi oss att det kommer krävas höjningar om ytterligare 0,50 procentenheter från ECB, vilket skulle innebära att depositräntan når en topp på 3,75 procent efter ECB:s räntemöte i juli.

Mot bakgrund av detta kan den 10-åriga tyska statsobligationsräntan komma att stiga ytterligare mot 2,75 procent under kommande månader, men faller sannolikt tillbaka något under hösten. Givet att ECB börjar sänka styrräntan först i mitten av 2024, och sannolikt även ökar försäljningstakten av sitt obligationsinnehav under sommaren, förväntas dock amerikanska statsobligationsräntor att falla snabbare än europeiska under det kommande året.

Riksbanken höjde som väntat styrräntan med 0,50 procentenheter i slutet av april och indikerade samtidigt att ytterligare en höjning är att vänta i juni eller september. Vår bedömning är att centralbanken genomför en sista höjning om 0,25 procent till 3,75 procent vid mötet i juni och ligger fast på den nivån under resterande del av 2023. Det kommunicerades inga förändringar avseende den takt som obligationsportföljen förväntas krympas med och som i nuläget är 3,5 mdr kronor per månad, dock förväntar vi oss en ökning av detta belopp sannolikt redan vid mötet i juni. Som ett led i detta så förväntar vi oss att den 10-åriga svenska statsobligationsräntan stiger något under den närmaste tiden och stänger året kring 2,60 procent, för att sedan falla tillbaka under 2024.

Kraften i uppgången för långräntor mattas av och väntas vika ned



Källa: Macrobond

Den extrema uppgången i långa statsobligationsräntor under 2022 har dämpats under inledningen av 2023 och förväntas nå sina toppnivåer under andra halvåret för att sedan följa centralbankerna räntesänkningar nedåt.

Prognoser för statsobligationer

Räntan för 10-åriga statsobligationer	3 maj	Jun 2023	Dec 2023	Dec 2024
USA	3,50	3,50	3,30	2,90
Tyskland	2,45	2,45	2,35	2,00
Sverige	2,46	2,50	2,60	2,30

Källa: SEB, prognoser maj 2023

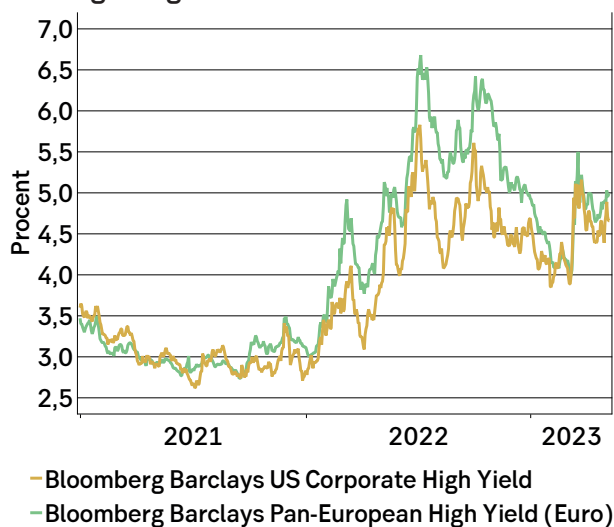
Mot bakgrund av att centralbankerna genomför sina sista räntehöjningar runt halvårsskiftet så förväntas statsobligationsräntor att komma ner under andra halvåret och inledningen av 2024 i takt med att fokus skiftas mot styrräntesänkningar.

Företagsobligationer – Investment Grade (IG) och High Yield (HY)

Efter ett påtagligt svårt år för företagsobligationer under 2022 ser bilden ljusare ut under inledningen av 2023. De kraftigt stigande statsobligationsräntorna under 2022 som delvis var orsaken till de svåra förutsättningarna under föregående år har lett till en högre förräntningstakt för företagsobligationer i dagsläget. Detta eftersom det är statsobligationsräntan tillsammans med kreditspreaden, d.v.s premien för den kreditrisk företagsobligationen utgör, som bildar räntan på den enskilda företagsobligationen. I USA ligger räntan på företagsobligationer inom segmentet Investment Grade för närvarande kring 5 procent medan motsvarande ränta inom segmentet High Yield handlas runt 8,5 procent. Samtidigt har High Yield-företagens balans- och resultaträkningar som kollektiv utvecklats i en positiv riktning vilket indirekt lett till lägre belåningsgrader. Något som exempelvis visar sig i det faktum att närmare 60 procent av det globala High Yield-indexet ICE BofA utgörs av företagsobligationer med kreditbetyget BB (det starkaste kreditbetyget inom High Yield enligt kreditvärderingsinstitutet S&P). Ett annat positivt tecken är att antalet uppgraderingar av kreditbetyg från High Yield till Investment Grade (rising stars) fortsätter att överstiga det motsatta, det vill säga nedgraderingar från Investment Grade till High Yield (fallen angels).

Paradoxalt kan de stigande obligationsräntorna, som bidragit till de attraktiva räntenivåerna för företagsobligationer i dagsläget, även utgöra en framtida osäkerhetsfaktor. Högre räntor under en längre tid leder till högre finansieringskostnader, vilket med viss eftersläpning sätter press på företagets vinster och marginaler. Risker som utmanar de goda förutsättningarna ovan är därför ett scenario där de höga räntorna består under så pass lång tid att den ekonomiska avmattningen blir värre än befarat. Det kommer i sin tur leda till en svårare ekonomisk situation för företagen och en högre andel konkurser än förväntat. Andelen konkurser inom segmentet High Yield befinner sig enligt kreditvärderingsinstitutet Moody's i nuläget på nivåer runt 3 procent, vilket är under det historiska genomsnittet om 4,1 procent. Dock förväntar sig Moody's att siffran stiger till 4,9 procent på 12 månaders sikt.

Kreditspreadar bidrar till hög underliggande ränta i företagsobligationer



Källa: Macrobond

Kreditspreaden är den extra kompensation en investerare erhåller utöver riskfri ränta för att ta på sig kreditrisken i det underliggande företaget. Nuvarande High Yield-spreadar strax under 5 procent tillsammans med riskfri ränta kring 3,5 procent innebär en underliggande ränta om cirka 8,5 procent i för amerikanska High Yield-obligationer.

Tillväxtmarknadsobligationer – Emerging Markets Debt (EMD)

Kraftfulla räntehöjningar i utvecklade ekonomier tillsammans med stark utveckling för den amerikanska dollarn har varit två faktorer som inneburit utmaningar för tillväxtmarknadsobligationer (EMD) under det senaste året. Dock bör det faktum att centralbankerna med Federal Reserve i spetsen nu närmar sig en vändpunkt i räntehöjningscykeln innebära att ränteutvecklingen i motsats till föregående år blir en positiv faktor för EMD. Den framtida riktningen för den amerikanska dollarn skulle även den kunna bidra till förbättrade förutsättningar för tillväxtmarknader. Givet att USD-styrkan under föregående år framförallt drevs av ränteskillnader mot övriga länder, samt osäkerheten kring energikrisen i Europa så är bilden betydligt annorlunda i dagsläget. Ränteskillnaden kommer inom sin tid att försvinna i takt med att Fed börjar sänka räntan före andra centralbanker. Detta samtidigt som situationen avseende energiförsörjningen i Europa ser betydligt bättre ut i dagsläget, något som talar för en fortsatt svagare USD. Vidare bör den positiva utvecklingen efter Kinas återöppnande vara ett stöd åt såväl kinesisk tillväxt som för kringliggande asiatiska länders tillväxt. Mot dessa positiva drivkrafter skall ställas den något ansträngda geopolitiska situationen i världen, risker för ihållande inflation som håller räntor kvar på högre nivåer samt en svårare ekonomisk tillbakagång än väntat i USA.



Tema: Ny supercykel på väg

Decenniet närmast efter Kinas inträde i WTO betecknades i finansmarknaden som "supercykeln". Trots att perioden inkluderar en svår punktering i samband med den stora finanskrisen 2008/2009 var det en tid av mycket god tillväxt för investeringsvaruindustrin. Efterföljande decennium nästan halverades tillväxten, men vi kan redan nu vara på väg in i en ny period av stora investeringar. En ny "supercykel". Bland vinnarna återfinns många nordiska industribolag. Vi menar att den överraskande starka rapportperioden för årets första kvartal delvis hänger ihop med inledningen av denna gynnsamma epok för nordisk industri.

Gynnsamma trender för nordisk industri

Vinstutvecklingen för bolagen på Stockholmsbörsen det senaste dryga året har för många varit överraskande positiv. Spekulationerna om ett nära förestående vinstfall intensifierades efter Rysslands invasion av Ukraina men kvartal efter kvartal i 15 månaders tid har dessa förutsägelser slagit fel. Det finns många delförklaringar till den solida vinstutvecklingen men en av dem står verkstadsindustrisektorn för, hittills har denna inte drabbats nämnvärt av kollapsat konsumentförtroende eller ränteuppgång. Investeringsvarubolagen utgör 36 procent av Stockholmsbörsen. Tillsammans med banker och hälsovård har de mer än väl kompensert för vinstfall för bolag inom konsumentvaror, bygg och fastigheter. Efterfrågan på många investeringsvaror har hittills varit relativt konjunkturresistent och bolagen har en bra förmåga att ta betalt för sina varor och tjänster. Vi räknar fortfarande med en viss försvagning i det generella efterfrågeläget i år, men det är en prognos som redan kommit på skam upprepade gånger och stegvis skjutits på framtiden.

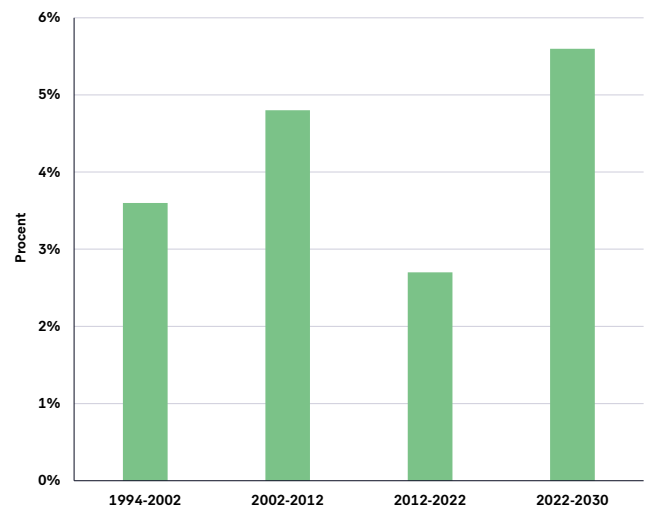
För långsiktiga investerare kan det dock vara ett bra läge att lyfta blicken och fokusera på de mer långsiktiga utsikterna. Vi bedömer att tillväxtförutsättningarna det närmaste decenniet är bättre än på mycket länge. Detta är betydligt mer relevant än om den cykliska efterfrågesvacka som hittills trotsat förväntningarna fem kvartal i rad kommer att drabba oss i tredje eller fjärde kvartalet 2023.

Vi har tittat närmare på de mer långsiktiga tillväxtutsikterna, fram till 2030, för nordiska investeringsvarubolag. Detta genom att detaljstudera inte mindre än 360 produktlinjer och affärsområden för 19 svenska och finska storbolag. Det är många av dessa som kommer att gynnas av starka samhällstrender, regleringar, hållbarhetsarbete samt digitalisering och automation. Produkter som sticker ut inkluderar värmepumpar och annan energieffektiviserande utrustning för såväl industri som bostäder och lokaler. Även halvledarutrustning, datacenter, förnybar energi, tunga elektriska fordon (allt från gruvmaskiner till bussar), försvarsutrustning, batterier och vattenrening är exempel på tillväxtprodukter.

Givetvis finns det också en rad områden där investeringarna kommer att krympa, exempelvis dieseldrivna fordon och nybyggnation av kontorslokaler. Vi räknar dessutom med att en relativt svag marknad för exempelvis nya fartyg och personbilar kommer att bestå under återstoden av decenniet.

Totalt ser det dock betydligt mer ljus ut än mörkt. Nettot väntas bli en acceleration i den årliga organiska tillväxten för nordiska investeringsvarubolag till 5,6 procent 2022-2030. Det är en dramatisk förbättring från 2,7 procent 2012-2022 och till och med bättre än de 4,8 procent som noterades under 2002-2012.

Ny tillväxtepok stundar för nordisk verkstadsindustri



Källa: SEB, bolagsrapporter

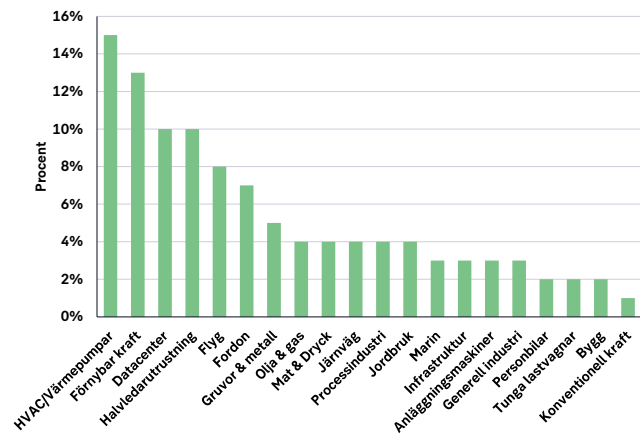
Diagrammet visar den genomsnittliga årliga organiska omsättningstillväxten för nordiska verkstadsindustribolag för respektive period historiskt samt våra prognoser för åren fram till 2030. Observera att bolagens struktur samt antalet ingående bolag har förändrats över årtionden vilket kan påverka jämförbarheten mellan de olika tidsperioderna.

Multipla drivkrafter bakom investeringsvåg

Vi ser flera starka globala trender som kan förväntas driva på större investeringar framöver, kanske främst ett ökat behov av effektiviseringar och förbättrad hållbarhet men även geopolitisk oro och rädsla för att hamna i beroendeställning. Några områden där detta syns särskilt tydligt är:

- Elektrifiering
- Automation och digitalisering
- Förnybar energi
- Energilagring
- Energieffektivisering
- Kraftöverföring
- Hållbar teknik: tex stål, cement, CCS, gödsel och kemi
- Biomaterial och biodrivmedel
- Omlokalisering av leveranskedjor/deglobalisering
- Försörjningstrygghet halvledare och råvaror
- Försvar

Stark tillväxt väntas inom många, för verkstadsindustrin, viktiga marknader



Källa: SEB

Diagrammet visar SEB:s förväntningar på årlig tillväxt 2022-2030 inom ett antal branscher av betydelse för nordisk verkstadsindustri.

Omlokalisering av produktionsinfrastruktur och automation

Leveranskedjeproblemen i samband med pandemin, Kinas överraskande hantering av pandemin och Rysslands invasion av Ukraina samt efterföljande sanktioner har gjort företag och länder mycket uppmärksamma kring riskerna med att vara beroende av leveranser från ett enskilt land eller region. Kinas hantering av pandemin fick enorma konsekvenser för den globala tillverkningsindustrin som gjort sig beroende av komponenter, produkter och material från Kina. Rysslands aggreSSIONER påminde om både geopolitiska risker och det beroende som funnits av energi, livsmedel och material från denna region. Blotta tanken på vad stopp i leveranserna av halvledare från Taiwan eller udda jordartsmetaller från Kina skulle medföra är skrämmande. Och listan över produkter där omvärlden gjort sig beroende av Kina är betydligt längre än så.

Det pågår redan idag en febril aktivitet bland företag, världen över, för att reducera beroendet av i första hand Kina men även andra regioner som anses utgöra en allt för koncentrerad risk. I ett mer långsiktigt perspektiv är "deglobaliseringstrenden" sannolikt negativ för den globala ekonomiska tillväxten. Det förändrar dock inte faktum att den just nu skapar en investeringsvåg i ny produktionsinfrastruktur utanför Kina. Produktionen flyttas delvis till andra länder i Asien som Indien och Vietnam men även Östeuropa och Mexiko är vanliga destinationer för dessa investeringar. Få storbolag önskar lämna Kina, men verksamheten där styrs typiskt om till att producera i Kina för den kinesiska marknaden. För världsmarknaden i övrigt behövs alternativ till produktion i Kina för export. Framförallt amerikanska bolag är angelägna om att reducera sitt beroende av import från Kina, men det påverkar även europeiska underleverantörer och samarbetspartners.

För nordiska börsbolag innebär denna omflyttning av produktionsinfrastruktur idag primärt möjligheter för leverantörer av maskiner och automationslösningar med mera för tillverkning. Ny infrastruktur tenderar att innehålla mer ny teknik, nu förstärks denna tendens ytterligare av ett extra stort automationsbehov. I synnerhet i geografier med stram arbetsmarknad, exempelvis USA, måste nya fabriker hålla en hög automationsnivå. En svensk företagsledare beskrev nyligen läget på följande vis: "det går utmärkt att bygga en ny fabrik i USA, den stora utmaningen är att bemanna den".

I ett längre perspektiv kan affärsmöjligheterna för nordiska bolag, givet att politiken möjliggör det, kanske i ännu större utsträckning handla om material och råvaruleveranser. Norden har mycket goda naturförutsättningar att kunna framställa de råvaror som behövs för energiomställning och elektrifiering samt metaller och material producerade med lägsta möjliga klimatpåverkan. Norden har även flera världsledande underleverantörer till gruvindustri, skogsindustri och lösningar för återvinning.

Just gruvor är också ett område där elektrifiering och automation nu tycks gå in i en accelerationsfas. SEB räknar med mer än 13-faldigad försäljning av elektriska gruvtruckar mellan 2022 och 2030. Tillväxten kommer från en låg nivå och sker delvis på bekostnad av krympande försäljning av truckar med dieselmotorer, men är ändå ett bra exempel på de omställningsrelaterade affärer vi räknar med ska driva investeringsvågen som vi nu går in i. Automatiserad och elektrifierad gruvutrustning medför stora besparingsmöjligheter för gruvbolagen, inte minst vad gäller kostnaderna för personal och ventilation. De medför dessutom att gruvbolagen kan redovisa stora utsläppsminskningar.

Grön investeringsvåg gynnar nordisk industri

Det finns många exempel på en grön investeringsvåg redan idag, exempelvis omfattande och växande investeringar i förnybar energi och elektrifiering av transportsektor och industrier. Omställningen kräver dock betydligt mer än elbilar, värmepumpar, vindkraftverk och solceller. Stora delar av samhället kommer att påverkas. Energieffektivisering krävs inom alla sektorer och är ofta dessutom omedelbart lönsamt, något som också redan syns tydligt i försäljningen för flertalet industribolag. Det tragiska kriget i Ukraina har fått en påtaglig positiv effekt på efterfrågan på energieffektiviserande lösningar.

Elektrifieringen är i praktiken ett sätt att energieffektivisera samt möjliggöra en övergång till icke-fossil energi och vi ser idag elektrifiering på bred front inom både industri och transportsektor. Elektrifieringen kräver i sin tur en rad andra indirekta investeringar, exempelvis i nya batterifabriker och nya kraftledningar. Marknaden för exempelvis högspänningskablar är glödhet och de europeiska kabeltillverkarna har redan rekordstora orderböcker samt flera pågående expansionsprojekt för de egna kabelfabrikerna. I år väntas nya, med historiska mått, stora upphandlingar av ännu fler högspänningskablar. Danska NKT, en av de tre aktörer som helt dominerar den europeiska

marknaden för högspänningskablar, uppgav i samband med bokslutet för 2022 att de eventuellt behöver göra en nyemission för att stärka upp balansräkningen om de ska ha kapacitet att fortsätta delta i dessa upphandlingar och bibehålla sina markandelar. Angenäma problem kan tyckas, men expansionen kräver investeringar. Bolag som Volvo och Sandvik behöver inte hämta in nytt kapital för att hantera affärsmöjligheterna som övergången till elektriska fordon och maskiner erbjuder men flaggar båda för att dessa kräver nya fabriker, investeringar som redan pågår.

”

För långsiktiga investerare kan det vara ett bra läge att lyfta blicken och fokusera på de mer långsiktiga utsikterna.”

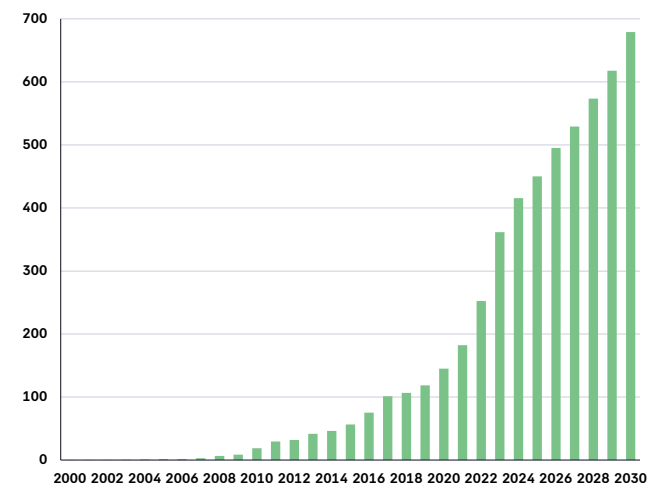
Elektrifieringen vore i sig själv närmast meningslös utan energiomställningen till fossilfria energikällor. Den överlägset snabbast växande kraftkällan är solenergi. Byggnationen av dessa anläggningar är redan idag en tillväxtbransch även om mycket baseras på import från Kina. Både i Europa, men framförallt USA, finns dessutom ambitiösa planer på att bygga upp en lokal försörjning av de kritiska insatsvarorna för solceller. Även kärnkraft tycks stå inför en renässans. I vår del av världen är det i synnerhet Frankrike som går i bräschen för detta med ett kärnkraftsexpansionsprogram som är det största i landet sedan 1970-talet. Utmaningarna som Frankrikes kärnkraftsatsning möter är i sig också ett talande exempel på hur världen förändrats de senaste decennierna och nu behöver förändras igen om dessa industriella satsningar ska kunna bli verklighet. Det råder brist på allt som behövs för att bygga de sex nya kärnreaktorer för 52 miljarder euro som regeringen hoppas ska vara igång 2035, allt från svetsare till ingenjörer och elektriker. Utbildningsinsatserna pågår för fullt men det tar tid att få fram de 100 000 arbetare som krävs för detta projekt. Landet har inte längre den industriella grundkapacitet som behövs och den finns inte i närområdet heller.

En av de snabbast växande branscherna i världen just nu är energilagring och i synnerhet batteribaserad sådan. Dessa används både för att stabilisera kraftnätet i elsystem med en stor andel intermittent kraft men även för att balansera utbud och efterfrågan på el över kortare tidsperioder. Hittills dominerar de asiatiska batteritillverkarna men en synlig del av den nya industrirevolutionen i vår del av världen är just de många nya batterifabrikerna. Förnybara drivmedel är en annan starkt växande industri.

En i Sverige ofta uppmärksammas bransch som nu står inför en enormt stor omställning för att bli fossilfri är stålindustrin. Hittills ligger svenska företag i framkant, men stålbolag världen över arbetar med liknande planer och långsamma tillståndsprocesser för ny vindkraft och tillhörande överföringskapacitet kan omintetgöra detta försprång. Morgan Stanley menar att övergången till fossilfri

stålproduktion i Europa är den största transformationen för branschen på många decennier. Den kommer att ha stor inverkan på och innebära stora affärsmöjligheter för allt från generell maskinindustri till järnmalmsindustri och leverantörer av förnybar kraft samt grön vätgas. Trots att europeiska bolag leder utvecklingen idag har amerikanska bolag redan i utgångsläget stora komparativa fördelar från en större andel stålproduktion i ljusbågsugnar samt billigare energi. Genom att fasa ut tilldelningen av gratis utsläppsrätter till 2034 (samtidigt som branschen skyddas mot orättvis konkurrens genom koldioxidtullar) planerar EU att driva på omställningen av regionens stålindustri. Investmentbanken beräknar att detta kommer kräva investeringar på motsvarande 116 miljarder euro. Kostnaden för stålindustrins omställning är stor men långt ifrån ohanterlig, enligt Morgans Stanleys beräkningar krävs stålpriser på i snitt 18 procent högre nivå än dagens för att omställningen ska bli lönsam. Stålindustrin är inte ensam, andra branscher med snarlika situationer inkluderar kemi, konstgödsel och cement.

Energiomställningen accelererar



Källa: BNEF

Diagrammet visar historiskt respektive prognostiserade årliga installationer av solceller globalt i GW sammanlagt för samtliga kategorier (små, kommersiella och kraftparker) samt prognoser för 2023-2030.

USA stimulerar investeringar

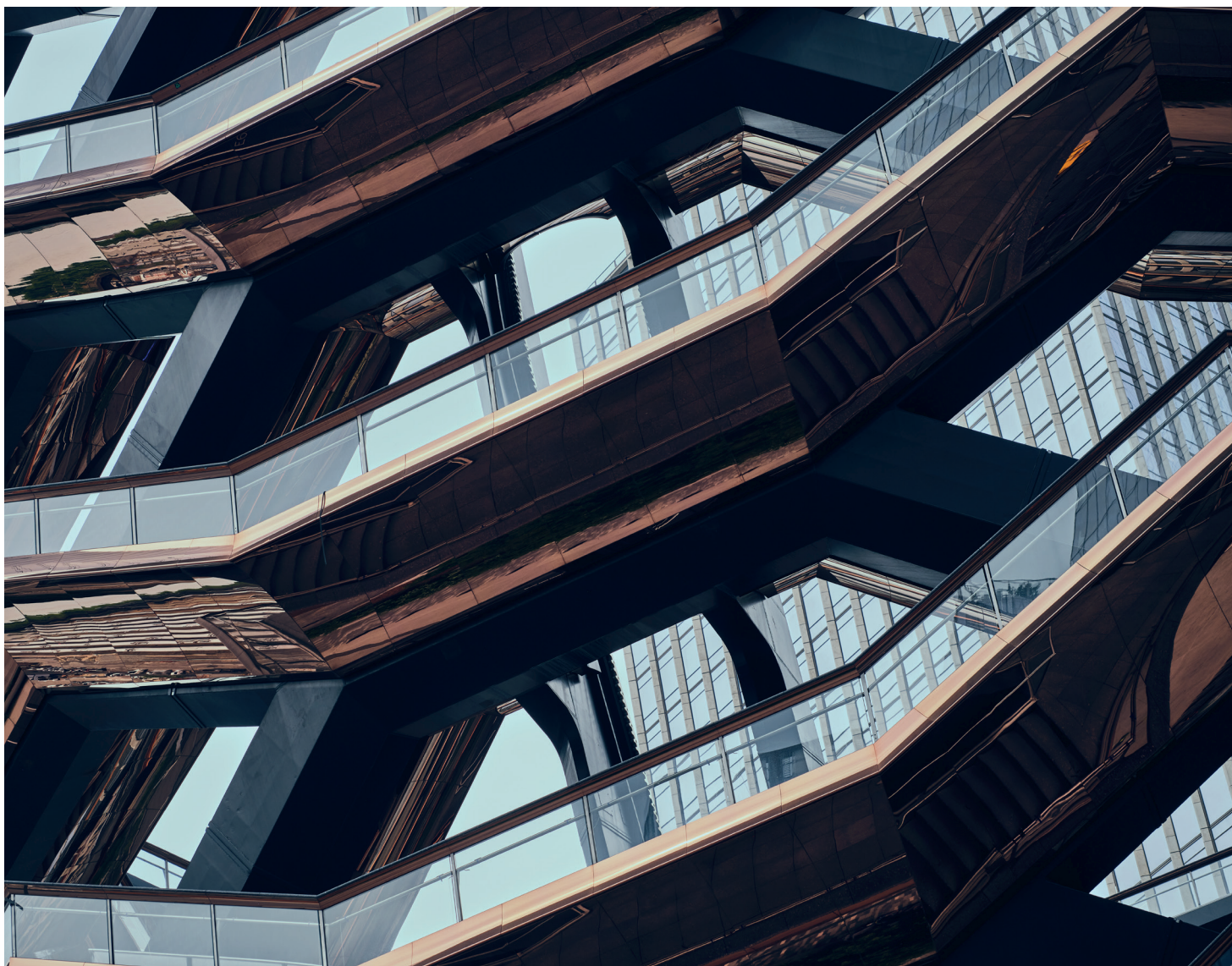
I USA driver politikerna aktivt på för att landet ska bygga upp såväl egen produktion av halvledare som en egen produktionskapacitet inom miljöteknikområdet, inte minst solenergirelaterad sådan samt batterier. De tre stimulanspaketen IRA (Inflation Reduction Act), Chips and Science Act och IIJA (Infrastructure Investment and Jobs Act) bidrar med olika subventioner, primärt skattelättnader, för bolag som investerar i exempelvis förnybar energi eller halvledartillverkning men även annan infrastruktur. Effekten av dessa har varit omedelbar och bidrar till att vi sannolikt kommer att se den ovan nämnda investeringsvågen tydligast och tidigast i just Nordamerika.

Enligt en sammanställning från Financial Times över stora investeringar inom miljöteknik och halvledare har 31 projekt inom dessa områden med ett värde på mer än 1 miljard dollar vardera annonserats mellan augusti 2022 och mitten av april 2023 i USA. Totalt har privata bolag, främst från USA och Asien, annonserat investeringar värda 204 miljarder dollar under denna period. Det är dubbelt så mycket som under helåret 2021 och nära 20 gånger mer än helåret 2019.

Stimulanspaketen är av en magnitud som inte bara kommer inverka dramatiskt på de egna branscherna utan även förväntas ge avtryck på nationalräkenskaperna. Det oberoende analyshuset BCA uppskattar att den förhöjda investeringstakten till följd av de tre stimulanspaketen kommer att addera i snitt 0,25-0,35 procent till USA:s BNP per år över det närmaste decenniet och som mest över 0,5 procentenheter per år när effekten är som störst 2026/2027. De bedömer vidare att investeringar som andel av BNP kommer att vara onormalt höga i USA under det närmaste decenniet.

Sammanfattning

Flera trender sammanfaller nu till att skapa en våg av investeringar inom tung industri, infrastruktur och energi. Det är en miljö som kan förväntas vara klart gynnsam för nordisk investeringsvaruindustri. Vi ser goda förutsättningar för en ny supercykel till 2030, potentiellt ännu mer gynnsam för nordisk industri än den i samband med Kinas snabba industrialisering och urbaniseringsperiod 2002–2012. Kraftfulla politiska insatser i USA för att driva på denna utveckling talar för att effekten kan bli mest påtaglig och snabb på andra sidan Atlanten. De nordiska verkstadsbolagen har bra marknadspositioner även där.



Tema: En del fasadsprickor men en solid grund

Under våren har flera banker fått finansieringsproblem – dels regionala banker i USA och dels den schweiziska banken Credit Suisse. Detta har skapat en oro att fler banker ska drabbas. Ligger svenska banker i riskzonen? Stigande räntor i kombination med en hög belåning inom kommersiella fastighetsbolag har lyfts fram som ett potentiellt hot mot svenska banker. Nedan reder vi ut risker för SEB, Swedbank, Nordea och framförallt Handelsbanken vid utlåning till fastighetsbolag, samt räntekänsligheten hos fastighetsbolagen.

Stigande räntor har skapat en bankoro

Bankoron startade med att vissa regionbanker i USA samt Credit Suisse i Schweiz fick problem. I exempelvis den amerikanska regionbanken Silicon Valley Bank hade en betydande andel av likviditeten placerats i amerikanska statspapper med relativt lång löptid. Stigande räntor har lett till att dessa obligationer fallit i värde och banken tvingades därmed realisera förluster för att förbättra likviditeten och möta kunders uttag. Detta spädde på oron och kunders uttag ytterligare.

Bristen på likviditet ledde till behov av kapitalinjektioner och ingripande från den amerikanska centralbanken i form av likviditetsfaciliteter. Detta skapade i sin tur en oro för spridningseffekter i det internationella finansiella systemet, de kraftigt stigande räntorna kan ha skapat likartade problem även på andra håll. Även svenska banker påverkades av oron med fallande aktiekurser till följd. Utgångsläget är dock annorlunda i de svenska bankerna jämfört med de amerikanska regionalbankerna både avseende reglering och redovisning. Svenska banker har en hög andel likvida medel för att motverka eventuella risker för uttag av insättningar bland allmänheten. Det har inte heller observerats några större uttag i de svenska bankerna. Handelsbankens insättningar ökade jämfört med båda perioderna. Dessutom har svenska banker en hög andel eget kapital i förhållande till riskvägda tillgångar.

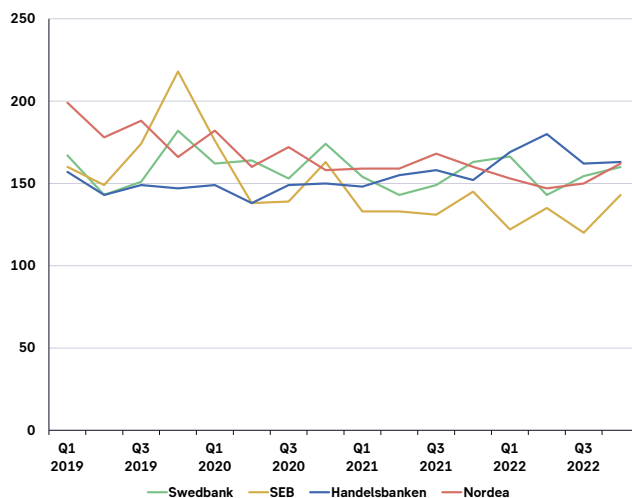
Starka balansräkningar i svenska banker



Källa: Faktabok från Nordea, SEB, Handelsbanken och Swedbank

Grafen visar på kärnprimärkapitalandelen i förhållande till de riskvägda tillgångarna.

Svenska banker är väl utrustade för att motverka en sk. bankrusning.



Källa: Faktabok från Nordea, SEB, Handelsbanken och Swedbank

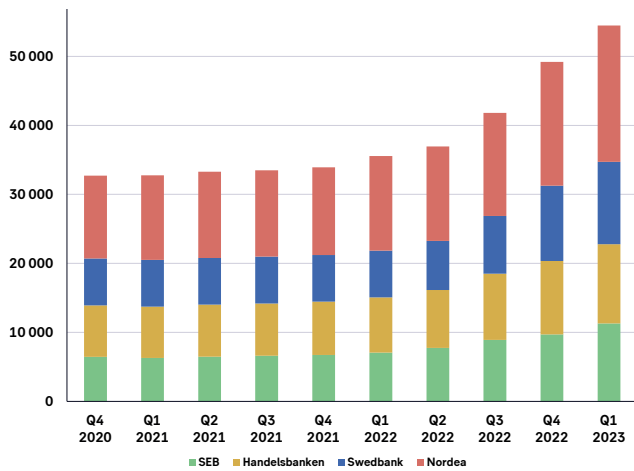
Grafen visar hur mycket likvida medel bankerna har i procent givet kravet för att täcka stressande uttag under 30 dagar.

Bankernas balansräkningsstruktur med stora insättningar på skuldsidan från företag och allmänheten i relation till tillgångar i form av likvida medel hos centralbankerna leder till en känslighet för stora uttag. I genomsnitt är det cirka fyra gånger så höga insättningar i relation till bankernas likvida medel hos centralbanker. En bank fallerar sällan på grund av för låg lönsamhet utan det brukar vara likviditeten som är den största risken. Idag har alla större svenska banker en hög likviditet för att klara stressade situationer.

Stigande och hög avkastning

En styrkefaktor för bankerna är deras starka resultatutveckling. Avkastning på eget kapital är stigande för samtliga svenska banker. Handelsbanken hade en avkastning på 15,0 procent, Swedbank och Nordea hade 17,0 procent respektive 17,1 och SEB redovisade 17,9 procent under det första kvartalet i år. Vi anser att detta är bra nivåer speciellt då bankerna har eget kapital som andel av den riskvägda utlåningen som är klart högre än vad myndigheterna kräver. Den främsta anledningen till ökad lönsamhet för bankerna är stigande räntenetto, som en effekt av de snabba och kraftiga räntehöjningarna. Även avkastning på likvida medel hos centralbanker lyfter rejält när styrräntor höjs.

Den främsta anledningen till ökad lönsamhet för bankerna är stigande räntenetto



Källa: Faktabok från Nordea, SEB, Handelsbanken och Swedbank

Grafen ovan visar det gemensamma räntenettet i miljoner svenska kronor för Nordea, Swedbank, Handelsbanken och SEB per kvartal sedan slutet av 2020.

SEB, Handelsbanken, Swedbank och Nordea har idag en utlåning i sin svenska verksamhet på cirka 5 600 miljarder. Ungefär 925 miljarder av utlåningen är till fastighetsbolag som äger kommersiella lokaler och/eller bostadsfastigheter. Tillsammans svarar de fyra bankerna för 74 procent av den totala utlåningen till fastighetsbolag i Sverige. Bankernas utlåning till kommersiella fastighetsbolag i förhållande till deras fastighetsvärden ligger i snitt mellan 45-53 procent. Endast en marginell andel av utlåningen är över 75 procent av fastighetsvärdet. Det reducerar risken för kreditförluster om inte ränteutvecklingen blir betydligt värre än vad vi förväntar oss.

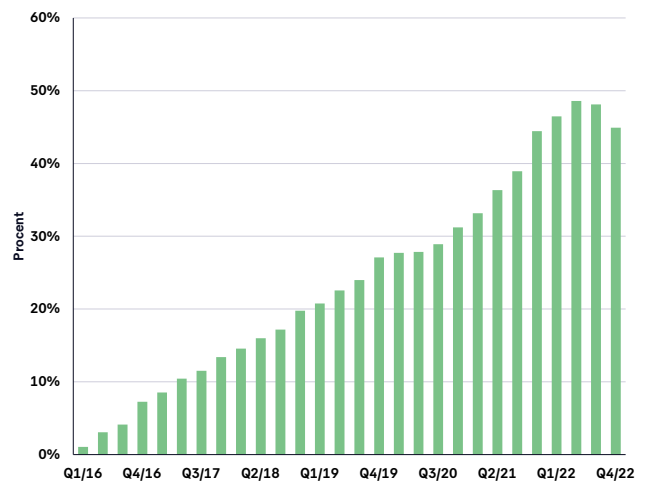
Förutom krediter från banker har fastighetsbolagen, där stora statligt delägda bolag ingår, utestående obligationer på ett värde om 780 miljarder idag varav 60 miljarder förfaller under 2023. Säkerställd bankutlåning har prioritet framför obligationer, aktieägare och privata investerare, vilket innebär att bankerna får tillbaka sitt kapital före de andra intressenterna vid händelse av exempelvis en konkurs.

Fortsatt fallande fastighetsvärden

Om vi riktar blicken mot fastighetsmarknaden kan vi konstatera att trenden av stigande fastighetsvärden bröts under andra halvåret av 2022. Detta då bolagen justerat upp avkastningskraven i linje med stigande räntor. Då antalet transaktioner på marknaden minskat finns det en osäkerhet angående både avkastningskraven och fastighetsvärderingarna. Än så länge är det endast små förändringar här, och troligen kommer avkastningskravet öka ytterligare något, vilket drar ner värdet på fastigheterna. För de noterade fastighetsbolagen som SEB bevakar räknar vi med ytterligare ökade avkastningskrav.

Ett exempel är fastighetsbolaget Atrium Ljungberg där vår nuvarande prognos är att stigande avkastningskrav sänker fastighetsvärdena med ytterligare 12 procent när förväntat avkastningskrav ökar från 4,4 procent i slutet av 2022, 4,5 procent under första kvartalet 2023. Och vi räknar med att avkastningskravet ökar till 5,2 procent i slutet av 2024. Med en belåningsgradsgrad på 42 procent ger det en ytterligare negativ effekt på substansvärdet på ungefär 20 procent från dagens värderingar. Däremot innebär det ingen risk för kreditförluster bland långgivarna med nuvarande prognoser.

Fallande kommersiella fastighetsvärden i Sverige sedan andra halvåret 2022



Källa: SEB Kreditanalys

Grafen ovan visar på ackumulerade kvartalsvisa procentuella icke realiserade värdeförändringar i svenska noterade och icke noterade fastighetsbolag sedan 2016.

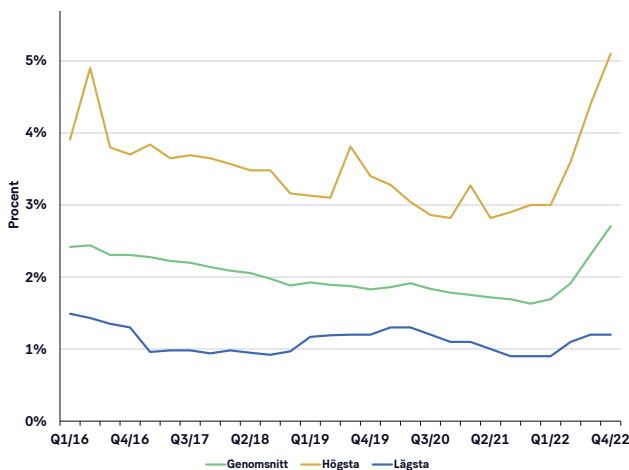
Lån i förhållande till fastighetsvärde i svenska fastighetsbolag



Källa: SEB Kreditanalys

Även om fastighetsbolagen ökade sin belåning när fastighetsvärdena steg minskade belåningen i relation till värdena något. De senaste kvartalerna har dock belåningsandelen ökat något.

Räntan på lån för svenska fastighetsbolag



Källa: SEB Kreditanalys

Grafen ovan visar den genomsnittliga räntan för svenska noterade- och icke noterade fastighetsbolag samt de bolag som hade högst respektive lägst upplåningskostnad. För de privata och noterade fastighetsbolagen var upplåningskostnaden i genomsnitt 2,7 procent under sista kvartalet 2022. Det varierar från 1,2 procent till 5,1 procent för de 42 fastighetsbolag vi har i vår databas.

Förra året var genomsnittsräntan för 42 fastighetsbolag i Sverige 2,2 procent, en ökning från 1,7 procent året innan. Många bolag har valt att binda räntan för att minska risken för snabbt stigande finansieringskostnader under 2023. Exempelvis hade fastighetsbolaget Nyfosa en genomsnittlig räntekostnad på 4,2 procent i slutet av första kvartalet och 94 procent av finansieringen kom från banker. Atrium Ljungberg hade en räntekostnad på 2,3 procent där 43 procent av upplåningen kom från banker.

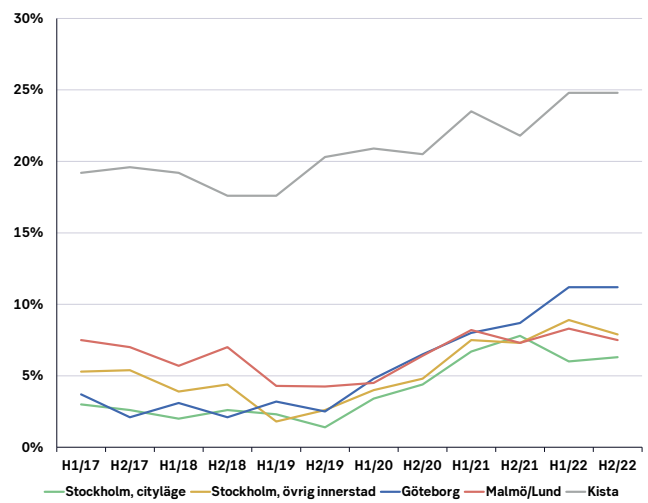
Fallande räntetäckningsgrad

Av ett dussintal noterade fastighetsbolag som vi har granskat mer i detalj var den genomsnittliga räntetäckningsgraden, driftsnetto i förhållande till räntekostnader, 3,5 gånger under 2022. Detta innebär att driftsnettot var 3,5 gånger så stort som räntekostnaderna. Baserat på resultatet under det fjärde kvartalet hade den minskat till 2,8 gånger om vi extrapolerar trenden. Indexerade hyreshöjningar i början av 2023 ökar intäkterna och därmed nivån på hur mycket räntan kan stiga innan räntekostnaden blir i nivå med driftsnettot. Alltså punkten då hela driftsnettot går till räntekostnader. Baserat på några av de bolag som släppt sina kvartalssiffror har brytpunkten där räntan leder till nollresultat stigit till ungefär 8 procent. Det antagandet bygger på oförändrade vakanser. Då räntetäckningsgraden fortsatt minska i början av 2023 till följd av att räntekostnaderna ökar mer än driftsnettot kommer det sannolikt innebära behov av antingen nytt kapital eller minskad skuldsättning via avyttringar i vissa av bolagen där skuldsättningsgraden är hög. Ett ökat antal transaktioner skulle också minska osäkerheten kring hur avkastningskravet förändras.

Läge, läge och läge

Framöver kan förändringar i vakanser och en fortsatt press uppåt på räntorna, när bolagen måste fortsätta refinansiera sina lån, påverka fastighetsbolagens lönsamhet. Vakanstrenden var stigande under pandemin men i de större städerna förutom Göteborg har vakanserna minskat under det senaste året. Kista i norra Stockholm är ett undantag. Den höga och stigande vakanegraden i Kista belyser vikten av att ha fastigheterna i rätt lägen för att minska risken för både fallande driftsnetto och stigande räntekostnader.

Läget är viktigt för att undvika risken för ökade vakanser



Källa: SEB kreditanalys

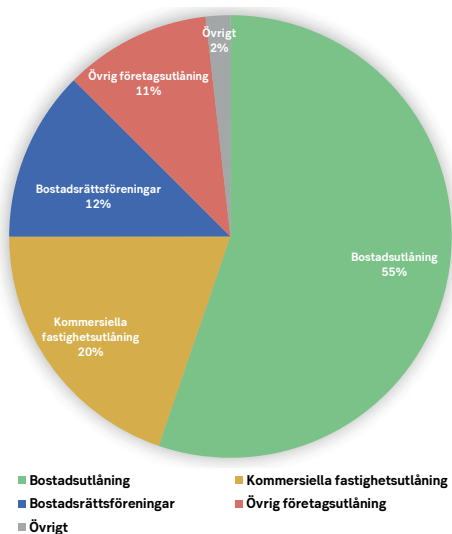
Grafen visar vakanegraden för kontor i större städer i Sverige för Stockholms bästa lägen, övriga innerstaden, Kista, Malmö/Lund och Göteborg. Av de bolag som hittills rapporterat för första kvartalet i år är det inte ännu några tecken på ökade vakanser.

Störst fastighetsexponering men branschens lägsta kreditförluster

De svenska bankernas exponering mot svenska fastighetsbolag varierar mellan bankerna. SEB, Handelsbanken, Swedbank och Nordeas utlåning i Sverige till svenska fastighetsbolag, som äger kommersiella fastigheter och/eller bostadsfastigheter, representerar mellan 10-20 procent av deras totala utlåning i Sverige. Nordea är i det nedre intervallet och Handelsbanken i det övre. I genomsnitt utgör sektorn 16 procent av utlåningen i de fyra storbankerna tillsammans.

Handelsbanken har störst andel exponering mot fastigheter av de svenska storbankerna med 20 procent. Däremot motsvarar Handelsbankens utlåning endast 43 procent av de fastighetsvärden som ligger till grund för utlåningen till kontor, hotell, logistik och detaljhandel. För utlåning till bolag med bostadsfastigheter, där vakanrisken är betydligt lägre, är motsvarande siffra 48 procent. Utlåning som överstiger 75 procent av fastighetsvärdena är nära 0. Den sammantagna belåningsgraden är låg.

Handelsbankens utlåningsfördelning i Sverige



Källa: SEB kreditanalys

Grafen ovan visar på hur Handelsbankens utlåning i Sverige fördelar sig mellan utlåning till allmänheten uppdelat i bostäder, fastighetsbolag, bostadsrättsföreningar och andra företag.

Handelsbankens kreditförluster under första kvartalet uppgick till 30 miljoner, en kreditförlustnivå på 0,01 procent. Det är betalningsproblem inom endast 0,3 procent av deras utlåning, lägst andel av alla banker i hela Europa. De senaste 20 åren är kreditförlustnivån 0,06 procent (0,2 procent under den globala finanskrisen 2009). Ovan resonemang är en indikation på att eventuell oro över höga kreditförluster i Handelsbanken framöver, speciellt inom fastighetsutlåning, troligen är överdriven. Handelsbanken siktar inte på att ha en optimal balans mellan avkastning och kreditförluster, de siktar på att inte få några kreditförluster.

Slutsats

Många fastighetsbolag med hög skuldsättning måste ändra sin kapitalstruktur när räntetäckningsgraden faller. För bankerna kan det vara en möjlighet att öka sina utlåningsvolymerna mot fastighetsbolagen när deras refinansiering via obligationer är dyrt idag. Vi bedömer att risken för stora kreditförluster för de svenska storbankerna idag är begränsade. Innan bankerna riskerar förluster finns det eget kapital hos aktieägarna samt eventuell obligationsutlåning som måste falla. Det innebär att om några fastighetsbolag går omkull borde ändå bankerna klara sig utan förluster, tack vare finansieringsstrukturen. Det krävs betydligt högre räntor, upp mot 8 procent, eller stigande vakanser för att äventyra kassaflödena i flera fastighetsbolag även om trenden är negativ för många fastighetsbolag i början på året. Vi förväntar fortsatt ökade avkastningskrav som reducerar substansvärdena men inte så pass mycket att bankernas säkerhet äventyras. Däremot måste fastighetsbolag med hög skuldsättning stärka sina balansräkningar via avyttringar eller nytt kapital. De svenska bankernas resultatutveckling är positiv med hög lönsamhet och god likviditet. Balansräkningarna är starka och vi ser inga större förändringar av insättningar från allmänheten.



Tema: Varför är alternativa investeringar intressanta?

Så kallade alternativa investeringar är ofta ett attraktivt komplement till en traditionell portfölj. De kan bidra till högre avkastning och/eller lägre risk samt ge tillgång till unika källor till avkastning. Från att tidigare ha varit tillgängliga enbart för professionella investerare blir de nu alltmer tillgängliga för fler investerare. Här beskriver vi de vanligaste typerna av alternativa placeringar, hur vi ser på utvecklingen för dem samt om och hur de kan vara lämpliga att addera till portföljen.

Förutom de traditionella tillgångsslagen aktier och räntebärande placeringar finns idag ett stort antal andra investeringsmöjligheter på finansmarknaderna. Dessa brukar samlas under namnet alternativa investeringar, eller Private assets (till skillnad från Public (marknadsnoterade) assets).

Dessa tillgångar är attraktiva av flera skäl. De ger tillgång till andra typer av investeringar vilket medför en riskspridning och därmed risksänkning i portföljen, de kan vara skapade för att maximera avkastningspotentialen eller för att ge ett skydd mot stigande inflation. Detta är några skäl som gör att alternativa investeringar har attraherat en stadigt ökande mängd kapital under de senaste decennierna.

Här nedan följer först en genomgång av några av de vanligaste alternativa tillgångsslagen samt deras marknadsförutsättningar framöver, producerad av SEB:s enhet för analys av fonder. Därefter följer vår syn på hur man kan tänka kring dessa investeringar och varför det kan lämpligt att addera dem till sin befintliga portfölj.

Vi har valt ut ett antal vanligt förekommande och representativa tillgångsslag inom alternativa investeringar. Men det finns också ytterligare, mer nischade strategier på den privata marknaden, exempelvis investeringar i naturresurser som skogs- och jordbruksmark, immateriella rättigheter som musikrättigheter eller investeringar i hållbara mål som exempelvis mikrofinansieringslån.

1. Private equity

Private Equity (PE) är investeringar i privatägda bolag, eller börsnoterade bolag i syfte att göra dem privata, och sedermera genomföra strategiska, finansiella och operativa förändringar för att öka avkastningen för investerarna. Det finns flera olika strategier inom Private equity, men en övergripande sammanfattning kan formuleras på följande sätt:

- **Uppköp (buyouts)** – den populäraste lösningen där en Private equity-investerare förvärvar ett företag helt och hållet (vanligtvis med hjälp av både eget kapital och lånefinansiering). Speciella fall inkluderar till exempel leveraged buyouts där transaktionerna är belånade eller management buyouts som finansieras av den befintliga ledningen för att antingen ta kontroll eller knoppa av en viss affärsverksamhet.
- **Tillväxtfinansiering** – för att finansiera expansion för redan etablerade företag, ofta utan en kontrollerande position.
- **Särskilda situationer** – mer specialiserade strategier där finansiering kan ges till företag med svårigheter, hybridinstrument, andrahandsinvesteringar eller andra Private equity-fonder.
- **Venture capital** – läs mer i avsnitt 2.

Efter investeringen behåller Private equity-förvaltaren vanligtvis bolaget i upp till tio år (en typisk buyout-fond strävar efter en innehavsperiod på 3-5 år). Därefter kommer bolaget antingen att introduceras på börsen (IPO), säljas till en strategisk köpare, säljas till en annan finansiell köpare alternativt att kapitalstrukturen optimeras och en utdelning betalas ut till investerarna (detta kallas en rekapitalisering och betraktas inte som en fullständig exit) eller skrivs ned om företaget har gått i konkurs.

”

Alternativa investeringar har attraherat en stadigt ökande mängd kapital under de senaste decennierna.”

Avkastningen och riskerna med Private equity-investeringar är normalt högre jämfört med likvida produkter. Den högre avkastningen är möjlig då Private equity-förvaltarna har ett bredare bolagsspektrum att välja mellan jämfört med investerare på börsen, då de har större inflytande över bolagens verksamhet samt att de dessutom kan utnyttja hävstångseffekter via belåning. Å andra sidan är riskerna med Private equity-investeringar långa innehavsperioder vilket medför betydligt sämre likviditet samt lägre prioritet för återbetalning jämfört med skulder om bolaget kommer på obestånd.

Det typiska målbolaget kommer vanligtvis att ha stabila kassaflöden, en etablerad marknadsposition, en betydande tillgångsbas och en solid ledningsgrupp. Ansvarig Private equity-investerare kommer att genomföra en fullständig due diligence (en analys där köparen går igenom mål och risker med förvärvet) och ha en plan för avyttring på plats innan investering sker.

2. Venture capital

Venture capital (VC) är en delstrategi inom Private equity som avser investeringar eller finansiering av privata företag med hög tillväxtpotential (vanligtvis startups eller företag i tidiga skeden, även om VC-investeringar i senare skeden också förekommer).

Jämfört med Private equity tenderar Venture capital att vara mer branschspecifikt, ha begränsad förutsägbarhet när det gäller kassaflöde och bolagets lönsamhet. Dessutom kan VC till en lägre grad, om ens någon, utnyttja belåning och har en betydligt svagare tillgångsmassa. Portföljförvaltarna inom VC fokuserar istället betydligt mer på företagets ledningsgrupp, teknologi och affärsmodell/plan. I och med att VC-bolag normalt befinner sig i ett tidigt stadium är tillgången på finansiella uppgifter bristfällig, vilket innebär att värderingarna ofta är osäkra och baserade på tidigare finansiering och milstolpar i utvecklingen istället för på multiplar och diskonterade kassaflöden.

Den förväntade avkastningen och volatiliteten varierar kraftigt beroende på i vilket livscykelstadium bolaget befinner sig i. Generellt innebär VC-investeringar den högsta risken bland strategierna vi här lyfter fram, och avkastningen mätt som IRR (Internal Rate of Return eller internränta) för framgångsrika VC-fonder ger ofta tvåsiffriga tal. Vanligt är att de flesta VC-investeringar ger en begränsad avkastning medan ett fåtal av innehaven blir mycket framgångsrika och ger en hög totalavkastning på den ursprungliga investeringen.

3. Fastigheter

En fastighetsinvestering kan vara genom direkt eller indirekt ägande i fastigheter (i princip mark eller byggnader). Det kan också innefatta krediter (exempelvis hypotekslån) mot säkerhet i fastigheter.

Den huvudsakliga anledningen till att investera i fastigheter i likhet med andra reala tillgångsklasser exempelvis infrastruktur, är att det erbjuder konkurrenskraftig långsiktig avkastning med både löpande avkastning och kapitaltillväxt. Andra fördelar är stabilitet, begränsad korrelation till andra tillgångsklasser och inflationsskydd. Jämfört med andra tillgångsklasser kräver fastigheter vanligtvis stora kapitalinvesteringar och är relativt illikvida. Andra aspekter är att portföljinnehaven till en låg grad är utbytbara då ingen byggnad är likadan utan skiljer sig åt beroende på läge, hyresgäster, ålder samt marknadsdynamik och regler. Förvaltningen kräver dessutom en hög grad av specialiserad kunskap.

Vi fokuserar här på direkt fastighetsägande genom fonder för att hålla oss till finansiella investeringar. Fastighetsfonder kan vara antingen öppna fonder utan bestämd löptid, där investerarna får bidra med eller lösa in kapital enligt ett visst schema, eller slutna fonder med en bestämd löptid. I fonduniverset finns det fyra breda investeringsstilar för fastigheter:

- **Core** – investeringar i fastigheter som har hög beläggning, institutionella hyresgäster och är belägna på de bästa marknaderna som förväntas ge stabil avkastning. Alfaskapande, dvs avkastning som inte beror på marknadens utveckling utan som skapas genom aktiv förvaltning är begränsat, men kan uppnås genom marknadsval, fastighetsförvaltning och genomförande av affärer.
- **Core Plus** – investerar i fastigheter på marknader utanför kärnverksamheten och accepterar större hyresrisker (till exempel hotell, vårdhem, studentbostäder och datacenter).
- **Value-add** – investerar i fastigheter som kan kräva viss ombyggnad och uppgradering, med något högre vakansgrad, eller omplacering för att få högre avkastning.
- **Opportunistiska** – investerar i fastigheter som medför höga utvecklingsrisker, har stora ombyggnadsbehov eller stora vakanser och spekulerar i en betydande förbättring av marknadsförhållandena.

När det gäller risk kontra avkastning har fastigheter en volatilitet och avkastning i linje med aktieinvesteringar. Dess främsta fördel är den begränsade korrelationen till börsen, till skillnad från andra privata tillgångsklasser likt Private equity som tenderar att korrelera med aktiemarknaderna. Det gör att fastigheter ger god diversifiering i portföljsammanhang.

4. Infrastruktur

Investeringar i infrastruktur består vanligtvis av någon form av fysisk tillgång som förser samhället med långsiktig service inom t ex kraftöverföring, allmänna transporter eller vattentillgång. På en avkastnings- och riskskala varierar investeringsspektrumet från tidigare nämnda Core investeringar (finns även Super Core som är väldigt yield-fokuserad) till mer riskfyllda Core Plus och även ännu mer

likt Private equity i Value-add. För segmenten med lägre risk är tillgångarna normalt sett fullt i drift med stabila affärsmodeller utan de risker som finns vid konstruktion och med begränsade pris- och efterfrågerisker. Långa kontrakt med en inflationsbunden komponent är vanligt. Dessa betecknas ofta som brown field-investeringar.

För segmenten Core Plus och Value-add med högre risk kan tillgångarna även inkludera risker under konstruktionen samt pris- och efterfrågerisk. Infrastrukturtillgångar som utvecklas och konstrueras från grunden kallas greenfield-investeringar.

En annan dimension av infrastrukturinvesteringar är storleken på dem. Spannet för en investering från en infrastrukturförvaltare kan vara från tiotals miljoner dollar upp till flera miljarder dollar.

Stora fonder från välkända alternativförvaltare riktar sig ofta mot investeringar på flera miljarder dollar och dessa tenderar att vara diversifierade över sektorer och teman. Mindre fonder kan vara mer fokuserade och rikta in sig på nischområden inom små- och medelstora marknadssegment.

5. Private debt (privatlån)

I sin bredaste definition är private debt alla skulder som innehas av eller ges till icke börsnoterade företag. Typiska exempel där dessa lån används är Private equity-ägda företag med lån till företag, fastighetsfinansiering och infrastrukturfinansiering. Fokus i detta avsnitt kommer att ligga på den direkta utlåningsdelen av marknaden, det vill säga den illikvida delen av private debt i motsats till den likvida marknaden för syndikerade banklån till större företag.

På den illikvida delen av marknaden ger kapitalförvaltare skräddarsydda och egenutvecklade lån till företag i mellansegmentet, företag som har en årlig omsättning mellan 50 miljoner och en miljard US-dollar. Lån till medelstora företag används normalt för att finansiera uppköp, fusioner och förvärv samt för tillväxtinvesteringar och rekapitaliseringar. Private debt omfattar också investeringar i värdepapper vars emittenter har fallerat, är under konkursskydd eller står inför en situation som kan leda till konkurs (så kallad distressed debt investing). Dessa värdepapper handlas normalt med en stor rabatt på sitt nominella värde.

Eftersom bankerna sedan den globala finanskrisen har fortsatt att dra sig tillbaka från traditionell företagsutlåning har fonder för direktutlåning vuxit fram och blivit en viktig och betydande kapitalkälla för medelstora företag. Förutom den inneboende kreditspreaden jämfört med den riskfria räntan erbjuder direktlånen också tilltalande riskpremier på ofta flera procentenheter jämfört med den likvida marknaden för lån, utan att ta ytterligare kreditrisker. Detta tillsammans med de extra avgifter som tas ut av låntagaren för att skapa lånen har resulterat i en eftertraktad tillgångsklass med hög avkastning i en miljö där avkastningen på räntebärande tillgångar har varit historiskt låg.

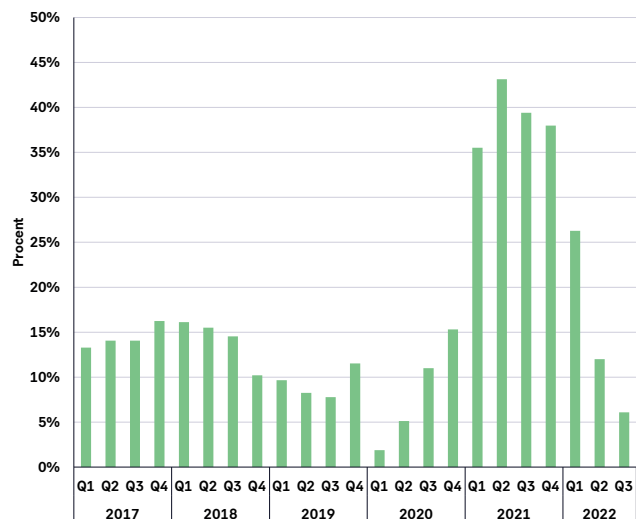
På marknaden för privata lån är långivarnas förmåga att utföra en mer grundlig due diligence, granskning av lånespecifika villkor samt förmågan att hantera ekonomiska stress, det är faktorer som är viktiga för att skapa meravkastning.

Marknadsutsikter

Den snabbt stigande inflationen toppade det ekonomiska nyhetsflödet 2022. Centralbankernas respons är väl känd – räntehöjningar. Vi gick på kort tid från nollränta till tydligt högre räntor. Det påverkade både de ekonomiska utsikterna och värderingarna av tillgångar, vilket bland annat återspeglades i svaga aktiemarknader.

Den aggregerade avkastningen på den privata marknaden förblev positiv för 2022, men tydligt sämre än de gynnsamma siffrorna från 2021. Under året var det större spridning från vilka strategier inom den privata marknaden som avkastningen uppstod, där Private equity och Venture capital hamnade efter medan reala tillgångar så som fastigheter och infrastruktur uppvisade robusta resultat.

Fallande men fortfarande god avkastning

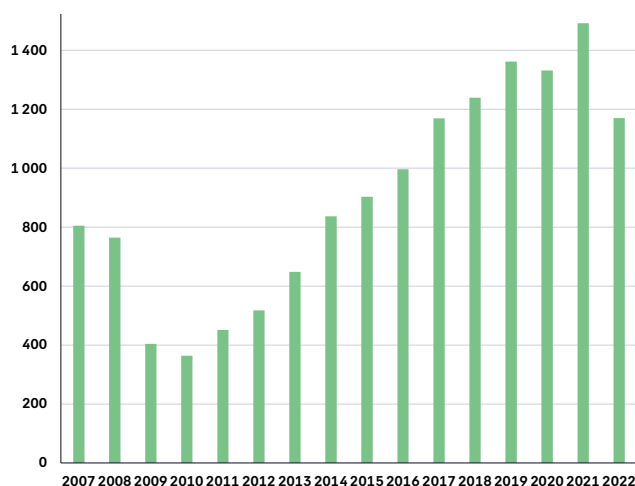


Källa: Bloomberg, Pitchbook och SEB

Den löpande avkastningen (rullande 12 månader), mätt som IRR (avkastning på investerat kapital) varierar kraftigt över tid. Totalt sett har avkastningen varit god de senaste åren.

Inflödet av kapital avtog under 2022 efter flera starka år och ett rekordstort inflöde under 2021. Större fondförvaltare och fonder drog till sig en större andel av det totala kapitalet och antalet nya fonder som lanserades sjönk till den lägsta nivån på ett decennium.

Inflöden vänder ner



Källa: Bloomberg, Pitchbook och SEB

Inflödet av kapital till alternativa investeringar har ökat stadigt det senaste dryga decenniet. Förra året sjönk dock volymerna, en del förklaring kan vara marknadsoro, samma mönster som vi såg efter globala finanskrisen.

Utsikterna för 2023 fortsätter vara utmanande där kapitaltillgången förväntas sjunka ytterligare och ge svårigheter att skapa avkastning för flera strategier. Men i enlighet med det berömda ordspråket av Warren Buffett om att vara "girig när de andra är rädda" anser vi att marknadsläget också inrymmer möjligheter framöver. Antalet potentiellt avkastande investeringar har ökat och värderingarna har sjunkit, vilket aktiva investerare nu har möjlighet att till fullo dra nytta av.

Mot denna bakgrund följer här vår investeringschef Fredrik Öbergs syn på hur alternativa investeringar kan användas i en investeringsportfölj.

De investeringar som beskrivs här har i de flesta fall tidigare varit förbehållna professionella placerare och ofta krävt en så stor minsta investering och lång inlåsning att målgruppen varit starkt begränsad. Vi ser nu att allt fler leverantörer skapar nya typer av investeringsprodukter som tillgängliggör dessa möjligheter för betydligt fler. Det är en utveckling vi välkomnar då dessa tillgångar kan utgöra värdefulla komplement till en traditionell portfölj i flera olika dimensioner.

Vi har tidigare beskrivit flera av dessa attraktiva egenskaper – potential till (och historiskt skapad) ännu högre avkastning, diversifiering till andra avkastningskällor vilket kan sänka portföljrisken, ett tydligare inflationsskydd samt tillgång till unika investeringar som är svåra/omöjliga att annars nå.

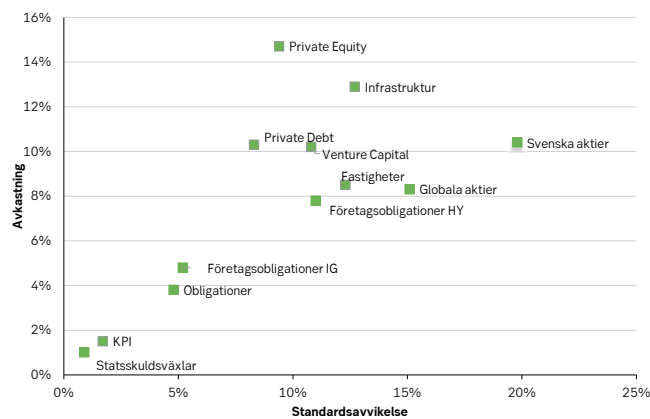
Att de olika typerna av alternativa investeringar erbjuder olika egenskaper innebär också att det är viktigt att förstå vad just den aktuella investeringen faktiskt tillför till portföljen. Förutom att de har olika egenskaper sins emellan är det också viktigt att förstå att även inom ett och samma tillgångsslag kan avkastning (och risk) variera stort över tid. Det illustreras tydligt i diagrammet som visar variationen över tid inom global Private equity. Avkastningen varierar också stort mellan olika leverantörer av den här typen av fonder.

Totalt sett har alternativa investeringar som grupp levererat god avkastning över tid, och efter avgifter. En förklaring är sannolikt att man som investerare fått betalt för att ge upp likviditeten. Det brukar också lyftas fram att alternativa tillgångsslag inte bara levererar högre avkastning över tid jämfört med de traditionella utan också att de gör det till lägre risk, mätt som volatilitet. Det kan dock delvis förklaras av att de illikvida tillgångarna är svåra att prissätta och inte värderas lika frekvent som de noterade vilket i sig sänker uppmätt volatilitet.

Sammantaget anser vi att dessa tillgångar har en plats i en diversifierad, långsiktig portfölj. Hur stor andel de ska utgöra varierar naturligtvis mellan investerare. Det kan handla om tidshorisont, då dessa är tydligt långsiktiga och har ofta ingen eller begränsad likviditet under tiden. De kräver ofta också relativt stora investeringar och de är ofta komplexa och svåra att förstå. En referenspunkt för storleken på innehaven kan vara att titta på de större professionella investerarna där till exempel flera svenska pensionsfonder över de senaste decennierna ökat sin andel i alternativa från 0-5 procent till 20-30 procent. En internationell undersökning visar att professionella placerare har i genomsnitt 8 procent alternativa i sina portföljer.

För många privata investerare, med lång investeringshorisont kan en andel mellan siffrorna ovan vara ett lämpligt riktmärke. Givet resonemangen ovan anser vi det dock viktigt att sprida sina investeringar över flera år samt att välja flera olika förvaltare.

God avkastning historiskt



Källa: Bloomberg, Pitchbook och SEB

Under de senaste 20 åren har de alternativa tillgångsslagen överlag skapat god genomsnittlig avkastning, särskilt jämfört med traditionella tillgångsslag med liknande tillgångsslag. Diagrammet visar att de också haft en lägre risk i form av redovisad volatilitet. Skillnader i mätmetod och frekvens gör dock att den faktiska risken har varit högre.

Internationell översikt

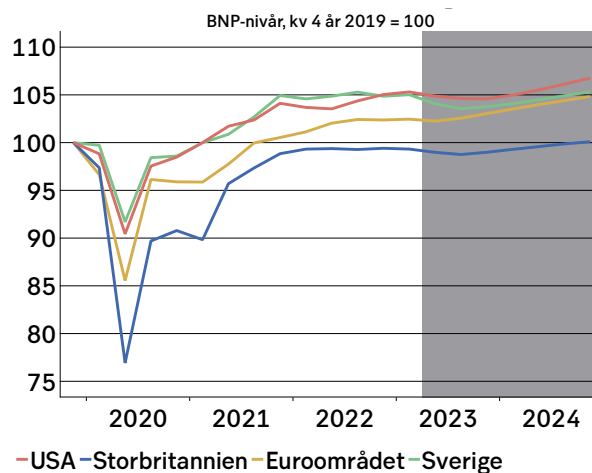
Utdrag ur konjunkturrapporten *Nordic Outlook*.
Du hittar hela rapporten på seb.se/nordicoutlook.

Mild recession, måttlig återhämtning

Den hushållsledda tillväxtinbromsningen har blivit tydligare; BNP i OECD-området växer svagt i år och återhämtningen 2024 är måttlig. Inflationen är på väg ner men det går långsamt för kärninflationen när olika priskomponenter stafettväxlar. Vårens finansoro visar tydligt riskerna med den snabba penningpolitiska omsvängningen. Vi befinner oss antagligen på eller nära räntetoppen men får vänta till tidigast i höst innan fortsatt inflationsfokuserade centralbanker börjar sänka räntan, med Fed först ut.

Kriget i Ukraina förblir en källa till stort mänskligt lidande och ett mycket spänt globalt säkerhetspolitiskt läge. Den ekonomiska utvecklingen avgörs i ett triangeldrama mellan inflation, syrefattig tillväxt och finansiell stress. Inflationen är historiskt hög även om vi börjar se tecken på lättnad. Centralbankerna närmar sig räntetoppen samtidigt som tillväxten bromsar in. Den fulla effekten av stora, snabba och globalt synkroniserade räntehöjningar är osäker vilket problemen på de finansiella marknaderna i USA och Schweiz i mitten av mars blev exempel på. Bedömningen är att den finansiella stressen är hanterbar, om än sannolikt återkommande, men att den likväl adderar till den monetära åtstramningen, vilket skruvar ner förväntningarna på centralbankers styrräntetoppar.

Mild recession på väg



Källa: Macrobond, SEB

Vi räknar med en grund och kort svacka i tillväxten i USA och Euroområdet. I Sverige blir nedgången mer accentuerad, efter en större uppgång.

Geopolitik och steg mot ökad regionalisering påverkar de ekonomiska utsikterna alltmer. Företag omprövar globala värdekedjor, d.v.s. var, när och hur man avser att producera framöver. Störningarna under pandemin belyste riskerna från komplicerade leveranskedjor med snäva marginaler. De växande spänningarna och ökade handelsrestriktioner mellan USA, Europa och Kina skapar behov av mer diversifierade värdekedjor. Försämrade relationer mellan Kina, USA och Europa – samt klimatkrisen – skapar därmed ytterligare dimensioner av osäkerhet i de ekonomiska utsikterna.

Försenad recession – igen

Den globala ekonomiska motståndskraften har fortsatt att överraska åt det positiva hållet. Hushållens och företagens framtidstro ligger på låga nivåer men utfallet i så kallad hårddata har inte varit lika dystert. Det förklaras bland annat av att arbetsmarknaden har varit fortsatt mycket stark i många länder och att energipriser har fallit samtidigt som europeiska hushåll och företag anpassat sig till ett nytt energilandskap. Även pandemins stödpolitik har dröjt sig kvar, dels i form av ovanligt stora sparbuffertar hos hushållen, dels genom att de senaste årens återkommande krispaket sannolikt har ökat allmänhetens förväntningar om nya stöd om läget förvärras. Att tillväxten drivits av en återhämtning för tjänster kan också ha ökat motståndskraften mot räntehöjningar. Samtidigt har behovet av investeringar ökat genom olika investeringsprogram kopplade till pandemin samt behov av klimatåtgärder samt stora offentliga försvarssatsningar på det nya och allvarliga säkerhetspolitiska läget. Trots detta blir ändå 2023 i stort sett ett förlorat tillväxtår för flera OECD-ekonomier.

Global BNP-tillväxt, i %

Marknad	2021	2022	2023	2024
USA	5,9	2,1	0,7	0,9
Japan	2,1	1,1	1,5	1,2
Tyskland	2,6	1,8	0,2	1,7
Kina	8,1	3,0	5,9	4,9
Storbritannien	7,6	4,1	-0,3	0,7
Euroområdet	5,3	3,5	0,6	1,6
Norden	4,5	3,0	0,0	1,2
Sverige	5,4	2,6	-1,0	0,6
Baltikum	6,0	1,4	-0,1	2,7
OECD	5,7	3,0	0,9	1,4
Emerging markets	7,3	3,6	3,9	4,1
Världen, PPP*	6,3	3,3	2,5	2,9

Källa: SEB Nordic Outlook

*PPP=Purchasing power parities. Tabellen visar prognoser för real ekonomisk tillväxt i linje med vårt huvudscenario.

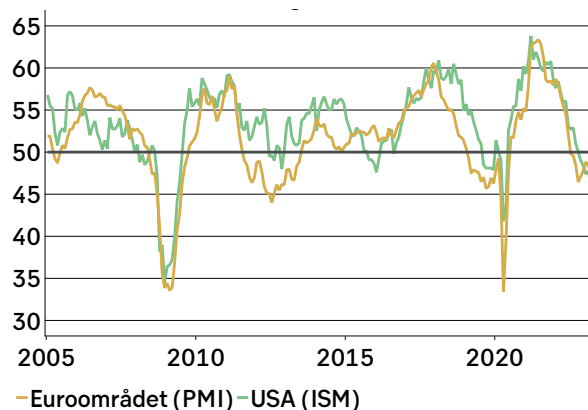
Lågkonjunkturen kommer men förväntas bli mild

Tillväxtmässigt går USA och euroområdet in i en mild recession i år och BNP-utvecklingen för helåret landar under en procent. Nästa år sker en gradvis återhämtning men trots räntesänkningar landar tillväxttalen en bit under trend. Det förklaras av att hushållen är fortsatt hårt pressade av hög inflation och att styrräntorna mot slutet av prognosperioden ligger kvar över den neutrala nivån (2-2,5 procent). Kinas återöppning av ekonomin ger en efterlängtat tillväxtuppväxling vilket stärker global efterfrågan som i övrigt är svag. Totalt växer global BNP med 2,5 respektive 2,9 procent 2023-2024.

Tillväxtsvacka i västvärlden

Vi har sedan i höstas sett flera tecken på att hushållen pressas och konsumtionen faller när möjligheterna att 'övervintra' kostnadskrisen med hjälp av pandemins omfattande stödpolitik börjar ta slut. Hög inflation, stigande räntor och fallande bostadspriser, som tillfälligt stabiliserats i en del länder, blir i längden för mycket motvind. Den sparbuffert som hushållen byggt upp under pandemin minskar snabbt och sparkvoten i euroområdet har i stort sett fallit tillbaka till förpandeminivån och ännu lägre i USA. Arbetsmarknaden försvagas senare i år i flera länder och trots att inflationen vänder ner stiger realinkomsterna endast svagt 2023 och 2024 i USA och euroområdet efter tidigare stora fall. Varukonsumtionen har hittills drabbats mest medan tjänstekonsumtionen fortsatt är förhållandevis stark. En förklaring är att det fortfarande finns en uppdämd konsumtionsvilja efter pandemin, vilket också har blivit en drivkraft för att hålla uppe sysselsättningen.

Inköpschefsindex pekar på avmattning men ingen kollaps



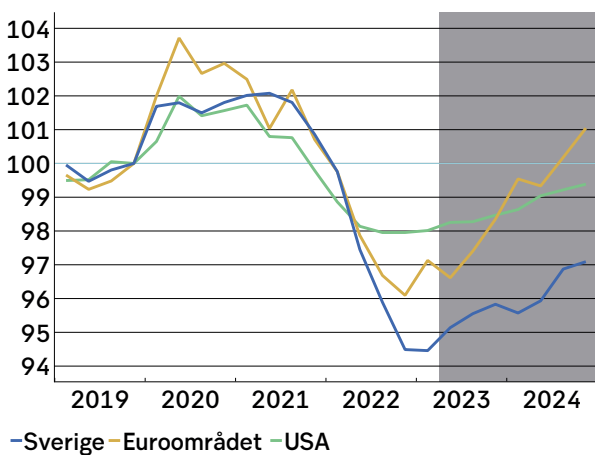
Källa: Federal Reserve Bank of San Francisco, Federal Reserve, Macrobond, SEB

Företagsenkäter inom tillverkande industri pekar mot en avmattning, men är ännu inte nere på nivåer förenliga med en mer markerad recession.

Mild och svårtolkad motvind för industrin

Att Europa och världen klarade energikrisen i vintras har tagit bort en hel del ekonomiska nedåtrisker, även om energipriserna är fortsatt höga. Barometrar, främst inom industrin, har växlat ner men humöret har inte sjunkit till kraftiga recessionsnivåer. Dessutom är barometrar lite svårtolkade då exempelvis kortare leveranstider i inköpschefsindex inte bara beror på att efterfrågan mattas utan även på att globala värdekedjor fungerar bättre eller till och med har normaliserats (enligt Feds beräkningar). Med lägre efterfrågan kommer företagen att få ta sin del av nedgången men utsikterna ser mycket olika ut beroende på bransch. Företag vars produkter är inriktade mot hushållen får rejäl motvind medan företag i en del andra branscher kan påverkas positivt av det geopolitiska läget med försvarssatsningar, energiomställning och frivillig eller politiskt driven regionalisering. BNP-tillväxten i OECD blir svaga 0,9 respektive 1,4 procent 2023-2024; båda åren under trend. Prognosen är uppreviderad ett par tiondelar i år jämfört med *Nordic Outlook* i januari vilket främst beror på att tillväxten kring årsskiftet var bättre än väntad.

Lång period med nedpressade reallöner



Källa: Macrobond, SEB

Den inbromsning som ligger i korten drivs, för ovanlighetens skull, av sänkt efterfrågan från konsumenter, till följd av svag reallöneutveckling.

BNP-nivån når inte trend

Att tillväxten inte växlar upp så kraftigt i slutet av prognoshorisonten, trots räntesänkningar, har flera orsaker. Hushållens realinkomster har urholkats, framför allt löner, och konsumtionen återhämtar sig. Lägre efterfrågan pressar upp arbetslösheten i höst och företag ställs inför fortsatt höga räntor samtidigt som kreditvillkor stramas åt, det vill säga klassiska faktorer för svag tillväxt. Företag kan dock komma att gynnas av att produktionskostnader slutar stiga och börjar falla. Att det är hushållen och konsumtionen som initialt driver inbromsningen bidrar till att nedgången väntas

bli lite grundare men något mer utdragen. Hushållen kan helt enkelt inte bromsa in på samma sätt som t ex företags- eller bostadsinvesteringar när en stor del av utgifterna, som mat och bostad, är nödvändigheter.

Kina växlar upp

Kinas tillväxt växlar upp tydligt efter Pekings omsvängning i covidpolitiken. Första kvartalet ökade BNP starkare än väntat och BNP-prognosen revideras upp till 5,9 respektive 4,9 procent 2023-2024; i år över Pekings tillväxtmål på ca 5 procent. Uppgången drivs till stor del av hushållens konsumtion, främst tjänster. Fastighetssektorn förblir svag och den lilla förbättringen som skett har främst drivits av statliga byggföretag. En stark kreditimpuls driver dock på investeringar i höst. Från Kinas regering krävs en balansgång för att nå tillväxtmålet utan att ekonomin överhettas och skuldbördan ökar för snabbt.

Kina viktigt för global efterfrågan, men inte lika viktigt som tidigare. För omvärlden betyder Kinas återhämtning en något större efterfrågan men på grund av att mycket produktion och leverantörskedjor flyttat till Kina lär det få mer begränsade effekter på övriga världen än tidigare uppgångar. Att det är tjänste- snarare än tillverkningssektorn som växer talar också för detta. Därtill kommer frågor kring minskad globalisering och ökade spänningar mellan Kina och USA/Europa. Däremot kan kinesisk tillväxt öka efterfrågan på råvaror generellt och energi i synnerhet, även om vi i våra energiprisprognoser har en relativt måttlig uppgång.

Fortsatt inbromsning för övriga EM-ekonomier

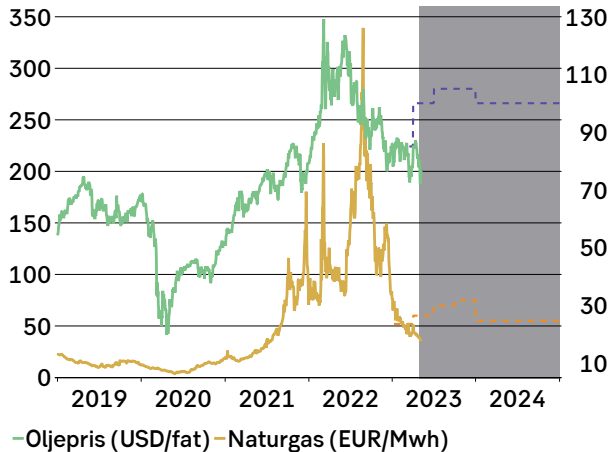
Övriga större EM-ekonomier fortsätter att bromsa in i år som en följd av svagare global konjunktur. Även stramare finansiella förhållanden verkar återhållande med fortsatt höga och stigande räntor samt en stark dollar (som dock väntas försvagas framöver). Detta begränsar möjligheterna för en mer expansiv finanspolitik framför allt i länder med redan stora offentliga skuldbördor. Att US-dollar väntas tappa i värde och räntor går ned minskar dock risken för akut skuldstress i många EM-ekonomier vilka är exponerade mot stora dollarlån. Fallande energi- och råvarupriser har under den senaste tiden jämnat ut spelplanen något mellan råvaruexportörer och andra EM-länder. Ett mer snabbväxande Kina håller upp tillväxten för det sammanlagda EM-aggregatet som hamnar på 3,9 procent för 2023 och 4,1 procent för 2024.

Energikrisen avblåst

Priserna på naturgas och kol har fallit med 40 procent i år men de är fortsatt dubbelt så höga som 2018-2019. Lagersituationen för naturgas i Europa är för årstiden nära rekordnivåer och risken för energibrist kommande vinter är mycket liten. Priserna på energi kommer fortfarande att vara förhöjda och Europa har även betalat ett pris i form av att en del kolkraft åter har tagits i bruk. Energifrågan är fortsatt central men när risken för akut energibrist är över skiftar fokus tillbaka till den pågående klimatkrisen och vad som behövs för att uppnå en uthållig energiomställning. Det råder inga tvivel om att stora gröna investeringar behövs för att klara av energiomställningen.

Frågan är viktig även för den geopolitiska balansen där till exempel ny kärnkraft de senaste fem åren dominerats av Kina och Ryssland. Dagens prisläge på energi kan mycket väl vara det nya normala. Vi har små förändringar i våra gas- och oljeprognoser jämfört med nuläget.

Energipriser: Svagt upp från dagens nivåer



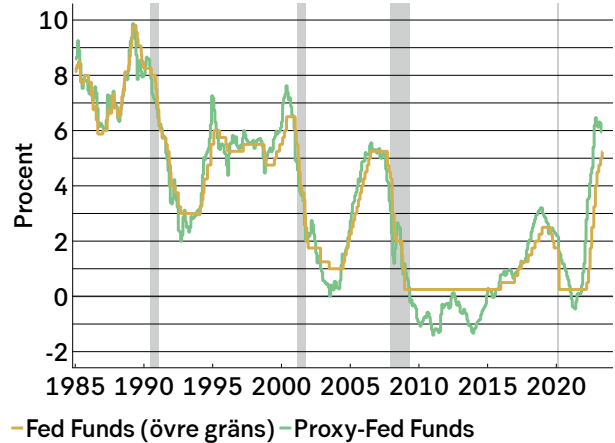
Källa: ICE, Macrobond, SEB

Energipriserna har tydligt kommit ner från fjolårets toppar men lär ligga kvar på högre nivåer än före krig och kris.

Nedåtrisk från räntor och finansiell stress

Riskbilden lutar svagt åt nedsidan och har liknande drivkrafter som de vi målade upp i *Nordic Outlook* i januari. Vi har under våren sett exempel på hur finansiell stress snabbt kan blossa upp och om den skulle sprida sig kan det leda till tydligt negativa finansiella och tillväxteffekter. Osäkerheten är stor kring penningpolitikens effekter och fördröjningen mellan räntehöjningar och faktisk realekonomisk inbromsning. Fed har nu höjt räntan med nära 5 procentenheter på drygt 12 månader vilket är den snabbaste åtstramningen på flera decennier. Till detta kommer en kvantitativ åtstramningspolitik (QT, det vill säga att centralbanker nu minskar sina obligationsinnehav) och att banker blir mindre villiga att låna ut pengar mot bakgrund av en ökad finansiell stress. Feds "proxyränta", som försöker ta in även andra effekter än styrräntan, pekar t ex på att den verkliga åtstramningen är ca 1,5 procentenheter över styrräntan. Det innebär att effekterna kan underskattas och delvis döljas av förra årets motståndskraft samtidigt som åtstramningseffekten av en ökad finansiell stress mycket väl kan bli större än vad vi väntar oss i vårt huvudscenario.

USA: Mer än styrräntan stramar åt penningpolitiken



Källa: Federal Reserve Bank of San Francisco, Federal Reserve, Macrobond, SEB

Fed:s styrränta är klart åtstramande. Om vi adderar andra finansiella förhållanden blir bilden än mer åtstramande, motsvarande ungefär en procent högre styrränta.

Kan inflationen överraska på nedsidan?

Inflationen är på väg ner men arbetsmarknaden är fortsatt stark. Överlag ser vi inte tecken på någon pris- och lönespiral och historiskt har stora prisuppgångar korrigerats efter en tid. Övriga överraskningarna på uppsidan när inflationen steg bidrar till en försiktighet i att fullt ut vänta sig det omvända när priserna väl faller. Ser man på prisförväntningar bland företag har de mattats och producentpriser i till exempel Tyskland växlade ner mer än väntat i mars. Om vi framöver får en starkare trend i inflationsnedgången kan det få positiva spridningseffekter via bättre realinkomster och framför allt kan centralbanksräntor gå ner i snabbare takt. Det skulle i sin tur ge stöd till börser och fastighetsmarknader och dämpa risken för negativa tillväxteffekter från fallande tillgångspriser och risken för fler finansiella oroshärddar.

Olika scenarier för OECD-området

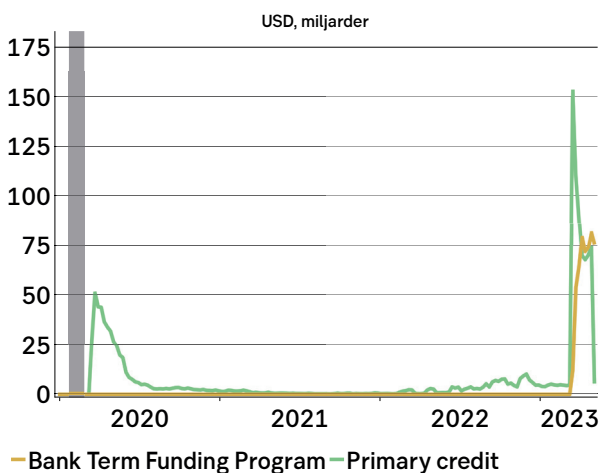
BNP-tillväxt, procent	2022	2023	2024
Huvudscenario	3,0	0,9	1,4
Negativt scenario		-0,6	-0,4
Positivt scenario		1,6	3,2

Källa: SEB

Finansiell stress kan förändra spelplanen

Finansstressen i USA och Schweiz i mars väntas bidra till stramare kreditvillkor och adderar en tillväxthämmande faktor. Åtstramade kreditförhållanden är förstuds också en naturlig anpassning till en sämre konjunktur och centralbankernas åtstramning men finansiell oro förstärker utvecklingen. De amerikanska myndigheternas ingripanden med bland annat nödlån och garantier hejdade en akut förtroendekris efter kollapsen i Silicon Valley Bank och uttagen från de regionala banker som utgjort krisens fokus tycks ha stabiliserats. Situationen är dock fortfarande skör och det är tydligt att förtroendetapp i dagens digitaliserade värld går mycket snabbare än tidigare. Trots stressen hos de regionala bankerna i USA har dock bredare mått på finansiella förhållanden förblivit stabila. Kreditåtstramningen drabbar därmed främst mindre och medelstora företag som är beroende av banksektorn för sin finansiering. Kopplingar till utvecklingen under finanskrisen för ca 15 år sedan bidrar till oron. Då kom stressignaler i flera steg, bland annat under drygt ett års tid innan Lehman Brothers gick i konkurs i september 2008. Vi ser inte lika stora obalanser på den privata skuldsidan nu. Samtidigt har det snabba förtroendefallet vi sett för några USA-banker den senaste månaden återigen visat hur snabbt situationen kan förändras.

Feds nödlån till banker



Källa: Federal Reserve, Macrobond, SEB

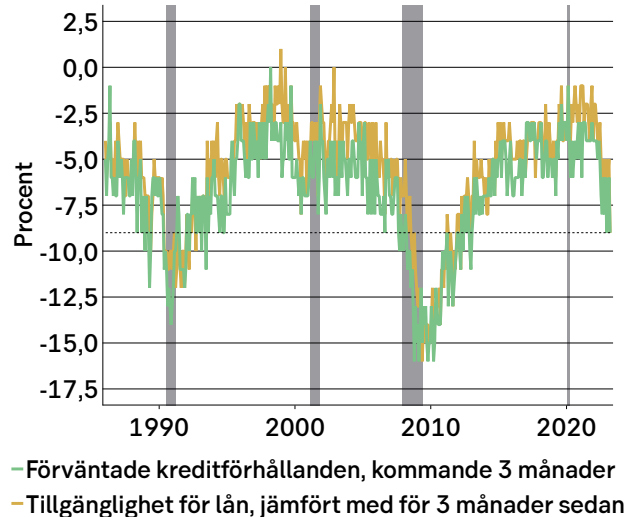
Fed har behövt öppna nödkranarna och låna ut stora summor till krisande banker i två olika varianter.

Mer regleringar på gång?

Även de delar av det finansiella systemet som inte klassificeras som banker är nu i fokus. Efter turbulensen i mars har USA:s myndighet för finansiell tillsyn uppmärksammat behovet av ytterligare regleringar, mer granskning och mer information från andra delar av det finansiella systemet än banker. Liknande signaler har exempelvis kommit från Financial Stability Board FSB (en internationell sammanslutning av finansiella regleringsmyndigheter).

FSB uppskattar att nära 50 procent av globala finansiella tillgångar finns i denna mindre reglerade och mindre transparenta del av ekonomin, vilket visar hur stor och betydelsefull den är.

USA: Kreditförhållandena har stramats åt för småföretagen



Källa: National Federation of Independent Business, Macrobond, SEB

Trenden med stramare kreditförhållanden och svårare att få lån för främst småföretag i USA har accentuerats efter bankproblemen.

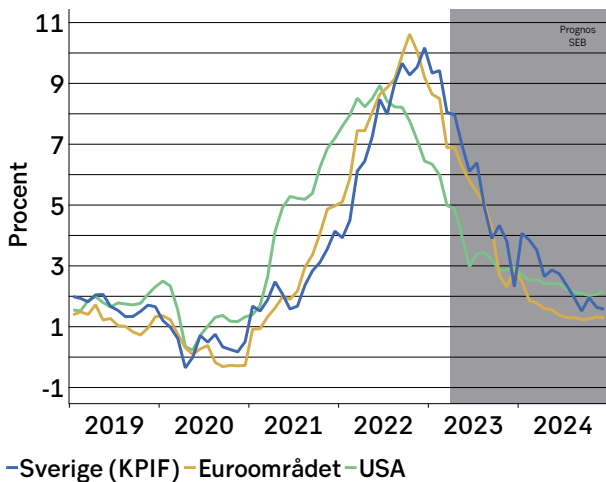
Fler tecken på att inflationen vänder ner

Efter att inflationen överraskat på uppsidan under stora delar av 2022 har den nu vänt och prognoserna pekar på en fortsatt nedgång. Inledningen av 2023 har dock präglats av bakslag, till stor del förklarad av trögheter i inflationsprocessen. I den tidiga fasen – som inkluderar råvaru-, energi- och fraktpriser – har vi sett nedgångar. Priser på en del andra varugrupper har också fallit, även om nivån i flera fall fortfarande ligger högre än före pandemin. Höga prisökningar 2022 ger nu så kallade baseffekter som sänker inflationstakten. Höga nivåer på många insatspriser fortsätter dock att trycka upp konsumentpriser och bidrar till att inflationsnedgången blir trög.

Eftersläpning även när priser faller

En viktig fråga för inflationsprognoserna framöver är kopplat till hur stora fördröjningarna i olika led kommer att bli i nedgångsfasen. Till exempel toppade tyska producentpriser i maj 2022 men prisnivåerna för konsumentvaror har fortsatt att stiga. Vi ser dock att andelen företag som tror på stigande priser minskat tydligt och med några månaders fördröjning bör vi se en större effekt även i konsumentledet. Av ännu större vikt framöver blir inflationskomponenter som ligger senare i inflationsprocessen som t ex hyror, tjänster och löner.

Inflationen tydligt på väg ner



Källa: Macrobond, SEB

Den redovisade inflationen är tydligt på väg ner och närmar sig centralbankernas mål under de kommande kvartalen.

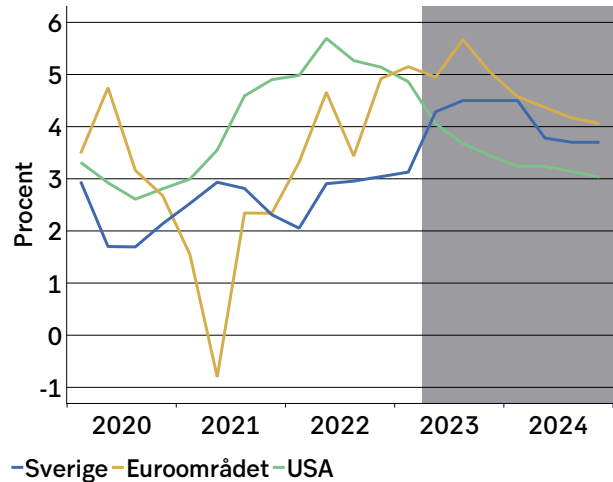
Stafettväxling för inflationskrafterna

Vi har i USA sett att hyror blivit en drivkraft för inflationen och det finns tecken på en liknande utveckling i exempelvis Sverige. Till det kommer lite snabbare löneuppgång; även här tidigare i USA än i Europa. Även om vi ser risken för en klassisk prislönespiral som mycket begränsad kommer högre löneökningar att leda till högre tjänstepriser. Att en del priskomponenter fortfarande växlar upp gör att inflationsnedgången blir trögare. Sammantaget faller inflationen under 2023 men ligger under hela året kvar över två procent i exempelvis USA, euroområdet och Sverige. För kärninflationen dröjer det till en bit in på 2024 innan vi når centralbankernas inflationsmål. Osäkerheterna kring hur mycket inflation som finns kvar i systemet gör att riskerna fram till sommaren ligger på uppsidan medan riskbilden på sikt snarare är på nedsidan.

Snart på räntetoppen – Fed sänker i höst

Vi närmar oss nu räntetoppen men flera centralbanker har något eller ett par steg kvar. Förväntningarna har svängt kraftigt under våren. Finansstressen i mars skruvade ner räntehöjningsförväntningarna vilket delvis beror på att stressen i sig verkar åtstramande och på marginalen minskar behovet av ytterligare räntehöjningar. Ser vi framåt handlar det nu om att invänta effekten av tidigare höjningar. Fed levererar en sista höjning á 25 räntepunkter nu i maj till 5,00-5,25 procent. ECB och Riksbanken ligger några steg efter och höjer med ytterligare 75 respektive 25 punkter till och med i sommar, båda till en nivå på 3,75 procent.

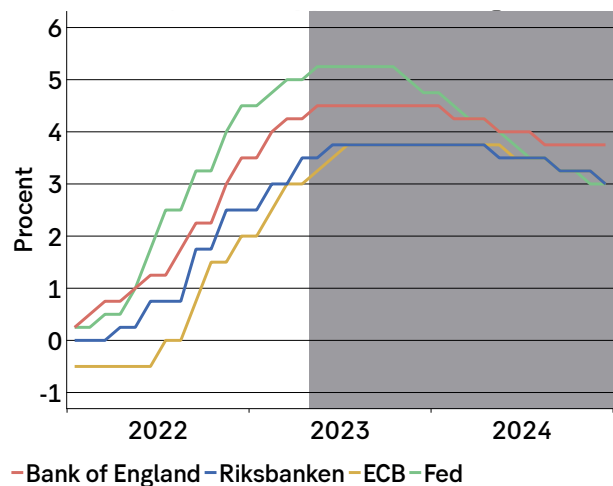
Rimligt lugn löneutveckling



Källa: Macrobond, SEB

Oron för att den höga inflationen skulle driva upp lönerna kraftigt och därmed elda på inflationsbrasan ytterligare ser inte ut att infrias.

Styrräntetoppen närmar sig



Källa: Macrobond, SEB

Vi räknar med att centralbankerna är på eller mycket nära räntetoppen men att det dröjer längre än marknadsstron innan sänkningarna börjar.

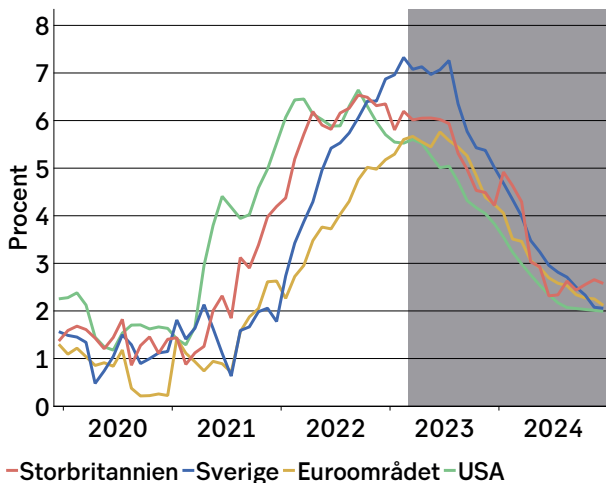
Inflationsbekämpning trots allt i fokus, andra problem hanteras löpande

Räntetoppen är snart nådd och det finns en risk att centralbanker kan ha gått lite för långt och snabbt med räntehöjningarna. Att centralbanker som Fed och ECB fortsätter att höja trots att deras interna prognoser under våren pekat på svag tillväxt eller till och med recession, visar på starkt och tydligt fokus på att få ned inflationen. Det har också bidragit till att hålla inflationsförväntningarna i schack. Risken för en "penningpolitisk baksmälla" utgör därmed också en risk för realekonomin och det finansiella systemet.

Marknaden springer för fort med räntesänkningar

Inflationsproblematiken är svår att hantera och även om den totala inflationen är på väg ner är kärninflationen segare och högre än vad vi tidigare trott. Vi tror att centralbanker som satsat allt på att stoppa inflationen, till priset av svag ekonomi och ökad finansiell stress, vill ha ordentliga bevis för att även kärninflationen är på väg ner innan man sänker räntan. Vi bedömer att kärninflationen viker ner mer tydligt i sommar (USA) och höst (Europa) och att räntesänkningar följer några månader efter det. En prislönespiral undviks, vilket nya löneavtal i till exempel Sverige och Tyskland pekar på. Lugnande för centralbankerna är också att inflationsförväntningarna överlag ligger tämligen nära målen. Centralbanker som sagt sig beredda att fortlöpande pröva politiken utifrån inkommande data blir dock mer svårtolkade och kortsiktiga där deras signalering kan svänga beroende på hur den senaste statistiken ser ut.

Utdragen nedgång för kärninflationen



Källa: Macrobond, SEB

Kärninflationen (där exkluderas de mest volatila priserna så som livsmedel och energi) faller inte lika snabbt som KPI, vilket kan hämma kommande räntesänkningar.

Fed är först ut och sänker 25 punkter i november

Nästa år följer andra centralbanker efter och i slutet av 2024 ligger Fed, ECB och Riksbanken nära varandra kring 3 procent. Även om räntor sänks under främst 2024 är penningpolitiken fortsatt åtstramande; en nivå kring 3 procent ligger fortfarande över uppskattningar på jämviktsräntan som ligger på 2-2,5 procent. Kursomläggningen för Japans penningpolitik går långsamt trots den nye och mindre duvaktiga centralbankschefen Kazuo Ueda. Bank of Japan uttrycker fortfarande tvivel om kärninflationsuppgångens uthållighet på grund av globala tillväxtrisker och landets deflationshistoria. Samtidigt varnar Ueda för att vänta för länge med att normalisera politiken. I december utvidgade banken toleransintervallet för 10-åriga statsräntor från ± 25 till ± 50 räntepunkter. Värdepappersköpen har varit omfattande. Vi bedömer att första räntehöjningen genomförs under tredje kvartalet i år. Då överges minusräntan på 0,10 procent och räntan höjs därefter i steg om 10 räntepunkter till 0,30 procent i slutet av året. Räntan ligger sedan kvar på denna nivå under 2024. QE-politiken fhasas ut mycket långsamt.

Styrräntorna påverkar även långräntorna

När vi närmar oss centralbankernas räntetopp är uppsidan för långa räntor begränsad. Nivån på styrräntan bedömer vi för närvarande är den viktigaste drivkraften för långräntor och historiskt har räntekurvan fått en brantare lutning (med långa räntor högre än de korta) när styrräntor sänks. USA-räntan faller mer än tyska, mycket beroende på en högre startnivå och fler styrräntesänkningar. Andra faktorer, som kvantitativ åtstramning (QT-politiken), offentliga sektorns emissionsvolym och USA:s skuldtak, är sekundära krafter, även om de vid olika tidpunkter kan ge ökad volatilitet. Vi ser inte dessa krafter som stora nog för att ändra långräntetrenden i ett lite längre perspektiv.

Dollarn tappar mark

Under årets inledning har dollarn försvagats mot flera valutor även om takten mattats av. Relativa styrräntenivåer är återigen en viktig faktor för valutaprognoserna. I takt med att Fed sänker räntan och ränteskillnader globalt minskar fortsätter dollarn att tappa, även om mycket redan syns i dagens kurser och nedgången sker under ordnade former. Den geopolitiska utvecklingen och en ökad polarisering får spridningseffekter till valutamarknaden och diskussionen om dollarns roll som reservvaluta. För eurons del ser vi även en positiv effekt av bättre "terms-of-trade" (exportpriser i förhållande till importpriser) när energipriser fallit. Även Kinas tillväxtuppväxling väntas ge mer fördel för euron än dollarn. Vår prognos är att EUR/USD ligger strax över 1,10 i slutet av året vilket i stort är där vi ligger i nuläget. Därefter stiger EUR/USD till 1,20 i slutet av 2024 när Fed kommit längre med räntesänkningar.

Kämpigt för små valutor men viss återkomst i korten

Små valutor som svenska kronan och norska kronan har haft det kämpigt och tappat i värde mot både euron och dollarn. Trots god global riskaptit – som brukar ge skandinaviska valutor visst stöd – har t ex kronan handlat nära rekordlåga nivåer mot euron vilket fått igång en diskussion främst i media om euron vore ett bättre alternativ. Kronan, och kronen, återtar en del mark under året när bostadsmarknaden stabiliseras, inflationen växlar ner och Fed sänker räntan under andra halvan av 2023. Vi reviderar dock upp EUR/SEK-nivån för 2024 till 10,50.

Slagiga börser - men ljusning anas på lite sikt

Trots en turbulent miljö uppvisar aktiemarknaderna motståndskraft. Framtida räntesänkningar och en mild och kortvarig tillväxtinbromsning är sannolikt diskonterat i dagens kurser. Vinstprognoserna för i år har skruvats ned till svagt negativa och placerare är defensivt positionerade. Värderingar i nivå med historiska snitt, trots högre räntor och fundamental motvind kommande kvartal, talar för fortsatt volatilitet och vissa nedsidesrisker i närtid. I takt med att tillväxtbilden ljusnar kan dock börshumöret stärkas.

Deglobalisering förändrar för företagen

Vi har de senaste åren sett flera exempel på hur sårbara globala produktionskedjor är för olika typer av störningar – med stora effekter för både produktion och konsumtion. Under pandemin 2020 stängde världen ner i omgångar. Kriget i Ukraina, ökade spänningar mellan Kina och USA/Europa och olika typer av sanktioner och handelshinder, har ytterligare satt fokus på vem vi handlar med och var olika saker produceras. Utvecklingen påverkar företag på flera sätt. Det gäller exempelvis behovet av ökade lager och ökad motståndskraft i företagens produktionskedjor, inklusive underleverantörer och råvaruproducenter. Det är svårt att i statistiken bekräfta denna typ av förändringar men anekdotisk information pekar på frågans vikt och på att beslutsprocesser är igång.

Tillväxt drivande, men det kostar och kan ge inflation

För att öka produktions- och leveranssäkerhet krävs större lager och nya produktionsanläggningar. När lager byggs upp kommer det tillfälligt att öka orderingång och produktion. Att order och produktion varit hyfsade trots låga barometrar kan delvis vara en effekt av en sådan utveckling. Det gäller även investeringar i nya produktionsanläggningar. Hur stor denna tillväxtskjuts är, och hur länge den varar, är mycket osäkert. Samma sak gäller investerings- och omlokaliseringsbeslut. På marginalen leder detta till nya/reviderade affärsmål än att bara uppnå så billig produktion som möjligt. Det kan ge ytterligare en medelfristig till långsiktig inflationsskjuts om inte en ökad produktivitet kan kompensera för stigande kostnader. Större lager och nya produktionsanläggningar binder kapital vilket kan pressa upp räntor och företagens kostnader.

Finanspolitiken avvaktar inflationsnedgång

Finanspolitiken har lämnat några väldigt aktiva år bakom sig när pandemin pressade fram breda stöd för att hålla igång hushåll och företag. Flera låsningar – av olika karaktär – bidrar till en mer avvaktande finanspolitik i närtid. Balansgången är tydligt svårare nu när räntor stiger, ekonomin bromsar in och inflationen är fortsatt hög. Stödpolitik behövs för att mildra inflationens effekter men begränsas för att inte öka pristrycket. En ytterligare återhållande faktor är att offentliga skulder är historiskt höga efter alla år med krispolitik och att marknaden i ett läge med högre ränta snabbt kan bli stressad. Vi såg sådana effekter i Storbritannien i höstas och under eurokrisen för mer än 10 år sedan. En hög inflation kan i vissa fall på kort sikt stärka offentliga inkomster men ökar samtidigt utgifterna på sikt. Att ekonomierna bromsar in kommer att börja synas i sämre saldon inom en snar framtid.

Svagt stöttande finanspolitik, men totalt sett åtstramande ekonomisk politik

Finanspolitiken överlag är svagt stöttande, framför allt i Europa, med fokus på att mildra effekterna av höga energipriser 2023. Effekten är dock svårbedömd då verktyg som prisregleringar används och allt sannolikt inte kommer in i den offentliga finansiella statistiken. För USA:s del är diskussionerna kring skuldtaket en osäkerhetsfaktor som skulle kunna innebära en större åtstramning. Vi bedömer likväl, liksom i tidigare liknande fall, att den frågan kommer att lösas utan alltför stora offentliga besparingar i närtid. Inbegriper vi även penningpolitiken kan vi se att det är en rejäl skillnad nu på graden av ekonomiskpolitisk stimulans jämfört med för bara för ett par år sedan. IMF gjorde i sin senaste prognos en sammanställning av politikens inriktning. Den visar att 2020 förde en stor majoritet av världens länder både expansiv finans- och penningpolitik. Ett par år senare är situationen den exakt omvända och en stor majoritet av länderna stramar åt med både finans- och penningpolitik.

Omställning och framåtblickande satsningar?

Med krig i Europa, ett allmänt uppskruvat säkerhetspolitiskt läge och med energiomställning och klimatfrågor i ökat fokus ser vi en tydlig press på mer offentligt finansierade satsningar. Flera program som togs fram i USA och Europa under pandemin siktade på mer långsiktiga frågor som klimat, digitalisering och infrastruktur och de stöttar nu investeringar. Det gäller också USA:s stora klimatpaket IRA (Inflation Reduction Act). Även om offentliga skattkistor pressas från många håll kan vi mycket väl se en investeringsuppväxling för att möta dessa utmaningar, om den politiska viljan finns. Länder med starka statsfinanser, som t ex de nordiska, har utrymme vilket skulle kunna ge dessa ekonomier en kortsiktig tillväxtskjuts som även kan ge andra fördelar med ökad produktivitet och positiva spridningseffekter i ekonomin.

Kontaktinformation

Denna rapport publicerades den 16 maj 2023.

Innehållet baseras på analys och information tillgänglig fram till den 15 maj 2023.

Medverkande i denna utgåva av Investment Outlook

Fredrik Öberg Chief Investment Officer Investments fredrik.oberg@seb.se	Henrik Larsson Portföljförvaltare Investments henrik.y.larsson@seb.se	Mikael Haglund Head of Manager Research Investment Management mikael.haglund@seb.se
Kai Svensson Portföljförvaltare Investments kai.svensson@seb.se	Esbjörn Lundevall Aktiestrateg Investments esbjorn.lundevall@seb.se	Emma Brage Investment Communication Manager Investments emma.brage@seb.se
Johan Hagbarth Investeringsstrateg Investments johan.hagbarth@seb.se	Stefan Cederberg Aktiestrateg Investments stefan.cederberg@seb.se	

Detta material kommer från Skandinaviska Enskilda Banken AB (publ) ("SEB") och innehåller allmän marknadsinformation. SEB står under tillsyn av Finansinspektionen. Historisk avkastning utgör ingen garanti för framtida avkastning. Värdet på finansiella instrument kan både stiga och falla och det är därför inte säkert att du får tillbaka hela det insatta kapitalet. Du ansvarar själv fullt ut för dina investeringsbeslut och du bör därför alltid ta del av detaljerad information innan du fattar beslut om en investering.

Information om beskattning. Som internationell Private Banking/Private Wealth Management & Family Office kund är det ditt eget ansvar att hålla dig informerad om de skatteregler beträffande bankmedel och finansiella transaktioner som gäller i de länder som avser ditt medborgarskap, bosättning eller skatterättsliga hemvist. Vid behov, sök adekvat skattemässig rådgivning från relevanta experter innan du initierar finansiella transaktioner. Du behöver själv informera vederbörande myndighet om och när så erfordras.

For UK residents/bosatta i Storbritannien. Skandinaviska Enskilda Banken AB (publ) is authorised and regulated by the Swedish Financial Supervisory Authority. Deemed authorised by the Prudential Regulation Authority. Subject to regulation by the Financial Conduct Authority and limited regulation by the Prudential Regulation Authority. The nature and extent of consumer protections may differ from those for firms based in the UK. Details of the Temporary Permissions Regime, which allows EEA-based firms to operate in the UK for a limited period while seeking full authorisation, are available on the Financial Conduct Authority's website.

Investments
SEB
106 40 Stockholm, Sweden