



Investment Outlook

Större svängningar i
räntehöjningsfas

Innehåll

Februari 2022

Inledning	3
Marknadssyn, risknyttjande och allokering	4
Globala aktier Hög inflation pressar börserna	9
Nordiska aktier Fjölårets vinnare, årets förlorare?	12
Ränteinvesteringar Tilltagande förväntan om minskade stimulanser	17
Tema: QE till QT Vad händer när penningpolitiken stramas åt?	20
Tema: Metaverse Interaktivitet och uppslukande upplevelser	24
Tema: Utsläppsrätter 2022; året när prisnivån gör skillnad	29
Internationell översikt Återhämtningen står emot hot från smitta och inflation	33
Kontaktinformation	41



Inledning

2022 har inletts på ett dramatiskt sätt med låg riskapitet, stigande räntor, fallande börser och stora avkastningsskillnader mellan olika typer av aktier. Detta står i kontrast till den starka utvecklingen som präglade större delen av fjolåret. Sedan i höstas har kurserna varit tydligt mer volatila och riktningen mindre tydlig. Tittar man under ytan framgår det att kurserna för många tidigare vinnare bland tillväxtbolagen har justerats ner med över 30 procent under senare tid. Den svaga utvecklingen är föga förvånande, då åtgärder som sattes in efter pandemiutbrottet har skapat följdproblem, som exempelvis hög inflation. Samtidigt är pandemin fortfarande närvarande och nya restriktioner och smittspridning skapar flaskhalsar i värdekedjor, logistikkedjor och energiproduktion.

Den osäkra utvecklingen inför hösten i fjol fick oss att genomföra ett antal nedjusteringar av risknivån i våra portföljer. Bland annat halverade vi övervikten mot aktier och tog bort övervikten mot företagsobligationer med högre kreditrisk, High Yield. Syftet var att skapa mer robusta portföljer.

Oron handlar främst om högre inflationstakt än prognostiserat, vilket fått bland andra den amerikanska centralbanken, Federal Reserve, Fed, att revidera sin penningpolitiska plan åt det restriktiva hållet.

Det har resulterat i att räntor stigit tämligen brant och initierat en fas av riskaversion som fått investerare att tydligt omdisponera sina portföljer. I princip har budskapet från Fed fått marknadsaktörer att anpassa sig till en sencyklisk fas tidigare än planerat. Detta var en av de risker vi flaggade upp i förra utgåvan av *Investment Outlook*. I detta nummer ger vi vår syn på hur en lämplig portfölj kan vara konstruerad nu när förloppet ändrat fas och värderingarna har justerats.

Vi presenterar tre teman denna gång. Vi analyserar vad som händer när penningpolitiken stramas åt, när centralbankerna slutar med kvantitativa lättnader och istället överväger det motsatta. I vårt andra tema går vi igenom begrepp som metaverse och Web 3.0 och många fler som står i tur att bli en del av allas vår vardag. Till sist gör vi en genomgång kring utsläppsrätter, ett ständigt aktuellt ämne där prisnivåerna nu börjar göra skillnad och leda till konkreta åtgärder.

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

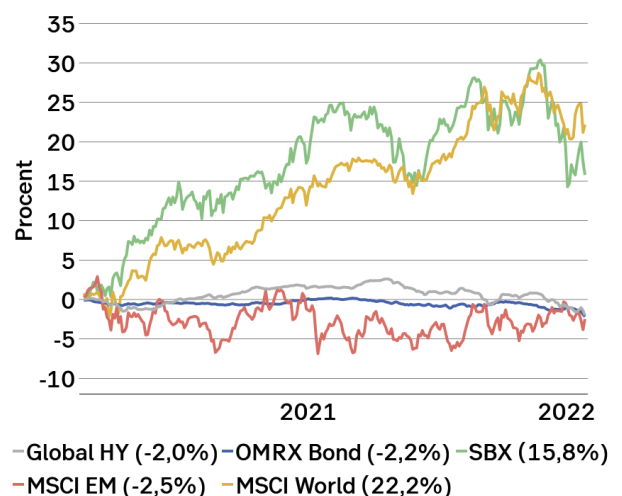
Marknadssyn, risknyttjande och allokering

Oväntat hög inflation pressar centralbanker att strama åt och höja räntor fortare än väntat, men penningpolitiken förblir stimulatив en tid till. Tillväxttakten i ekonomin sjunker från höga nivåer. Dragkampen mellan fortsatt god grundbild och tydligt svagare trend, ger ökad volatilitet. Vi behåller viss övervikt för risktillgångar, men räknar med mer blygsam avkastning.

2021 avslutades med en riktig spurt på världens börser. På denna sida årsskiftet ändrades dock kapitalmarknadens tonläge omgående. Statsobligationsräntorna började stiga i snabb takt, vilket berodde på den amerikanska centralbanken Federal Reserves, Feds, signaler om en snabbare och mer kraftfull omläggning av penningpolitiken. Den nya planen innebär en förkortad period med expansiv penningpolitik, då vi nu förväntar oss fem räntehöjningar 2022, och ytterligare höjningar under 2023. Vidare förväntas nu de kvantitativa stödköpen (QE, Quantitative Easing) upphöra redan under det första kvartalet och en krympning av Feds balansräkning (QT, Quantitative Tightening) väntas påbörjas under sommaren i år.

Detta är en stor omställning jämfört med tonläget för ett år sedan. Omläggningen av penningpolitiken är driven av den oväntat höga inflationstakten kombinerat med en låg arbetslöshet, det vill säga klassiska överhettningstendenser. Investerare har svarat med minskat risktagande, både genom att reducera aktieexponeringen och förändra sammansättningen inom sina aktieportföljer. Man har minskat i tillväxtbolag och högt värderade kvalitetsföretag, majoriteten av de senaste årens vinnare, som därmed haft en svag start 2022. Istället har investerare köpt lägre värderade bolag, cykliska och defensiva sektorer.

Den volatila börsutvecklingen fortsätter



Källa: Bloomberg

Grafen visar utvecklingen under de senaste 12 månaderna för svenska aktier (SBX), MSCI Världsindex och MSCI Emerging Markets, båda i SEK, det svenska ränteindexet OMRX Bond samt ett globalt High Yield-index valutasäkrat till SEK.

Fortsatt tillväxt över trend, men kraften avtar

I den nyligen publicerade *Nordic Outlook* lyfter vi fram att den snabba spridningen av Omikron, oväntat hög och ihållande inflation och spänt geopolitiskt läge i östra Europa fördunklar den ekonomiska bilden och sätter press på tillväxten i närtid. Restriktioner till följd av den stora smittspridningen stör både utbudet och efterfrågan av varor och tjänster. Den höga inflationen hotar att gröpa ur köpkraften, samtidigt som den tvingar centralbankerna att snabba på normaliseringen av penningpolitiken. I USA, som brottas med högre inflation än EU, avslutar Fed sina obligationsköp inom kort och höjer styrräntan mer och snabbare än tidigare prognoser. Andra centralbanker följer efter, den europeiska och vår Riksbank, dock i betydligt lugnare takt. När nu de finanspolitiska stimulanserna, som initierades efter pandemiutbrottet, avtar, och det politiska motståndet i USA gör att president Bidens tänkta åtgärds paket blir mindre än avsett, försvinner också ett tydligt tillväxstöd.

Allt detta sker dock inom ramen för en pågående återhämtning sedan pandemins mycket negativa effekt på tillväxten briserade under 2020, och bilden erbjuder en hel del ljuspunkter. Omikron snabba framfart kan också innebära att vi snabbare kan återgå till det normala, med högre immunitetsgrad, nya vacciner och mediciner. Inflationen, som till del drivs av tillfälliga effekter, börjar falla tillbaka under våren och högt sparande kan, tillsammans med uppdämt konsumtionsbehov, ge god efterfrågan när bilden ljusnar. Kortsiktig oro gör dock att vi sänker vår globala tillväxtprognos med runt en kvarts procent för i år. Tillväxtrisken har utan tvekan ökat, men vi räknar ändå med en tillväxt över den historiska trenden i år och på, eller strax över, för nästa år.

En mer detaljerad redogörelse för våra ekonomiska prognoser finns under "Internationell översikt", som är ett utdrag ur *Nordic Outlook* från den 25 januari.

BNP-prognoser, i %

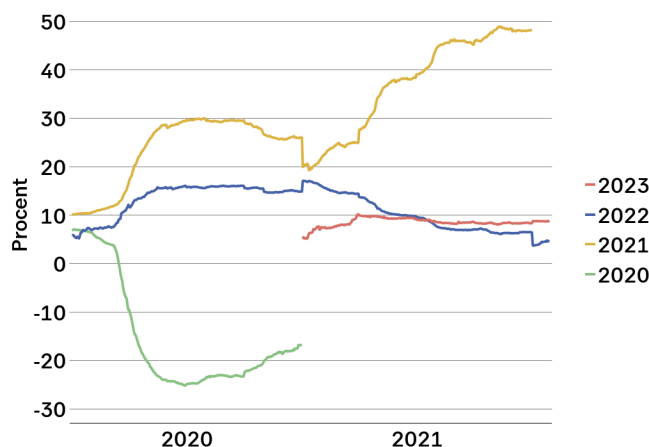
Marknad	2020	2021	2022	2023
Världen	-3,3	5,8	4,1	3,6
USA	-3,4	5,6	3,5	2,1
Kina	2,2	8,1	5,2	5,4
Japan	-4,6	2,0	3,2	1,2
Sverige	-2,9	4,9	3,0	2,7
OECD	-4,6	5,2	3,7	2,4
Euroområdet	-6,4	5,3	4,0	2,9
Baltikum	-1,7	5,6	3,8	3,4
Emerging markets	-2,1	6,4	4,5	4,5

Källa: SEB Nordic Outlook. Tabellen visar prognoser för real ekonomisk tillväxt i linje med vårt huvudscenari.

Förväntad vinstutveckling

I skrivande stund pågår rapporteringen av boksluten för det fjärde kvartalet, som bekräftar att 2021 blev ett rekordår, med vinstökningar kring 50 procent för börsbolagen aggregat. Det är dubbelt så bra som prognoserna som gjordes för ett år sedan. En sådan vinstexplosion medför naturligt att de kommande årens förväntade vinstökningar dels blir mer beskedliga, dels är behäftade med osäkerhet, eftersom det finns en hel del företag som redan nu uppvisar rekordmarginaler. Det råder också osäkerhet kring hur insatspriser, pandemieffekter och dämpad tillväxttakt påverkar, samt i vilken utsträckning företagssektorn kan fortsätta att öka priset på sina varor och tjänster för att kompensera den ökade inflationen. Om vi gör en förenklad kalkyl och sätter den reala tillväxttakten till 4 procent, antar svagt fallande marginaler samt antar att både inflationen och antalet Covid-smittade befinner sig nära sin kulmen, borde de globala vinsterna kunna öka lite mer än den reala tillväxttakten. För 2022 och 2023 hamnar många prognoser i storleksordningen 5-8 procent, vilket känns rimligt.

Prognostiserade vinster når mer normala nivåer



Källa: Bloomberg

Grafen visar hur de aggregerade årliga vinstestimaten för MSCI AC World har justerats över tiden. 2021 väntas vinsterna hamna kring 50 procent, medan de 2022 och 2023 ligger inom det långsiktiga genomsnittliga intervallet på 5-10 procent.

Centralbanker och likviditet

Centralbankernas ändrade beteende och planer varierar runt om i världen, både avseende riktning och takt. Federal Reserve är, i egenskap av centralbank för den amerikanska kapitalmarknaden, väldigt viktig och Feds signaler får stort genomslag världen över. På nästa sida finns en sammanställning över hur några centralbankerna och vår egen Riksbanks planer ser ut. Vår bedömning är att styrräntorna vid utgången av 2023 är fortsatt låga ur ett historiskt perspektiv.

Centralbankerna justerar sina framtidsplaner

Centralbank	Stödköp (QE)	Styrränta	Kommentar
Federal Reserve	Avvecklas under Q1	5 höjningar 2022, 3 höjningar 2023	Låter balansräkningen krympa med start i sommar.
Europeiska Centralbanken	Avslutar stödköpen innan räntorna börjar höjas.	Börjar höja senast i början av 2023.	Inte lika akut inflations-situation och ansträngd arbetsmarknad.
Riksbanken	Har avslutat stödköpen	2 höjningar 2023	Börjar krympa balans-räkningen under H2 i år.
People's Bank of China		Har den senaste tiden sänkt styrräntor	Har fattat en rad beslut för att stimulera den inhemska ekonomin.

Värdering och relativvärdering

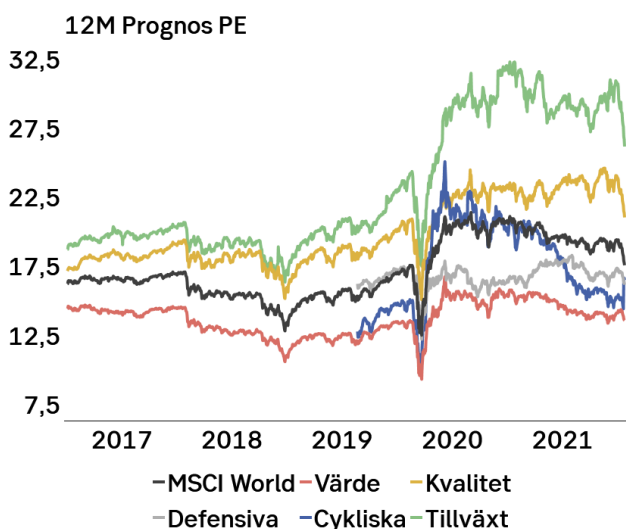
Under flera år har tillgångsmarknader drivits av stark konjunktur och vinstgenerering, samt en låg andel konkurser. Utöver detta har den stimulerande centralbankspolitiken och globaliseringen tydligt påverkat inflations- och räntenivåerna, och inte minst tillgången till billigt kapital. Även framväxten av företag inom digitala tjänster med fenomenal lönsamhet är och har varit en stark strukturell kraft.

Sammantaget har detta resulterat i en mycket stark utveckling för de flesta finansiella och reala tillgångar. Under 2021 kunde vi se en långsam justering av referenspriset i systemet, nämligen statsobligationsräntorna. De har sakta börjat stiga

från mycket låga nivåer. Detta innebär att vi sannolikt har sett kulmen av uppvärderingen av företagsvinsterna i denna cykel (ofta uttryckt som P/E-tal). Det skulle också kunna gälla den rekordlåga finansieringskostnad till vilken företag och stater har kunnat finansiera sina verksamheter. Det finns helt enkelt en hel del tecken på att priset och tillgången på pengar har kulminerat och det ger avtryck på värderingsparametern inom kapitalmarknaden.

Grafen till vänster visar tydligt hur värderingen av olika aktiestilar och för världsindex har påverkats av fallande statsobligationsräntor och den omfattande likviditeten. Värderingen steg tydligt efter pandemins stabilisering fram till inledningen av 2021, för att sedan sakta falla tillbaka, vilket är precis den motsatta utvecklingen mot statsobligationsräntorna. Snittvärderingen är fortsatt hög i ett historiskt perspektiv. Skillnaderna är dock stora mellan olika typer av företag, men även mellan företag inom samma sektor/bransch. Vi anser att det är rimligt att anta en fortsatt sakta fallande P/E-talsvärderingstrend, då vår prognos är att statsobligationsräntorna ska stiga ytterligare något från dagens nivåer. Sker detta bör trycket vara störst på högt värderade bolag, vilket är den utveckling vi sett under inledningen av 2022. Samtidigt vet vi att företag med långsiktig strukturell tillväxtpotential i regel är goda investeringar och har de dessutom en låg grad av konjunkturkänslighet och god lönsamhet förtjänar de en tydlig premievärdering. I vissa fall hade dock denna premie blivit för stor, vilket marknaden nu åtminstone delvis justerar.

Värderingskillnaden mellan stilfaktorer minskar



Källa: Bloomberg

Grafen visar hur olika typer av företag inom MSCI World Index har P/E-talsvärderats sedan 2017. Tillväxtbolag är företag med hög försäljningstillväxt. Kvalitetsbolag är företag med hög avkastning på eget kapital, stabil vinsttillväxt och låg finansiell skuldsättning. Cykliska företag är konjunktur känsliga medan defensiva företag inte är det. Värdeföretag är lågt värderade i förhållande till snittet för MSCI World.

Riskaptit och positionering

Efter en lång period med stigande börser och fallande räntenivåer är det inte förvånande att riskviljan förblivit hög över tid, även om vi haft en hel del svåra kriser och bakslag under de senaste 20 åren. Går man igenom de senaste enkätsvaren från det globala investerarkollektivet visar det nu på en nedjustering av riskaptiten och en omfördelning inom tillgångsslagen. Normalläget är att investerare över tiden är överviktade mot risktillgångar i förhållande till sina normalvikter, förutom under riktiga krisperioder. I dagsläget har investerarkollektivet inte givit upp aktier eller mer riskfyllda företagsobligationer, Private Equity-fonder mm. Riskjusteringen som skett hittills är främst en kombination av vinsthemtagning och steg mot ett försiktigare risktagande.

Man kan tolka det som att placerarna inte bedömer att konjunkturen ska falla samman, att den mycket höga inflationen snart ska börja falla tillbaka från stressade nivåer, och att det finns ett liv också efter QE. Dessutom råder TINA-effekten (There Is No Alternative) fortfarande i stora delar av världen där statsobligationsräntorna fortsatt är mycket låga.

Att investerare i rådande osäkerhet har reducerat riskerna genom en lägre aktieandel och en minskad andel högt värderade bolag, känns naturligt. Dessutom har det medfört att snittinvesteraren har en något lägre koncentrationsrisk i portföljen idag, eftersom andelen som utgörs av företag inom de stora tillväxtsuccéerna har dragits ner. Detta har resulterat i flera dramatiska kast mellan olika aktietyper eller stilar det senaste året, och det har skett i samklang med rörelser i de långa statsräntorna. Kasten kommer att fortsätta under 2022, och vara kopplade till ränteutvecklingen. Stigande räntor ger fördel för värdeaktier och cykliska företag, medan fallande räntor stödjer tillväxtföretag och högre värderade företag. För den totala aktiemarknaden och den övergripande riskkapiten kommer centralbankernas agerande och utfallet för realiserad tillväxt att vara styrande.

Risker

Att centralbankerna nu byter riktning är en given risk, då hela det ekonomiska systemet, verkat under en mycket stimulerande penningpolitik under stora delar av perioden sedan finanskrisen. 2015-2018 höjde Fed sin styrränta från 0 till 2,25 procent, men när centralbanken dessutom försökte banta balansräkningen i slutfasen reagerade kapitalmarknaderna negativt, varpå man valde att sänka räntan och åter öka balansräkningen (QE) för att stoppa den stigande volatiliteten. Nya bantningsförsök kan självklart leda till ny volatilitet, likt den vi sett under inledningen av 2022.

Inflationstakten kommer att falla tillbaka från dagens höga nivåer, där vissa delar definitivt är kopplade till flaskhalsar och pandemieffekter. Andra delar kan vara mer strukturella och det skulle kunna handla om exempelvis avtagande globaliseringskraft, stigande löneinflation och bestående höga energipriser, som en effekt av omställning mot ett mer hållbart samhälle.

Det vi inte vill se är en svagare konjunktur än prognostiserat, som sätter press på företagsvinsterna, samtidigt som inflationstrycket inte faller tillbaka lika mycket som vi hoppas på. Då ökar pressen på centralbankerna att hålla sina planer intakta eller bromsa mer trots en svagare konjunktur. Erfarenheten säger dock att centralbankerna är lyhörda för både ekonomisk svaghet och stigande volatilitet på kapitalmarknaden. Kanske håller detta på att ändras då Fed på mötet i januari signalerade att tillväxten är stark, inflationen är hög och balansräkningen är så stor att det är hög tid att sluta köra med full gas, lätta på gasen och slutligen bromsa. Hastighet och magnitud bestäms av inkommande data. Inget i talet tyder på att årets inledande volatilitet har påverkat planerna.

Spänningarna är stora på det geopolitiska planet, med konflikter mellan Ryssland och Ukraina/västvärlden, Kina och USA med flera. Kapitalmarknaden brukar sällan fästa särskilt stor vikt vid detta, annat än under kortare perioder, men på marginalen och i kombination med andra problem utgör dessa geopolitiska spänningar en inte försumbar risk. Dessutom skulle exempelvis ett krig mellan Ryssland och Ukraina leda till ytterligare press uppåt på olje- och gaspriserna.

När det gäller risker tänker vi vanligtvis främst på negativa utfall, men självklart kan en annan syn att se på risker vara att vi målar upp ett för negativt scenario. Fallande inflation, minskad covid-spridning i kombination med god tillväxt och fortsatt mycket låga styrräntor skulle mycket väl kunna stabilisera och vända den avtagande riskkapiten som vi bevitnat under inledningen av 2022.

Förväntade avkastningar

Den svaga utvecklingen under årets inledning kombinerat med vår relativt positiva konjunktursyn och prognos över vinstutvecklingen gör att vi från dagens nivåer har förväntningar om stigande börser, trots motvinden från centralbankerna och långsamt fallande värdering. Osäkerheten är dock större än på länge, vilket syns i vårt lägre risktagande, men i enlighet med de positiva avkastningsprognoserna nedan är vi fortsatt överviktade mot risktillgångar.

Förväntad avkastning kommande 12 mån (i SEK)

Aktier	Avkastning	Risk
Aktier (utvecklade marknader)	7,5 %	15,6 %
Tillväxtmarknader (lokal valuta)	7,1 %	14,9 %
Svenska aktier	8,2 %	17,6 %
Räntebärande placeringar	Avkastning	Risk
Statsobligationer	-0,2 %	1,4 %
Företagsobligationer IG Investment Grade (Eur/ USA 50/50)	1,1 %	7,1 %
Företagsobligationer HY High Yield (Eur/ USA 50/50)	1,5 %	10,9 %
Tillväxtmarknadsobligationer (Emerging Market Debt) i lokal valuta	5,3 %	10,6 %
Alternativa investeringar	Avkastning	Risk
Hedgefonder	3,5 %	6,0 %

* 24 månaders historisk volatilitet

Källa: SEB, prognoser februari 2022

Viss övervikt mot aktier, trots den svagare utvecklingen

2021 blev ett fantastiskt år för investerare och i viss mån blev vi överkompenserade för vårt risktagande. Detta har vi fått "ge tillbaka" en del av under inledningen av 2022, som en konsekvens av att de rådande problemen med inflationsupp-gång och förändrad centralbankspolitik (som gav förvånansvärt litet avtryck under förra året, men desto mer hittills i år).

Vi valde att justera ner övervikten i aktier under senare delen av 2021, vilket var lite för tidigt, men i dagsläget har marknadens anpassningar gjort beslutet relativt bra. Samma sak gäller vår neutralisering av andelen High Yield-obligationer i portföljerna. Vi har därefter inte reducerat risknivån ytterligare, dels för att marknaden på kort tid fallit mycket, och dels för att vi tycker att våra portföljer klarat svagheten väl. Den globala aktieportföljens nedgång dämpas av en stigande dollar och de svenska aktieportföljerna klarar sig i regel bra, då vi inte är överexponerade mot de tillväxtbolag eller högt värderade företag som fallit mest. I ränteportföljerna har vi via kort löptid och minskad exponering mot mer riskfyllda företagsobligationer hittills haft en stabil utveckling. I våra delportföljer för alternativa investeringar har hedgefonderna klarat volatiliteten bra, även om vi vet att vi i vissa fall får återrapportering med eftersläpning som kan nyansera bilden.

De dominerande portföljriskerna relativt våra jämförelseindex kan beskrivas som att vi inom globala aktier – ett tillgångsslag där vi är överviktade – föredrar tillväxtbolag

och lågt värderade små och medelstora företag, samt har en övervikt mot Asien exklusive Japan. Det innebär att vi överviktat Kina där det under den senaste perioden kommit in en rad signaler om stöd till ekonomin både från regeringen och centralbanken. Inom svenska aktier – där vår portföljvikt är neutral – har vi en betydande andel företag med en lägre värdering än snittet och cykliska företag. Våra portföljer med ränteinvesteringar – där vi är underviktade – domineras i dagsläget av en kortare löptid än i index, dvs vi gynnas av stigande räntor. Under många år har vi haft en stor övervikt mot High Yield-obligationer, men den är reducerad till en vikt nära neutralläget. Alternativdelen – som är underviktad – är fördelad över många understrategier, och vi försöker hålla nere samvariationen med aktiemarknaden.

Sammantaget innebär allt detta att vi, relativt våra jämförelseindex, fortfarande gynnas av stigande börser och stigande räntor, samt en återhämtning av riskaptiten, men att känsligheten i portföljerna nu är klart lägre än under större delen av 2021. I dessa skakiga tider är det också viktigt att komma ihåg att i regel utvecklas både aktier och råvaror positivt i början av en räntehöjningscykel, men utfallet är beroende av både utgångsläget och hastigheten i ränterörelserna. Därför är det viktigt att poängtera att oron till trots, gäller det att fundera på hur världen ser ut om ett par månader. Troligen har vi då en lägre inflationstakt, mindre stressade centralbanker, mindre pandemiproblem och ett potentiellt uppdämt konsumtionsbehov. Detta ger potential för stabilare marknader framöver.

Globala aktier

Hög inflation pressar börserna

Ökande motvind präglar början av året. Tillväxtprognoser och räntenivåer ger allttjämt stöd, men börserna kläms när båda faktorerna är under press. Hur Federal Reserve hanterar inflationshotet blir centralt för börserna.

Besvärande hög inflation pressar upp ränteförväntningar och hotar efterfrågan och på sikt bolagens höga marginaler. Hur amerikanska centralbanken, Federal Reserve (Fed), kan hantera inflationshotet och hur långräntan reagerar på räntehöjningar och minskade obligationsköp blir centralt för börserna. Ytterligare eskalering av den geopolitiska situationen i Ukraina vore också negativt, med högre riskpremier som följd. Högre volatilitet är att vänta, men TINA (There Is No Alternative) och bolagens förmåga att anpassa sig ger ändå hopp.

Efter att orosmolnen gradvis byggts upp, särskilt under senare tid, har 2022 börjat med osäkerhet och svaga börser. En kursreaktion efter fjolårets närmast linjära uppgång är i sig inte förvånande, men den stökiga bilden manar till viss försiktighet.

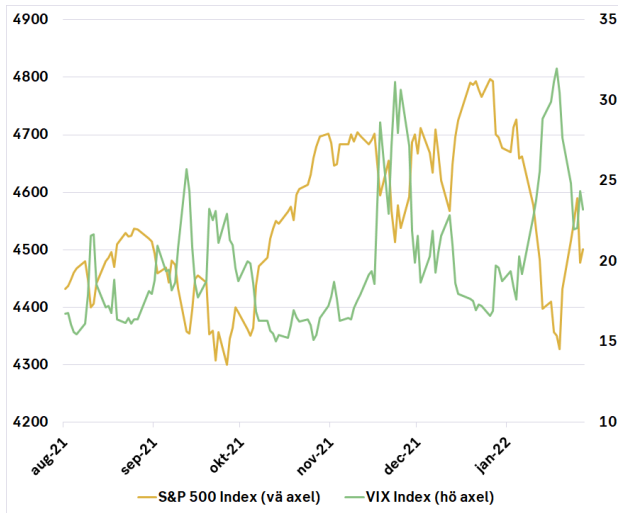
I förra *Investment Outlook* (december 2021) beskrev vi att borsbränslet i form av godartad tillväxtbild och fortsatt låga räntor (TINA-argumentet) kvarstod, men att begynnande orosmoln skapade risker för volatilitet och motiverade lägre avkastningsförväntningar. Börserna avslutade året starkt,

men problemen tornar nu upp sig och den positiva grundbilden kläms från två håll när både tillväxt och räntenivåer ifrågasätts. Kvartalsrapporterna har inledningsvis varit starka och ger en positiv bild av efterfrågeläget samt förmågan att hantera kostnadsinflationen.

Minskat stöd från Fed

Det är lätt att lista fler osäkerhetsfaktorer. Stigande energi- och råvarupriser, leveransstörningar och brist på komponenter, effekter av virusspridning, geopolitisk oro, höga marginaler i bolagen samt värderingar som är historiskt höga hör till bilden. Men störst oro skapar inflationstrenden och dess effekter. Kvantitativa lättnader i USA avvecklas i snabbare takt och vi får tidigare och fler styrräntehöjningar är tidigare förväntat. Därmed försvagas stödet från positivt likviditetsflöde och ultralåga korträntor, vilket skapar oro och högre volatilitet. Kina kan dock gå i motsatt riktning. Efter ett tufft år med ökade regleringar och fallande börskurser ser vi nu räntelättnader i syfte att stabilisera ekonomi och börs inför höstens val.

Inflation, åtstramningar och geopolitisk oro skapar volatilitet och fallande börser



Källa: Bloomberg

Grafen visar utvecklingen för S&P 500 Index i USA samt VIX-index, som mäter den förväntade volatiliteten på S&P 500. Orosmomenten är många, vilket speglas i fallande kurser och förväntningar om kraftiga slag på börserna.

Inflationen skapar flera hot

Inflationsbilden sätter också press på tillväxt och vinster. Företagen har hittills visat en god förmåga att hantera ökade kostnader. Men bolagskommentarer pekar på att uppgången i kostnader både är stor och bredbaserad och riskerar därmed att sätta press på marginalerna. Hög inflation begränsar också konsumtionsutrymmet och leder till nedjusterade prognoser på efterfrågan och tillväxt.

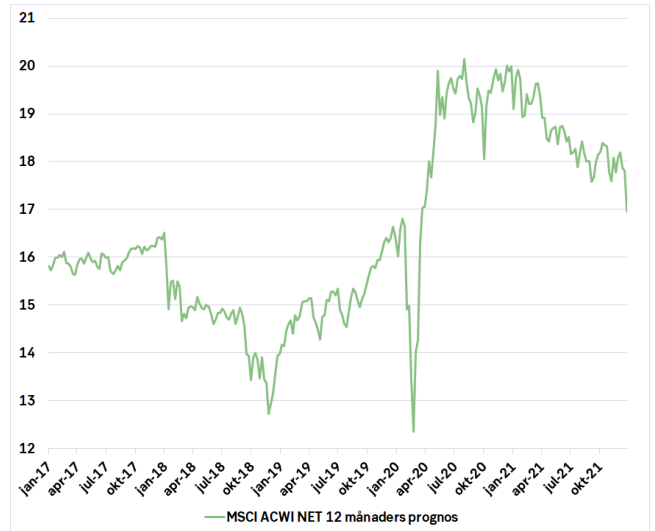
Vinstexplosion 2021 modererade värderingarna

Om den negativa trenden håller i sig hamnar börserna under stark press. Än så länge finns dock balanserande krafter. I vårt huvudscenario räknar vi fortsatt med en tillväxt över trend för 2022, och även om obligationsräntor stiger en del, förblir de låga. Fjolårets kraftiga börsuppgångar motiveras mer än väl av den vinstexplosion vi såg. Från förväntningar om vinstökningar på runt 25 procent vid årets inledning landade vi på det dubbla – vinstrevideringarna var i stort i paritet med kursuppgångarna. Värderingen uttryckt som P/E-tal sjönk faktiskt något under året, men är fortfarande åt det höga hållet historiskt. I dagsläget väntas vinstökningar på 5-10 procent både för 2022 och 2023. Givet tillväxtbilden bör dessa kunna uppfyllas, även med viss marginalpress. Förmågan att skapa goda vinster under svåra förhållanden, som bolagen hittills visat, inger också hopp.

Kraftgång på tillväxtmarknader skapar möjligheter

Den skrala utvecklingen på tillväxtmarknaderna (Emerging markets, EM) har gjort värderingsskillnaden mot de utvecklade marknaderna, i synnerhet den amerikanska, rekordstor. Riskerna och övergripande fundamentala faktorer som

Värderingen på världens börser fortfarande något över det normala



Källa: Bloomberg

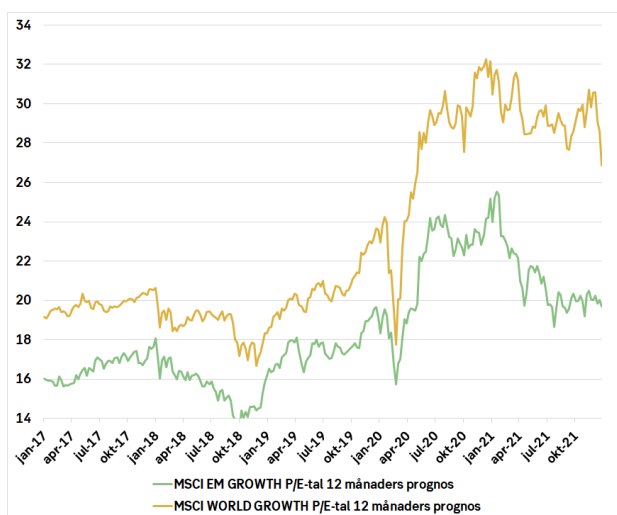
Grafen visar utvecklingen för P/E-talet på världens börser. Sedan ett år tillbaka har värderingen fallit tack vare stigande vinster. Under den senaste perioden har värderingen fallit på grund av fallande börser, medan vinstrevideringarna varit relativt oförändrade.

vanligtvis missgynnar EM, som stark amerikansk valuta, högre räntor i USA och krympande skillnad i BNP-tillväxt blocken emellan (BNP-skillnaden EM vs Developed markets, DM), är känd och välrepererad. Investerarkollektivet har tagit fasta på gamla sanningar och dragit ner exponeringen mot EM, vilket skapat utflöden och därmed förstärkt den svaga trenden. Inledningen av året visar dock tidiga tecken på en vändning. Svaga marknader under föregående år, som Brasilien och Kina, leder uppgången medan 2021 års vinnare Indien, Ryssland och Taiwan har inlett svagare – sammantaget har dock EM-aggregatet stått emot riskaversionen som präglar inledningen av året. Kina är nyckeln till en fortsatt positiv utveckling. BNP-prognoserna i Kina har gradvis justerats ner på grund av nolltolerans mot Covid-19, överbelåningsproblem i byggsektorn samt ökade regleringar av delar av IT-sektorn. Åtgärder har vidtagits för att "mota Olle i grind", aktiemarknaden har tagit fasta på monetära lättnader och tecken på en regeringsstött kreditexpansion. Svagare ekonomisk tillväxt medför dock nedjusteringar av vinstprognoser, men dessa är ännu så länge moderata.

Värderingen i Kina befinner sig på ungefär samma nivå som för fem år sedan trots att tillväxtbolagens andel av börserna har ökat under perioden, vilket gör att det finns utrymme för en viss multipelexpansion. Likt övriga världen har lågt värderade aktier i EM utvecklats bättre än högt värderade aktier, men tillväxtaktier i EM har utvecklats betydligt bättre än sina västerländska motsvarigheter i år. Vi föredrar fortsatt tillväxtsegmentet i EM, då värderingen är relativt låg i förhållande de vinstökningar som väntas, samtidigt som P/E-talet är under 20. Tillväxtsegmentet domineras av Taiwan och Korea som har världsledande bolag inom halvledarsegmentet, och Kina, vars internetgiganter fått ta emot mycket stryk under fjolåret, men som i grunden är välskötta, snabbväxande

och numera lågt värderade. I utvecklingsländer som växer snabbt, exempelvis Indien och Vietnam, återfinns också tillväxtbolag inom traditionella sektorer som fastigheter, finans och defensiva konsumentbolag. Viss multiplexpansion av tillväxtbolagen har vi sett under den senaste femårsperioden, men inte alls i samma utsträckning som i väst.

Stor värderingsdiskrepans mellan tillväxtbolagen



Källa: Bloomberg

Grafen visar utvecklingen för P/E-talet i den utvecklade delen av världen (MSCI World Growth exklusive EM) och EM. Även om fallet på Nasdaq har varit brant under januari, är värderingsgapet fortfarande stort.

Potential efter sur inledning av året

Håller grundbilden är risken för ytterligare börsnedgångar begränsad. Dagens turbulens kan bestå en tid till, men om våren möts med till exempel en tydlig nedgång i virusspridning, minskad geopolitisk oro och inflation som vänder ner, samtidigt som prognoserna är i stort intakta, talar tillväxt och räntebild ändå för att börsåret kan sluta på plussidan. Ökad osäkerhet och begränsad potential talar dock för mer volatilitet och stora kast än tydlig riktning på börserna.

Om tillväxten står emot motvinden samtidigt som räntorna stiger bör det innebära fortsatt potential för konjunkturkänsliga bolag med låg värdering. Skulle ränteuppgången mattas av finns det istället en större kortsiktig potential i tillväxtbolagen som fallit kraftigt på kort tid. De tvära kasten mellan olika kategorier av bolag (tillväxt, value, momentum, kvalitet etc) lär fortsätta tills den makroekonomiska bilden, i synnerhet långräntornas utveckling, har klarnat. Vår syn är dock att den åtstramande penningpolitiken drar med sig hela räntekurvan uppåt. Efter årets inledande tillnyktring på börserna räknar vi med att en traditionell, fundamental värderingsansats övervinner den spekulativa. Med stigande inflation och åtstramande penningpolitik är det fördel för bolag med starka marknadspositioner som kan föra kostnadsinflationen vidare till kund. Låga värderingar och starka balansräkningar är också karakteristiska som är åtråvärda i inflationstider.

Nordiska aktier

Fjolårets vinnare, årets förlorare?

Börsåret har inletts svagt, delvis på grund av faktorer som vi menar kommer att prägla hela året, men också på grund av oro för händelser som inte ingår i vårt huvudscenario. Vinstutvecklingen förväntas vara stark, men samtidigt kommer börsen tvingas ge tillbaka delar av den extraordinära uppvärdering som skett till följd av penningpolitiska stimulanser de senaste åren.

Börsåret väntas bli präglad av en kamp mellan vinsttillväxt och multipelkontraktion. De aktier, sektorer och börser som har gynnats mest av fallande avkastningskrav/ multipelexpansion de senaste två åren, kommer sannolikt att drabbas mest negativt när den penningpolitiska trenden nu vänder. Vinsttillväxten gynnas samtidigt av den ökade inflationstakten. I princip alla bolag brottas med hög kostnadsinflation, men de flesta räknar med att kunna kompensera sig via egna prishöjningar. Vapenskrammel från Ryssland är ett orosmoment som potentiellt kan kullkasta vårt huvudscenario och medföra en påtaglig stagflationsimpuls för hela Europa.

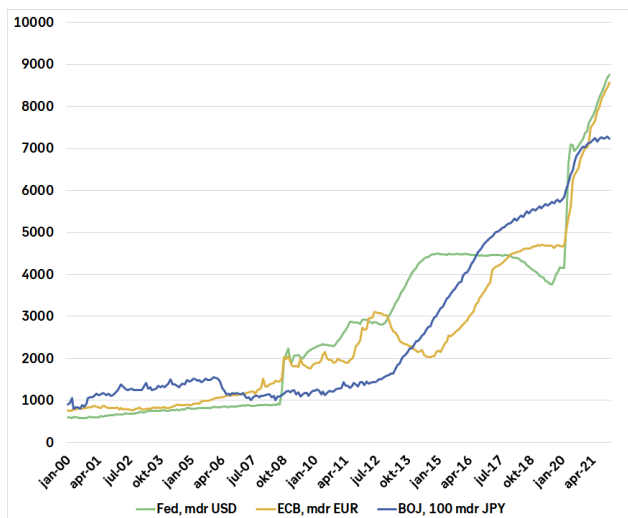
Den viktigaste drivmotorn lägger i backen

Centralbankernas unika penningpolitiska expansion sedan pandemin bröt ut är enligt vår bedömning den överlägset viktigaste drivkraften bakom de senaste årens starka börs-

utveckling. Finansmarknaden har i år nått en plötslig insikt om att det börjar bli dags att normalisera penningpolitiken, Bank of England och amerikanska Federal Reserve förväntas gå före, men trenden är densamma för i princip alla stora centralbanker av betydelse utom Kina. Vi menar att det som har varit en stark medvind för aktiemarknaden håller på att förvandlas till motvind, och i vanlig ordning börjar börsen diskontera det som komma skall redan innan det inträffar.

För börserna innebär detta ett oerhört betydelsefullt trendbrott. Vi bedömer att de börser, aktier och sektorer som har gynnats mest av de penningpolitiska stimulanserna också kommer att drabbas mest negativt när dessa nu börjar rullas tillbaka.

Penningpolitiska stimulanser har lyft världens börser, nu vänder vinden



Källa: Bloomberg, SEB

Diagrammet visar balansräkningens storlek för Federal Reserve (miljarder dollar), ECB (miljarder euro) och Bank of Japan (100-tals miljarder yen). Centralbankernas omfattande tillgångsköp har bidragit starkt till tillgångsprisinflationen de senaste åren. När balansräkningarna slutar expandera och sedan krympa är det rimligt att räkna med betydande effekter på börserna, något vi redan har fått ett smakprov på.

Multipelkontraktion blir årets melodi

Värderingarna av många, men absolut inte alla, aktier har under de gångna åren till synes tappat kontakt med det gamla normala. Även om det är stora skillnader på vad investerarna vurmar för, har sentimentet på många sätt påmint om den så kallade IT-bubblan vid millenniumskiftet. Värderingsnivån på många aktier i Norden och framför allt Sverige nådde under 2021 nivåer som inte förekommit på de över 20 år som passerat sedan den bubblan pyste ut. Utryckt annorlunda; investerarna valde att diskontera hög tillväxt under oerhört lång tid framöver, vilket är förenat med hög risk. Tecken på en viss tillnyktring efter fjolårets eufori syns redan nu och vi förväntar oss en fortsatt normalisering under året, och även om vi inte kan utgå från att värderingarna ska tillbaka till de nivåer som rådde före pandemin menar vi att korrigeringen ännu är långt ifrån över. Vi förväntar oss inte en linjär återställning. Det kommer att vara en volatil anpassningsperiod med upprepade bakslag, men anpassningen till den nya verkligheten kan förväntas prägla stora delar av eller hela 2022.

God vinstutveckling ligger i den positiva vågskålen

Vid vårt investerarseminarium i början av januari (SEB Nordic Seminar) bekräftade börsbolagen överlag den positiva bild vi har av vinstutsikterna för året. Visserligen lider företagen av hög kostnadsinflation, som dessutom har blivit mer bredbaserad än för ett par kvartal sedan. Det är inte längre bara råvaror, halvledare, elektricitet och transporter som stiger i pris, de flesta kostnaderna inklusive löner är på väg upp. Flera företag menar dessutom att de räknar med reallöneökningar 2022 och 2023 då personalen har relativt god förhandlingsposition i många branscher och kräver kompensation för den högre konsumentprisinflations de upplevt på senare tid.

Trots detta var det få företagsledare som hängde med huvudet. De räknar i princip genomgående med att kunna kompensera sig genom att skicka vidare de högre kostnaderna till sina kunder genom prishöjningar. I vissa fall räknar företagen med ett tidsmässigt glapp där kostnadsökningarna kortsiktigt pressar marginalerna innan kompenserande prishöjningar hunnit slå igenom, men förvånansvärt många räknar med att kunna reagera snabbare. Intressant är även att bolag i branscher som traditionellt ansetts ha svag förmåga att höja priser, exempelvis tillverkare av personbilar och vitvaror, och därmed ofta ser sina marginaler pressade i tider som dessa, nu uppvisar ett påtagligt självförtroende att de denna gång har förmågan att snabbt kompensera sig fullt ut med egna prishöjningar.

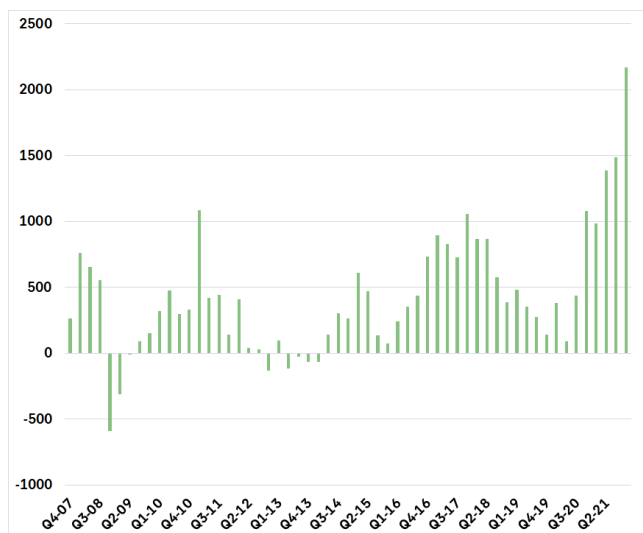
Efter en vinsttillväxt på 75 procent 2021 räknar vi med ytterligare 10 procent 2022 i Norden, medan motsvarande prognoser för Sverige är 42 procent 2021, följt av ytterligare 18 procent 2022. Detta ligger förvisso redan i prognoserna, men utgör ändå ett stöd för den starka börsutveckling som har varit, den bygger inte enbart på multiplexpansion.

Risker och möjligheter i öst

Huvudscenariot för året är en fortsatt konjunkturell återhämtning, vilket bidrar till en förväntad stark vinsttillväxt i år igen, men det finns i vanlig ordning risk för både sämre och bättre scenarier relaterat till omvärldsutvecklingen. Den i skrivande stund allt hetare konflikten mellan NATO och Ryssland över Ukraina riskerar, förutom det humanitära lidandet, att leda till en kraftig förvärring och förlängning av den redan pågående energikrisen i Europa. Huvudskälet till de höga elpriserna i Europa är Rysslands begränsade naturgasexport till regionen. Denna effekt kan förväntas bli mångdubbelt större om ett krig faktiskt bryter ut. Det som idag ser ut att vara en övergående huvudvärk för just denna vinter riskerar då att bli både långsiktig och väsentligt värre än vad vi hittills har sett. Det blir en stagflationsimpuls av rang mot europeisk ekonomi som skulle omkullkasta våra huvudscenarier och öppna för en väsentligt mer negativ börsutveckling.

På den positiva sidan tycks Kina ha lagt om den ekonomiska politiken påtagligt under inledningen av innevarande år med ett flertal stimulerande åtgärder, både penningpolitiska och finanspolitiska, riktade till sektorer som bostadsbyggnad och infrastruktur. Den signifikant mer tillväxtvänliga politiken är ett försök att stoppa upp och reversera konjunkturavmattningen, vilket bådar gott för resten av året, i synnerhet för råvarusektorn och verkstadsindustrierna med stor närvaro i Kina, vilket är två tunga sektorer på den nordiska aktiemarknaden. Vi finner det klart uppmuntrande för stål, metall och annan råvaruindustri att marknaden förblivit så stark under det gångna året trots den påtagliga avmattningen i Kina, där BNP-tillväxten kontinuerligt mattats av. Visserligen var tillväxten på 18 procent i inledningen av året från extremt låga jämförelsetal, men den sekventiella avmattningen till 8 i andra kvartalet, 5 procent i tredje och 4 procent i sista kvartalet hade kunnat få betydligt större inverkan på sektorn som nu förväntas redovisa rekordvinster för 2021 och börja 2022 mycket starkt.

Nya rekordresultat för metallindustrin väntar



Källa: Bloomberg, SEB

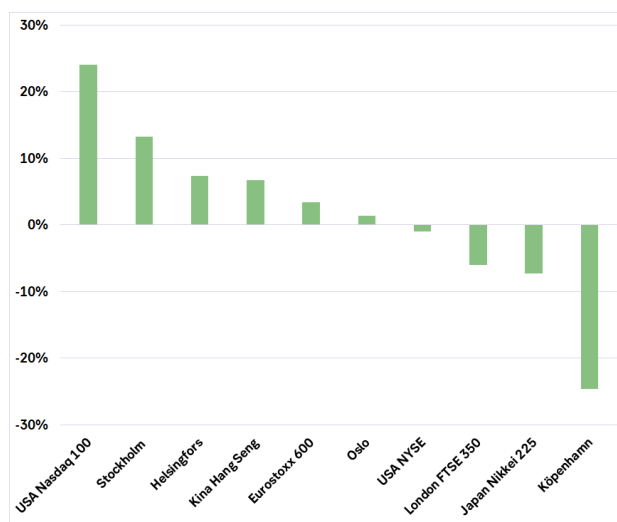
Diagrammet visar kvartalsvisa vinster för de fem största börsnoterade nordiska stål- och metallbolagen i miljoner euro. 2021 väntas bli ett rekordår och inledningen på 2022 ser mycket lovande ut.

Stora skillnader i Norden

Börserna i Oslo och Helsingfors har visserligen inte hängt med Stockholm och Köpenhamn sedan januari 2020, men uppgångarna på 25 procent respektive 35 procent är mycket respektabla så länge de inte behöver jämföras med Stockholm och Köpenhamnsbörsens uppgångar på cirka 48 procent. Världsindex har klättrat 30 procent (17 procent exklusive USA under samma period). Trots korrigeringen i inledningen av 2022 sticker Stockholm fortsatt ut med en relativt stor uppvärdering, helt drivet av vissa segment där multipelexpansionen varit mer eller mindre extrem.

Köpenhamnsbörsen sticker ut med en stor P/E-talskontraktion sedan inledningen av 2020, men de aggregerade siffrorna störs kraftigt av rederikoncernen A.P. Møller-Mærsk, som ensamt bidrar med 45 procent av de totala vinsterna 2021 och 2022, men där lönsamheten framöver förväntas falla tillbaka nästan lika snabbt och skarpt som den ökat till följd av pandemin och efterföljande kapacitetsbrist inom containertransporter. Aktien värderas till P/E 3 på vår prognos för 2022, vilket drar ner snitt P/E-talet för Köpenhamnsbörsen dramatiskt. Det vill säga multipelkontraktionen 2020-2021 för Köpenhamnsbörsen är primärt en funktion av en temporär vinstspik i ett bolag. Dansk läkemedelsindustri har värderats upp rejält, men däremot syns inte någon motsvarande multipelexpansion i danska serieförvärvsbolag som den vi upplevt i Sverige över samma tidsperiod. Helt klart är dock att börserna i Helsingfors och Oslo aldrig drabbades av den eufori som spred sig i Sverige förra året, samt att de klarat inledningen av 2022 betydligt bättre. Eftersom de norska och finska marknaderna inte dragit lika stor nytta av den ultralätta penningpolitiken finner vi det rimligt att de inte heller kommer att drabbas till närmelsevis lika hårt av den förestående åtstramningen som Stockholmsbörsen.

Stor multipelexpansion för Stockholmsbörsen



Källa: Bloomberg, SEB

Mellan 1 januari 2020 och 20 januari 2022 har P/E-talet (konsensus 12 månaders framåtblickande) expanderat kraftigt för Stockholmsbörsen liksom för amerikanska IT-aktier medan utvecklingen i övriga Norden och internationella finansmarknader varit mer i linje med vinststillväxten. Efter uppvärderingen handlas Stockholms All-share index till P/E över 20, jämfört med Oslo på 14 gånger medan Helsingfors och Köpenhamn värderas till drygt 16 gånger.

Bubbeltendenser i delar av marknaden

Euforin 2021 påminde tydligt om IT-bubblan 1999 i många avseenden, även om det givetvis också finns vissa påtagliga skillnader. Generellt är det lönsamma och växande bolag som stått i centrum för euforin denna gång. Det finns dock ingen motsättning mellan en värderingsmässig bubbla i aktierna och att bolagen växer under lönsamhet. Ericsson var ett mycket lönsamt och synnerligen snabbväxande bolag i slutet av 90-talet. Visserligen förvärrades och förlängdes nedgången dramatiskt av den kris som sedan drabbade hela telekombranschen, men det stora problemet var initialt att aktien den 1 januari 2000 värderades till 88 gånger vinsten för 1999. Idag värderas Ericsson till 17 gånger fjolårets vinst.

Det finns idag 57 aktier på Stockholmsbörsen med ett sammanlagt börsvärde på 1 822 miljarder kronor (13 procent av totala börsvärdet exklusive investmentbolag, förlustbolag och bolag utan konsensusprognoser) som värderas till 40 gånger vinsten 2021 eller högre. För dessa är det vägda genomsnittliga P/E-talet 52. Givetvis finns det ingen exakt gräns för när något är en bubbla och det kan inte heller avgöras utifrån vinsterna för ett enskilt år, men P/E-tal på 40-50 gånger eller högre, implicerar höga förväntningar på den framtida vinstutvecklingen. Denna grupp av bolag har hittills i år tappat 13 procent, vilket i skrivande stund är dubbelt så mycket som index. Trots detta är de upp med 37 procent i snitt på 12 månader, vilket är en överavkastning mot index på 13 procent. Det senare gäller för de som funnits på börsen i minst ett år, inte mindre än 13 av de 57 högst värderade bolagen har börsnoterats under det gångna året.

Utöver verksamhetsdrivande bolag med höga P/E-tal finns en rad fastighetsbolag och investmentbolag där förväntningarna om fortsatt substansvärdetillväxt är anmärkningsvärt höga. Ett högre ränteläge och minskade stimulanser från centralbankerna kommer samtidigt att bromsa tillgångsprisinflationen, vilket försvårar för dessa bolag att fortsätta växa sina substansvärden som historiskt.

Fjölårets vinnare riskerar svårast motvind i år

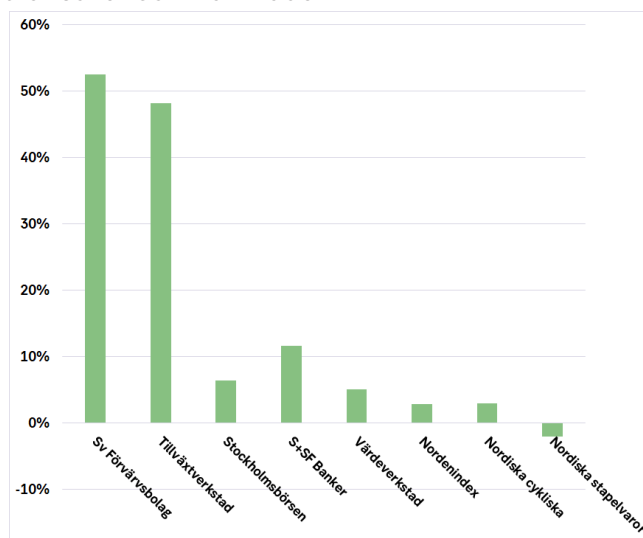
Det mest anmärkningsvärda med Stockholmsbörsens utveckling de senaste åren är de extrema skillnader som skapats mellan olika segment av börserna, både mellan, och inom olika branscher. Bland de hetaste segmenten märks serieförvärvsbolag, vissa fastighetsbolag och många investmentbolag samt delar av IT- och medicintekniksektorerna. Samtidigt har många cykliska industriföretag, men även defensiva bolag som stapelvaruindustrin, i princip inte värderats upp alls (eventuella kursuppgångar förklaras enbart av växande vinster).

Minst lika iögonfallande som skillnaderna mellan branscher, är de stora skillnaderna inom vissa branscher, exempelvis mellan olika grupper av bolag inom verkstadsindustrin, där värderingsskillnaden är historiskt hög och har så förblivit under många månader. Samma mönster, men ännu mer extremt, syns inom fastighetsbranschen. Bolag med mer aggressiva expensionsstrategier, snabb implementering av lägre avkastningskrav vid värderingen av fastigheterna och/eller mer karismatiska och medialt uppmärksammade ledare har värderats upp kraftigt, medan andra bolags aktier i princip har följt utvecklingen för det underliggande substansvärdet. Samma skillnad i utveckling syns även vad gäller det implicita avkastningskravet på dessa bolags fastighetsbestånd. Här är det dock viss skillnad i utgångspunkt då de heta fastighetsaktierna tenderar att vara fokuserade på lokaltyper som historiskt har värderats med högre avkastningskrav, exempelvis lagerlokaler och lokaler i förorter eller mindre samhällen i Norrland. Det implicita avkastningskravet är sannolikt en sämre jämförelsevariabel för de olika grupperna av aktier, eftersom pandemin slagit olika på olika typer av lokaler, premie mot substansvärdet tar dock hänsyn till de olika lokaltypernas egenskaper och värdeutveckling.

Genomgående ser vi att de aktier som gynnats mest av den exempellösa penningpolitiska expansionen under pandemin nu riskerar att påverkas mest negativt. Bland förlorarna i ett sådant scenario märks fastighetsbolag, i synnerhet de med hög premievärdering mot substansvärdet, serieförvärvsbolag, delar av hälsovård och IT-sektorerna, samt investmentbolag med premievärdering mot substansvärdet och fokus på högt värderade branscher.

Aktier i defensiva branscher med modesta värderingar, i synnerhet de som även karaktäriseras av tillväxt, bör utvecklas positivt liksom andra värdeaktier inklusive många cykliska industriaktier. Utvecklingen bör även innebära fördel Oslo och Helsingforsbörserna kontra Stockholm. På Stockholmsbörsen är det fördel stora bolag framför medelstora (de storleksmässigt direkt nedanför de 30 största och som ofta kallas "småbolag" trots börsvärden på 30-100 miljarder kronor), som idag i snitt värderas väsentligt högre än de största börsbolagen. Stockholmsbörsens All-share index över alla bolag på börserna handlas till drygt 20 gånger väntad årsvinst medan de 30 största värderas till 17 gånger vinsten och index för de 100 största, där de medelstora bolagen väger tungt, värderas till 23 gånger. Oslobörsen värderas till P/E 14 och Helsingfors till P/E 16.

Stor skillnad i multiplexpansion mellan olika branscher och marknader

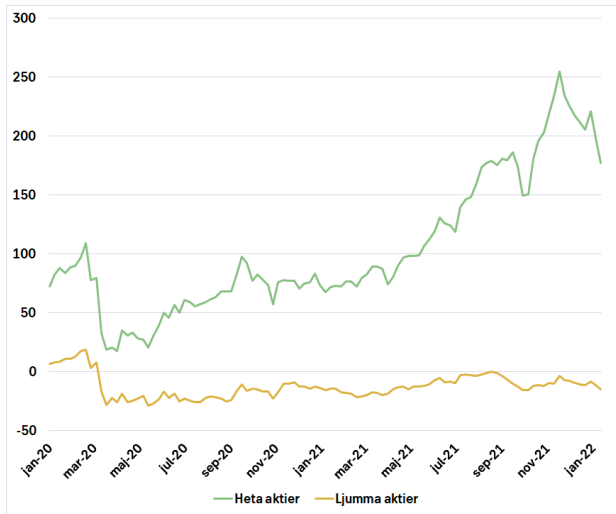


Källa: Bloomberg, SEB

Mellan 1 januari 2020 och 20 januari 2022 har P/E-talet (konsensus 12 månaders framåtblickande) expanderat kraftigt för svenska serieförvärvsbolag, men även många andra så kallade tillväxtbolag inom allt från IT och medicinteknik till verkstadsindustri. För många cykliska industriföretag har värderingsmultiplarna däremot i princip inte förändrats alls och för de defensiva stapelvarubolagen har P/E-talet till och med gått ner något.

Grupperna ovan definieras som likaviktade snitt för åtta svenska förvärvsbolag, respektive fyra av de största och relativt dyrare svenska investeringsvarubolagen, fyra av de största och relativt billigare svenska investeringsvarubolagen, fyra svenska och finska storbanker, 10 nordiska skogs- och metallbolag och verkstadsaktier med lågt P/E-tal, samt sex stora nordiska tillverkare av stapelvaror.

Sentimentet till fastighetsaktier har blivit påtagligt tudelat under pandemin



Källa: Bloomberg, SEB

Diagrammet visar likaviktad genomsnittlig premie/rabatt mot substansvärdet för tre populära fastighetsbolag respektive tre av de stora fastighetsbolagen med blandade bestånd som inte påverkats av den eufori som råder inom delar av fastighetsaktiemarknaden.

Diagrammet visar likaviktat genomsnittligt implicit avkastningskrav (EBITDA/EV) för tre populära fastighetsbolag, respektive tre av de stora fastighetsbolagen med blandade bestånd som inte påverkats av den eufori som råder inom delar av fastighetsaktiemarknaden.

Sammanfattning

I vårt huvudscenario fortsätter fjolårets vinnare att tappa till förmån för mer attraktivt värderade aktier, både cykliska och defensiva. Omställningsprocessen kommer inte att ske utan bakslag, men sannolikt pågå under hela, eller en stor del av året. Börsutvecklingen som helhet blir en kamp mellan växande vinster och multipelkontraktion. För stora delar av Stockholmsbörsen blir detta en utmanande miljö, medan Oslo och Helsingfors har bättre förutsättningar. Trots hög kostnadsinflation väntas vinsterna växa starkt i hela Norden, drivet av bolag som har stark förmåga att höja priser. En större konflikt mellan Ryssland och NATO riskerar att ge en mer negativ utveckling än vårt huvudscenario då det sannolikt resulterar i lägre tillväxt och högre energikostnader.

Ränteinvesteringar

Tilltagande förväntan om minskade stimulanser

Givet att inflationen tilltog snarare än mattades under slutet av förra året tvingades världens centralbanker till sist överge tron om att inflationsökningarna var övergående. Således är det nu ett faktum att centralbanksstimulanser i form av låga styrräntor och obligationsköp kommer att reverseras.

Minskade tillgångsköp och räntehöjningar har redan initierats i vissa länder, samtidigt som förväntansbilden om kommande räntehöjningar är påtagligt hög. Dock tycks flertalet bedömare se en kort och intensiv period av höjningar under 2022 och 2023, varefter styrräntorna förväntas ligga stilla.

Statsobligationer (exkl Emerging Markets)

De inledande åtstramningarna av penningpolitiken under förra året i form av minskade tillgångsköp (Federal Reserve, Fed och Europeiska Centralbanken, ECB) samt räntehöjningar (bland annat Norges Bank och Bank of England, BoE) fick störst effekt i form av stigande kortrräntor. Långräntor rörde sig generellt sidledes under hösten, vilket enligt vår mening till stor del reflekterade stigande ränteförväntningar för 2022-23 i framför allt USA, men i stort sett oförändrade styrräntor efter 2023. Prissättningen av en relativt brant, men kort höjningscykel i USA indikerar att initiala räntehöjningar ses som ett steg i att dämpa ett långsiktigt högre inflationstryck, men väntas också ha negativa effekter på ekonomin, vilket resulterar i att styrräntorna väntas toppa på relativt

låga nivåer. Medan förväntningar om en relativt kort höjningscykel har begränsat uppgången i långa räntor, har däremot utsikterna för att Feds balansräkning kan börja minskas redan under andra halvåret i år, bidragit till stigande långa räntor den senaste månaden.

Som en följd av vårt försiktigt positiva makrosenario är vår prognos att marknaden över tid kommer att prissätta en något längre räntehöjningscykel, vilket väntas bidra till stigande långräntor. Tillsammans med att Fed börja minska sin balansräkning redan i år innebär det att den amerikanska 10-åriga statsräntan förväntas stiga till 2,10 procent i slutet av 2022. I euroområdet kommer balansen mellan ECB:s obligationsköp och nettoemissioner av statsobligationer att vara något mindre gynnsam för obligationer 2022, jämfört med de senaste åren. Tillsammans med stigande globala långräntor innebär det att vi förväntar oss att den tyska 10-årsräntan stiger till strax över noll (0,20 procent) i slutet av 2022. Vår prognos att ECB höjer räntorna under andra halvåret 2023 väntas också bidra till ett visst tryck uppåt på långa räntor under senare delen av 2022 och 2023.

För svensk del prissätter nu marknaden en full Riksbankshöjning om 25 procentenheter till slutet av 2022, samt fyra ytterligare höjningar till mitten av 2024. Vi tror dock att en första höjning dröjer till 2023, men att balansräkningen istället börjar bantas redan i år. Ränteskillnaden mot Tyskland avseende 10-årsräntan föll mot slutet av 2021, och handlas nära de lägsta nivåerna sedan hösten 2020, vilket innebär cirka 45 procentenheter. Fortsatt starka statsfinanser och risk för ytterligare minskat obligationsutbud väntas bidra till att ränteskillnaden förblir snäv under större delen av 2022. Spekulationer om att Riksbanken kommer höja räntan före ECB skulle dock kunna bidra till en viss ökad ränteskillnad under senare delen av 2022 och 2023.

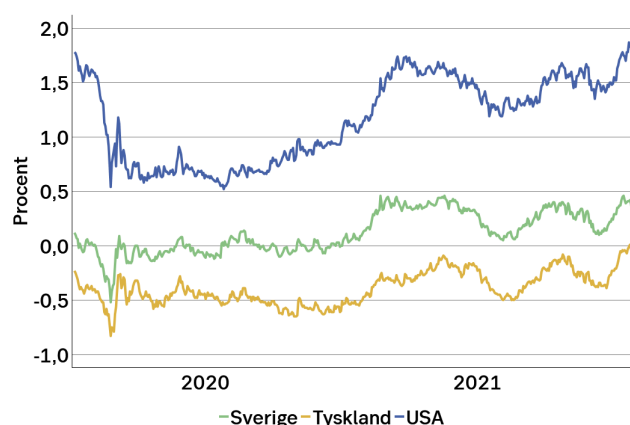
Prognoser för statsobligationer

Räntan för 10-åriga statsobligationer	Juni 2022	Dec 2022	Dec 2023
USA	1,90	2,10	2,50
Tyskland	0,00	0,20	0,50
Sverige	0,45	0,70	1,05

Källa: SEB, prognoser januari 2022

Efter begränsad uppgång i långa statsräntor under 2021 förväntas centralbankernas åtstramande penningpolitik att leda till högre nivåer de kommande åren. Risken för negativa effekter på tillväxten håller tillbaka uppgången något medan Feds eventuella minskning av balansräkningen har motsatt effekt.

Begränsad uppgång i statsobligationsräntor 2021



Källa: Macrobond

Centralbankernas tro om att den starka inflationen var av övergående karaktär tillsammans med virusspridningen fick långa statsräntor att röra sig sidledes under 2021.

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

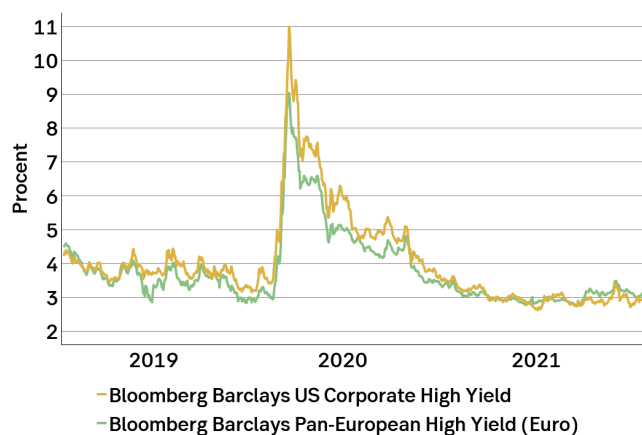
Isolerat behöver inte högre centralbanksräntor tillsammans med högre långa obligationsräntor nödvändigtvis vara direkt negativt för företagsobligationer och dess kreditsspreadar. Det är snarare osäkerheten kring hur snabbt och hur kraftfullt centralbankerna avser att normalisera penningpolitiken, som skapar volatilitet och dämpar investerarnas riskvilja. Den negativa prisrörelse vi såg för företagsobligationer under inledningen av december förra året var delvis kopplad till att Fed vände och relativt snabbt ökade den planerade åtstramningstakten, samtidigt som spridningen av Omikron givetvis också bidrog till osäkerheten. Kreditmarknaderna kunde dock återhämta större delen av nedgången sista veckorna under året, varpå kreditsspreadarna återigen handlas på de relativt låga nivåer som rådde innan pandemin bröt ut.

Indirekt signalerar dessa snäva kreditsspreadar en positiv bild av förutsättningarna för företagsobligationer, något som kan tyckas vara märkligt givet den retorik och strategi som centralbankerna använder och kommunicerar. Men beaktat resonemanget ovan, tillsammans med det faktum att företag under de senaste åren har förbättrat sin kreditvärdighet är det inte helt ologiskt. De kraftigt förbättrade vinsterna har stärkt företagets balansräkningar trots att belåningsgraden i vissa fall har ökat. Även företagets likviditetsbuffertar har ökat, vilket innebär att de står bättre rustade att hantera oförutsedda ekonomiska händelser, samtidigt som räntetäckningsgraden, dvs bolagens förmåga att underhålla sina lån, är i bra skick jämfört med tidigare år. En tydlig trend har även varit att många företag har nyttjat det låga ränteläget till att lägga om sina skulder, både till lägre räntenivåer, men även till lån med längre löptider.

Mot bakgrund av ovanstående resonemang anser vi att marknaden för företagsobligationer ser någorlunda solid ut. Potentialen för ytterligare krympning av kreditsspreadarna är förvisso begränsade, givet de låga nivåer som råder, men samtidigt bör den fundamentala bolagsbilden tillsammans med god underliggande förräntningstakt bidra till fortsatt god potential för företagsobligationer. Det faktum att centralbankerna och penningpolitiken rör sig i en alltmer åtstramande riktning är i sig inte heller en påtaglig risk. Faran ligger i om åtstramningen leder till en kraftig inbromsning av den ekonomiska tillväxten, vilket indirekt skulle ändra bilden till det negativa. Bolags- och sektorspecifika effekter från högre priser på insatsvaror kan också komma att ge en mer fragmenterad bild avseende förutsättningarna framöver. Givet en högre underliggande ränta, lägre ränterisk samt en fördelaktig flödesbild inom High Yield-obligationer relativt Investment Grade-obligationer, ser vi fortsatt en viss fördel att äga High Yield, dock krymper fördelen i takt med högre räntor och lägre kreditsspreadar.

Tillväxtmarknadsobligationer –

Ränteskillnader på samma nivåer som före pandemin



Källa: Bloomberg/Macrobond

Kreditspreaden, dvs den ränta som en företagsobligation ger utöver räntan på en statsobligation med motsvarande löptid, är nu tillbaka på de nivåer som noterades innan pandemins utbrott för både amerikansk och europeisk High Yield.

Emerging Market Debt (EMD)

Sannolikt kommer inledningen av 2022 att innebära samma utmaningar för ränteplaceringar på tillväxtmarknader som under andra halvan av 2021. Marknadens prissättning av den penningpolitiska normalisering som genomförs i USA förväntas initialt under året att vara stödjande för både den amerikanska dollarn och USD-räntor, något som indirekt påverkar EMD negativt. Bilden är i mångt och mycket den samma avseende Kina där regulatoriska ingrepp och åtstramningar i kreditgivningen, tillsammans med problemen inom fastighetssektorn, satte press på hela den finansiella marknaden under föregående år och förmodligen under inledningen av detta år.

Dock bör dessa negativa effekter mattas av under årets gång, i takt med att inflationen stabiliseras, samtidigt som pandemins minskade kraft bör leda till återöppnandet av flertalet tillväxtekonomier. Även gällande Kina bör stimulanser kunna bidra till en något stadigare bild under året.

Trots att den makroekonomiska motvinden lär bestå för tillväxtländerna under årets första månader är det dock troligt att investerare vänder tillbaka sitt fokus när inflationen vänder ner och ränteutvecklingen blir tydligare och även stabiliseras. Vid den tidpunkten bör värderingarna på företagsobligationer inom segmentet High Yield vara attraktiva efter förra årets nedgång, samtidigt som andelen kredithändelser (ex Kina) förväntas landa under 2 procent 2022, och flertalet inhemska valutor handlas på låga nivåer.



Tema: Från QE till QT Vad händer när penning- politiken stramas åt?

Allt sedan den globala finanskrisen 2008-2009 har centralbanker pumpat in likviditet i det finansiella systemet, med en tydlig acceleration under pandemin. När nu ekonomin befinner sig i en fas med tillväxt över trend, möjliggörs en välbehövlig normalisering av penningpolitiken, dock inte utan utmaningar. En alltför snabb åtstramning kan knäcka tillväxten, medan fortsatta stimulanser kan ge varaktigt hög inflation.

Centralbanker har pumpat in likviditet i det finansiella systemet, med en tydlig acceleration under pandemin. Totalt har centralbankerna försett marknaden med cirka 20 000 miljarder dollar. Det har bidragit till stabilitet och hållit nere obligationsräntorna. Samtidigt har styrräntorna etablerats på extrem låga nivåer, drivet av en tidvis mycket låg inflation. Detta har bland annat lett till stigande tillgångspriser och stora omfördelningar av förmögenheter. Ökade skulder riskerar också att på sikt hota förtroendet för det finansiella systemet.

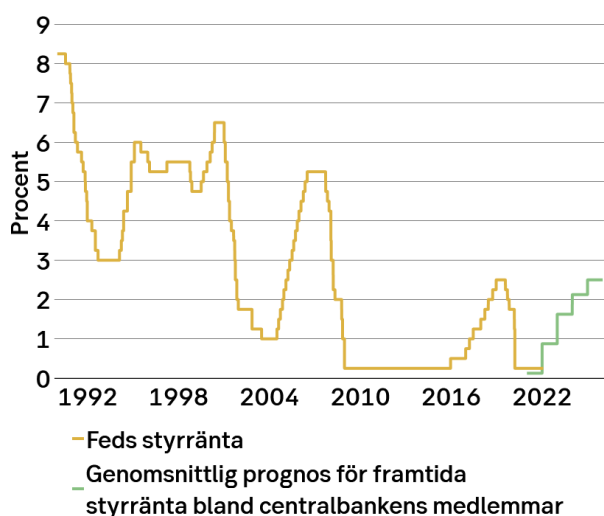
När nu ekonomin befinner sig i en återhämtningsfas med tillväxt över trend, möjliggörs en välbehövlig normalisering av penningpolitiken, med tre huvudsakliga steg för centralbankerna att ta:

- Reducera köpen av obligationer (sluta stimulera)
- Höja styrräntan
- Minska befintlig obligationsportfölj (dra tillbaka likviditet)

Det är dock inte utan utmaningar. Virusutbredningen skapar tillväxtrisker, samtidigt som besvärande hög inflation ställer centralbankerna inför ett dilemma, inte minst då den reala räntan blir mer negativ när inflationen stiger. En alltför snabb avveckling av den stimulerande politiken riskerar att leda till fallande tillgångspriser och kan knäcka tillväxten. För stora stimulanser kan elda på brasan och ge varaktigt hög inflation.

Det är rimligt att anta att centralbanken i USA, Federal Reserve, Fed, i år och 2023 höjer räntan med ett par procentenheter. Syftet är att pressa ner dagens höga inflationstakt på omkring 7 procent, och understöds av det faktum att dagens starka tillväxt inte kräver fortsatta stimulanser. Fed kommer även att använda en krympning av balansräkningen som avkylningsmedel. En majoritet av världens övriga centralbanker planerar också att röra sig åt samma håll, men i varierande takt och magnitud. Ett tydligt undantag är kinesiska People's Bank of China (PBoC), som under den senaste tiden har infört en rad tillväxtfrämjande åtgärder, inklusive räntesänkningar.

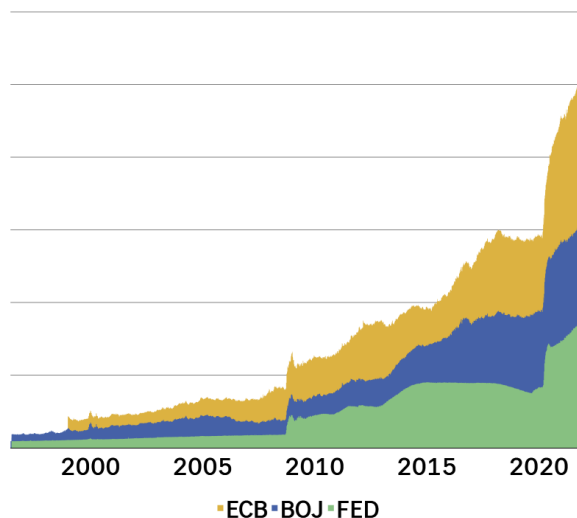
Fed planerar snabba sturräntehöjningar



Källa: Morningstar

I grafen visas Feds styrränta samt den genomsnittliga prognosen bland centralbankens medlemmar, vilket innebär en förväntad höjning med sammanlagt 2 procentenheter till och med utgången av 2023.

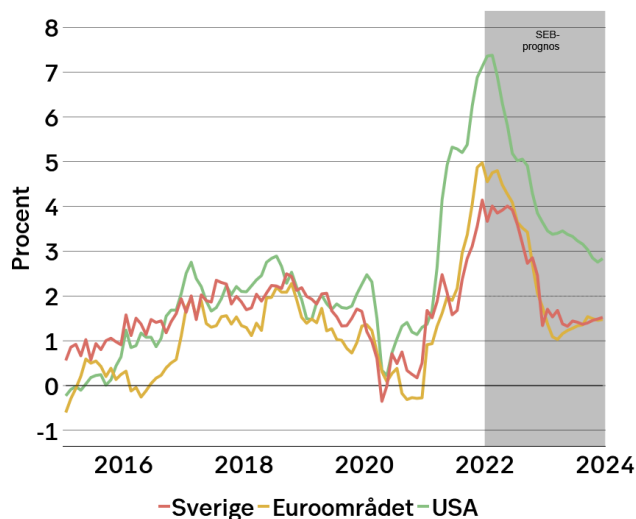
Fed går först med krympande av balansräkning



Källa: Morningstar

I grafen visas balansomslutningen över tiden för den amerikanska centralbanken (Fed), den europeiska centralbanken (ECB) samt den japanska centralbanken (BoJ). Främst omfattar det investeringar i olika typer av ränteinstrument. Fed signalerar en krympning från och med sommaren medan ECB och BoJ förväntas fortsätta expandera ytterligare ett tag framöver.

SEB:s prognos avseende inflationsutvecklingen



Källa: SEB Nordic Outlook

Grafen visar den historiska årliga KPI-nivån mätt som årlig procentuell förändring samt SEB:s prognoser för de kommande två åren för USA, Euroområdet och Sverige. Först vid utgången av 2023 förväntas inflationstakten återigen vara i linje med den som rådde för pandemins utbrott.

En tema-artikel i senaste numret av *Nordic Outlook* belyser frågan och försöker uppskatta effekterna på räntan när centralbankerna byter riktning i politiken. Att bortdragna obligationsköp innebär en press uppåt på räntorna är givet, efterfrågan minskar ju samtidigt som finansieringsbehovet består, vilket skapar ett större utbud av obligationer. Detta sker i en miljö när stigande styrräntor också flyttar upp golvet för långräntorna. Den nivå där styrräntan inte längre är stimulerande, neutral ränta, är dock idag betydligt lägre än

historiskt, uppskattningsvis runt 2 procent i USA. Frågorna är flera: Vad händer på marknaderna när centralbanksstödet försvinner? Hur reagerar börserna på högre räntor och minskad likviditet i systemet? Vart går "smärtgränsen" för TINA-argumentet (There Is No Alternative), det vill säga vid vilken räntenivå blir obligationer åter ett reellt investeringsalternativ?

Vi väljer att titta på frågeställningarna utifrån ett amerikanskt perspektiv då USA:s kapitalmarknad är den dominerande och Federal Reserve är den centralbank som påverkar globala kapitalmarknaden i störst utsträckning. Vår prognos är att den amerikanska styrräntan når 2 procent vid utgången 2023 och att den 10-åriga statsobligationsräntan vid samma tidpunkt når 2,5 procent. Marknadsprissättningen avseende styrräntan indikerar att de flesta bedömare tror att Fed inte lyckas, eller behöver, höja räntan mer än till 2-procentsnivån. Fed själva kommunicerar dock ett behov att gå längre än så. För att 10-årsräntan inte ska tryckas upp högre än till 2,5 procent krävs att centralbankshöjningarna bär frukt och pressar ner inflationen till nivåer i närheten av det långsiktiga inflationsmålet på 2 procent. Vidare måste tillväxttakten vid utgången av 2023 ha bromsats upp från dagens nivåer på omkring 7 procent. Vår prognos är att detta sker och att tillväxten vid utgången av 2023 har närmat sig 2 procent.

Utbud och efterfrågan rubbas mindre än befarat

Under lång tid har det funnits en oro för att Fed skulle hamna i en situation där det finns fog för en krympning av den ackumulerade balansräkningen, dominerad av stats- och bostadsobligationer, samtidigt som obalanserna i statsfinanserna skenar. Under 2020 stimulerade regeringar världen över för fullt för att kompensera för de negativa effekter som pandemin förde med sig.

Redan ifjol vände dock trenden och insatserna normaliseras ytterligare. Det innebär att Feds planer på att minska sin balansräkning framöver sammanfaller med ett succesivt minskat upplåningsbehov. Denna nettoeffekt beräknas dock inte medföra att investerare kommer att sköljas över av ett kraftigt ökat utbud av amerikanska obligationer. Demokraternas framtvungade nedskärning av stimulanspaketet har reducerat upplåningsbehovet ytterligare.

Nettoeffekten är självklart beroende av hur aggressiva Fed vill vara i sin nedjustering av balansräkningen. Ska man nöja sig med naturliga obligationsförfall, eller ska man dessutom sälja av obligationer som fortfarande löper? Här är det rimligt att anta att processen blir vårdad och tydlig, vilket är det man signalerat till marknaden för att inte skapa onödig oro. Exempelvis skulle Fed kunna sätta en gräns om maximalt 60 miljarder dollars minskning per månad. Med dessa nivåer skulle investerare få absorbera nya amerikanska statsobligationer under de kommande åren i nivå med volymerna under 2021. Den naturliga takten av obligationer till förfall ligger på cirka 50 miljarder USD per månad de kommande två åren. Detta är nivåer som marknaden kan hantera utan större besvär och ovanstående antaganden om räntenivåer är inom rimliga gränser även om det självklart är behäftat med osäkerhet. Feds senaste uttalanden stödjer

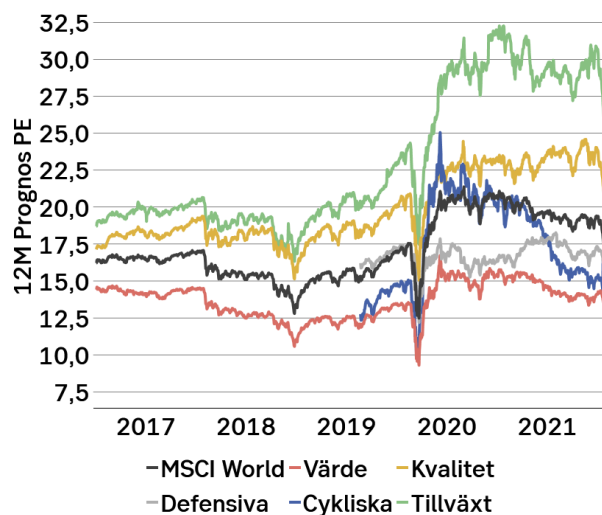
ovanstående då man tydligt aviserar att man främst avser att använda styrräntan för att pressa ner den höga inflationen.

Ska vi säga adjö till TINA?

TINA syftar på att vid mycket låga räntor, med mycket låg, eller obefintlig ersättning för den risk man tar, tvingas investerare söka sig till andra tillgångar.

Vi har definitivt haft en stark TINA-effekt under en längre period och vi vet att det har skapat tillgångspris-inflation. Nu när konsumentpris-inflationen är hög och driver upp räntorna försvagas TINA-effekten och värderingar utmanas. Det sker genom att det har blivit intressantare att äga en 10-årig statsobligation när räntan är 1,8 procent än under 2020 när den var 0,5 procent som lägst. Dessutom påverkas värdet av framtida vinster när de ska nuvärdesberäknas för att fastställa ett pris idag på ett företag eller en aktie. Då använder man en diskonteringsränta och ju högre den är, desto lägre blir nuvärdet. Detta förklarar varför högt värderade företag, där ofta en stor del av företagets värde ligger i framtida intjäning, har varit extra känsliga för denna mekanism under senare tid då räntor varit i en stigande trend. Å andra sidan har samma företagsvärdering gynnats under tidigare år när räntorna bara föll och föll. Effekten varierar således mellan olika typer av företag, men den aggregerade effekten är negativ och därför är det rimligt att förvänta sig att de mest upptrissade värderingarna utmanas mest. Samtidigt gäller det att komma ihåg att lönsamheten är stark, så många företag har en god möjlighet att dela ut medel till sina aktieägare eller återköpa egna aktier, och att dessa

Indexvärderingen närmar sig 2017 års nivå



Källa: Bloomberg

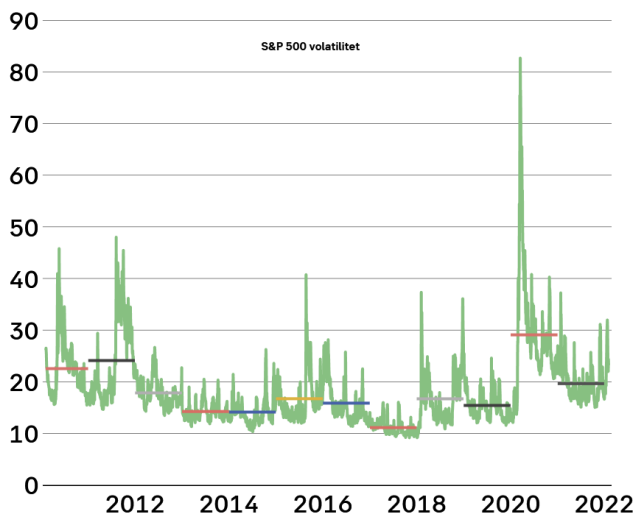
Grafen visar hur olika typer av företag inom MSCI World Index har P/E-talsvärderats sedan 2017. Tillväxtbolag är företag med hög försäljningstillväxt. Kvalitetsbolag är företag med hög avkastning på eget kapital, stabil vinsttillväxt och låg finansiell skuldsättning. Cykliska företag är konjunkturkänsliga medan defensiva företag inte är det. Värdeföretag är lågt värderade i förhållande till snittet för MSCI World.

utdelnings-/återköpsnivåer tydligt överstiger en kupong på 2 procent från en 10-årig statsobligation. Detta gäller självklart inte hela marknaden. Tillväxtsegmentet, som i regel delar ut mindre till sina aktieägare, förtjänar en premievärdering, men självklart finns det gränser. En förflyttning mot lägre värderingsnivåer sker nu i snabb takt och vi rör oss mot en mer rimlig och balanserad prissättning aktiemarknaden. För ett globalt aktieindex närmar vi oss nu värderingsnivåerna från 2017.

Från QE till QT påverkar på volatiliteten

Att ha en ständig köpare som dessutom har förannonserat hur mycket man tänker investera varje månad, är per definition ett effektivt sätt att reducera volatiliteten i kapitalmarknaden, och effekten fortplantar sig mellan tillgångsslagen. Trots att 2021 blev ett fantastiskt år med vinstökningar om 50 procent och imponerande inflöden till aktiemarknaden, hamnade den genomsnittliga volatiliteten klart högre än snittet för 2012-2019. Det är en indikation på att åren med extremt stabila marknader ligger bakom oss.

Högre volatilitet i den amerikanska aktiemarknaden



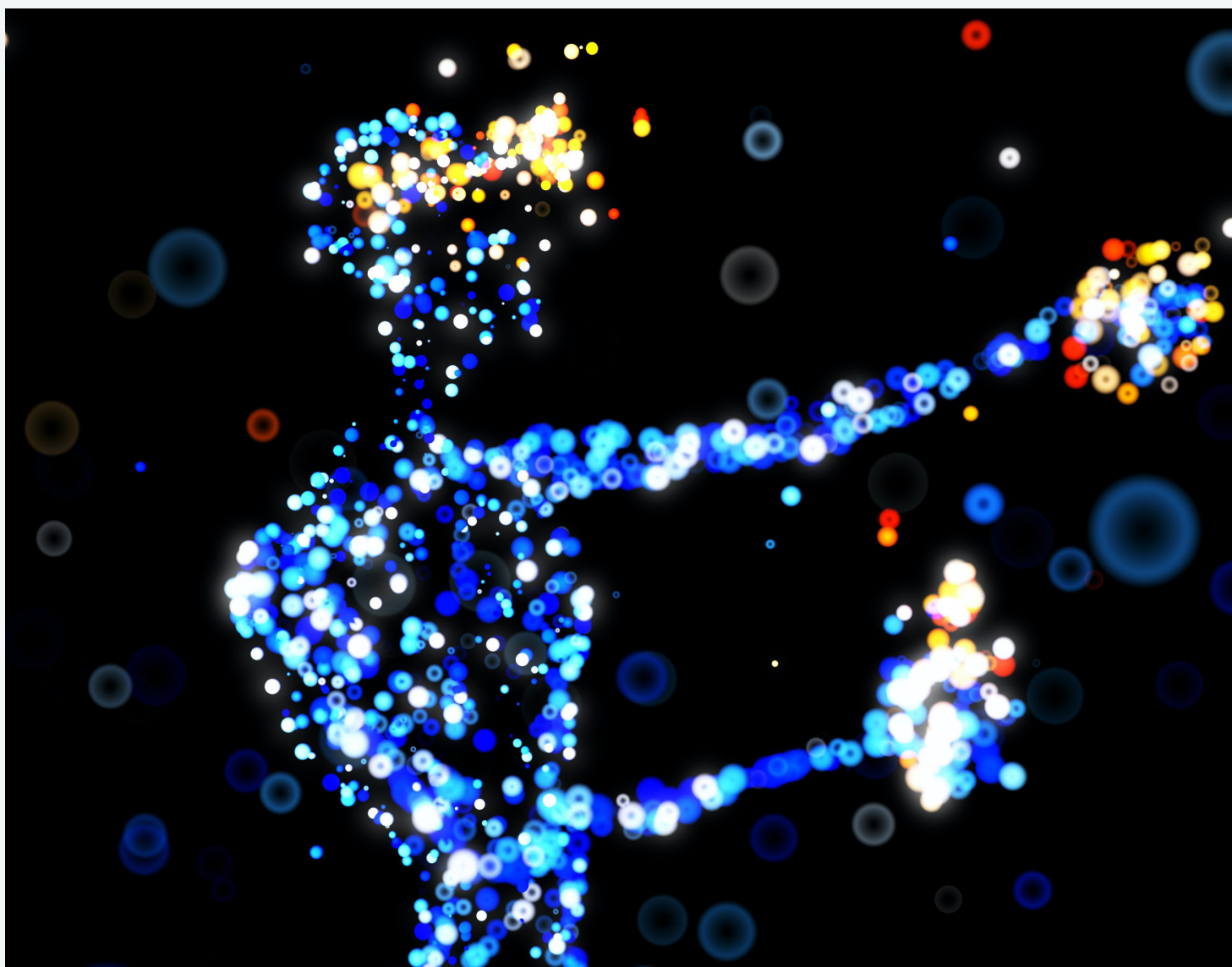
VIX index mäter volatiliteten i realtid via optionsmarknadens prissättning. Snittvolatiliteten 2021 är högre än något enskilt år under perioden 2012-2019, och inledningen visar den fortsätter på inlagen väg.

Slutsatser

Att ge ett exakt svar på hur stora effekterna på kapitalmarknaden kommer att bli när centralbankerna går från en mycket stimulerande politik, till att höja styrräntor och succesivt minska balansräkningarna, är en omöjlig uppgift. Utfallet är beroende av hur mycket och hur snabbt de höjer räntorna, samt hur mycket och hur snabbt de bantar balansräkningarna. Självklart påverkas kapitalmarknaden samtidigt av hur tillväxttakten, inflationen och företagsvinsterna utvecklas under samma period. Det är nettot av detta och investerarens tolkning som ihop med en rad andra faktorer (t ex geopolitiska utmaningar) kommer att bestämma utfallet.

Trots alla osäkra variabler, kan vi dra slutsatsen att en mer restriktiv penningpolitik är en negativ kraft för kapitalmarknaden, och därmed ställs det större krav på leverans i form av tillväxt och företagsvinster. Vi kan också dra slutsatsen att en striktare penningpolitik sätter press på värderingarna av finansiella och reala tillgångar. Dessa samband har varit de främsta skälen till de riskreduktioner vi har genomfört i våra portföljer under det senaste halvåret.

Att volatiliteten kommer fortsätta att vara hög är en rimlig slutsats. Även investerarens riskaptit kommer variera kraftigt i takt med centralbankens förmåga att navigera och löpande anpassa sina planer efter marknadens utveckling.



Tema: Metaverse Interaktivitet och uppslukande upplevelser

Metaverse och Web 3.0 är två begrepp vars definitioner utvecklas löpande, men som förväntas påverka individer och företag de kommande åren. Metaverse syftar på hur interaktionen mellan individer sker i en virtuell värld med tredimensionella objekt. Web 3.0 är ett bredare begrepp och beskriver hur internet förändras. Det senaste året har företag lanserat strategier för en virtuell värld i 3D, i stort sett vad som helst i den fysiska världen kan få en digital tvilling på internet.

I detta tema går vi igenom hur utveckling av hård- och mjukvara inom VR (Virtual reality, virtuell verklighet) och AR (Augmented reality, förstärkt verklighet) ger stöd till utvecklingen av metaverse. Vi beskriver även hur begrepp som blockkedjor och NFT (non-fungible token) kan bidra till mer decentraliserade strukturer, och berör även områden som vi tidigare haft som teman i *Investment Outlook*, som 5G, sakernas internet (Internet of Things) och dataspelsbranschen.

Utveckling av Web 3.0 inkluderar teknik som blockkedjor för att registrera ägarbyten, vilket underlättar transaktioner av digitala varor mellan olika parter. Det förväntas leda till att internet decentraliseras och säljare och köpare av varor och tjänster kan sluta avtal med monetära transaktioner, utan inblandning av en central aktör, som till exempel en bank.

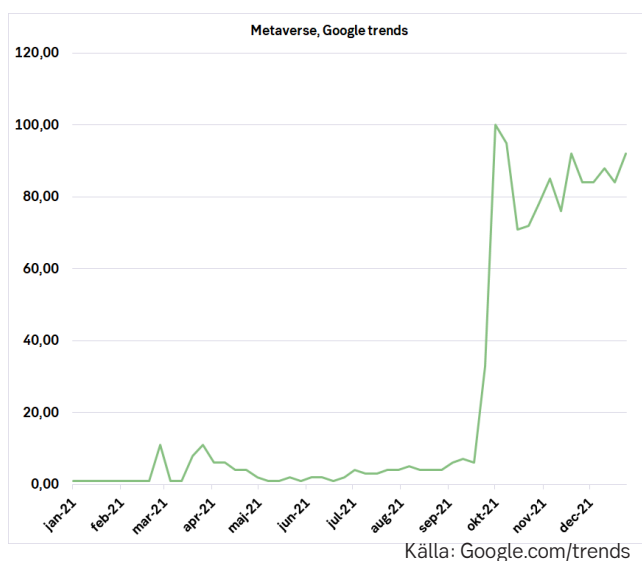
Utvecklingen innebär också att företagen måste förändra sina affärsstrategier för att vara relevanta på internet, något som påverkar kommunikationen och arbetssättet mellan anställda i företag och organisationer. På samma sätt som mobilt internet och appar har påverkat sättet vi interagerar idag, kan nästa steg ändra mycket i vårt sätt att strukturera vårt arbete och vår fritid.

En bransch som ligger långt framme i utvecklingen i den tredimensionella virtuella världen är dataspelsbranschen, en sektor där många svenska företag har starka positioner, och som kan gynnas av en digital framtid där den fysiska världen integreras med den virtuella tredimensionella – metaverse.

Metaverse - Hype eller stor påverkan framöver

Metaverse är ett begrepp som uppstod med science fiction-författaren Neal Stephenson som myntade begreppet i sin bok *Snow Crash*, i vilken huvudfiguren använder en uppföljare till internet som är en virtuell värld befolkat med avatarer som kontrolleras av användarna. En virtuell värld bortom universum.

Sökhistoriken för metaverse har stigit kraftigt



Grafen ovan visar hur sökintresset för ordet metaverse på Google har utvecklats sedan början av 2021 enligt Google/trends med index 100 vid tidpunkt för högsta sökintresse.

I samband med att Mark Zuckerberg uppgav att Facebook ska döpa om sitt bolag till Meta har sökordshistoriken för metaverse ökat kraftigt hos Google. Vi såg även en viss uppgång tidigare under 2021, i samband med att spelbolaget Roblox började noteras. Bolaget har en plattform av web- och konsolbaserade datorspel i en virtuell värld där användarna, till stor del barn, skapar egna spel och kommunicerar med andra, samt kan handla saker till sin spelfigur.

En vanligt förekommande förklaring till varför ett ökat inslag av tredimensionella virtuella plattformar kommer påverka vår fritid och arbete är att det skapar en mer uppslukande upplevelse för användarna. Den tekniska utvecklingen och förmågan för olika plattformar att kommunicera med varandra avgör om det skapas ett internet med en virtuell värld i 3D som allt mer interagerar med den verkliga världen. Det kommer troligen att finnas flera plattformar som erbjuder tredimensionella virtuella upplevelser.

Digitala tvillingar

För att skapa en tredimensionell värld i internet som integreras med fysiska verkligheten krävs sensorer som mäter den analoga verkligheten. Via uppkoppling (trådlös och fiber), mjukvara och molntjänster kan data översättas med hjälp av VR och AR-kameror till tredimensionella bilder och upplevelser.

För individen kan den digitala tvillingen vara en avatar som deltar i tredimensionella världar där den digitala upplevelsen kan komplettera eller förstärka den fysiska världen.

Detta påverkar även företags och organisationers arbetsätt. Tredimensionella bilder kan underlätta möten, planering, samarbeten och utveckling via gemensamma nätverk. Det innebär att företag kan distribuera, utveckla, simulera och testa bildbaserad information i realtid oberoende var i världen man befinner sig. Dessutom kan arbete ske parallellt och inte sekventiellt, vilket kan öka produktiviteten. Exempel på användningsområden är simulering av fastigheter och städer innan de färdigställs, utveckling av nya flygplan och andra komplicerade system utan behov av ritningar. Det kan också användas i militära operationer med utbildning i en värld som överensstämmer med platsen för uppdraget.

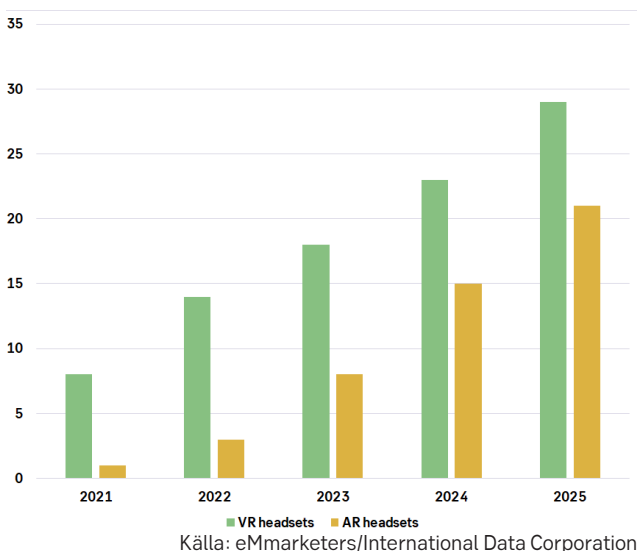
Ericsson har en bred patentportfölj inom området som kallas "sakernas internet" (Internet of Things, IoT). Deras två senaste förvärv av de amerikanska företagen Cradlepoint och Vonage är en del av strategin att växa inom företagsmarknaden för att stödja operatörer med nya tjänster och utveckla integrerade lösningar inom uppkoppling och kommunikation. Företaget har ännu inte inkluderat metaverse i sin offentliga strategi, men att de jobbar med 5G-teknik för digitala tvillingar och AR för att koppla ihop den fysiska världen med digitala står tämligen klart.

Virtuell och förstärkt verklighet, VR & AR

Användandet av utrustning som VR-glasögon och att förstärka upplevelser med AR-glasögon förväntas öka kraftigt i samband med utvecklingen av metaverse. Företaget Oculus som ägs av Meta (fd Facebook) är klar marknadsledare inom bärbar VR- och AR-utrustning. Enligt International Data Corporation förväntades det levereras 8 miljoner enheter av

VR-utrustning och 1 miljon AR-enheter under 2021. Det bedöms mångfaldigas de kommande åren. Även Apple, Samsung, Microsoft och Google har ambitioner att expandera inom området.

Snabb ökning av AR- och VR utrustning



Grafen ovan visar hur antal VR- och AR-enheter globalt som förväntas säljas 2021 och fram till 2025. För VR utrustning förväntas en nästan trefaldig ökning och för AR en ökning på ungefär 2000 procent 2025 jämfört med 2021.

VD:n för mjukvarubolaget Unity och före detta chefen för Electronic Arts, John Riccitiello, spådde i mitten av 2021 att AR- och VR-headset kommer vara lika vanligt 2030 som en spelkonsol idag. Unity utvecklar mjukvara till hårdvaruplattformar och bör ha en god insikt i kommande lanseringsplaner.

Investeringar och satsningar relaterat till metaverse

Meta angav i samband med senaste kvartalsrapporten att man kommer separatredovisa verksamheten med namnet Facebook Reality Lab. Anledningen är att man avser satsa stora resurser inom AR- och VR-produkter och tjänster, vilket de anser är ett viktigt steg för nästa generation sociala upplevelser på nätet. Det är satsningar på hårdvara, mjukvara och innehåll. Verksamheten förväntas ha en negativ påverkan på bolagets totala vinst med 10 miljarder dollar på årsbasis. Det kan jämföras med det kvartalsvisa rörelseresultatet för bolaget som uppgår till 10-12 miljarder dollar. Att investeringar på metaverse är viktiga för Facebook/Meta märks också av på de drygt 100 ingenjörer man lockade över från AR-konkurrenten Microsoft som ett led i att ligga i framkant i utvecklingen.

Enligt investmentbanken Goldman Sachs kan investeringar relaterat till denna typ av teknologi och system på global basis uppgå till mellan 100 miljarder och 1 300 miljarder dollar per år de kommande åren. Det avser utveckling, tester och

integration av teknologi som hårdvara, mjukvara för AR, VR och blockkedjor. Som antyds av det stora prognosintervallet är det grova uppskattningar med stor osäkerhet, då alla företag inte har kommunicerat sina strategier.

Web 3.0

Internet har utvecklats från att i början ha använts på framför allt stationära datorer i hemmet eller på arbetsplatsen till att idag i allt större utsträckning användas via mobilen och andra mobila enheter var som helst i världen. Utvecklingen har också inneburit en flytt från lokal mjukvara och datahantering till abonnemang av molntjänster som erbjuder en kontinuerligt uppdaterad mjukvara och lagringsmöjligheter. Mobilt internet och utvecklingen av appar har inneburit stora skalfördelar för ledande centrala plattformar. Företag har expanderat med begränsade distributionskostnader. Skalfördelarna och den begränsade kostnadsökningen när antalet kundtransaktioner ökar via expansion av nya produkter eller tjänster gynnar företag som Facebook/Meta, Apple och Google.

Web 3.0 är en utveckling av internet. En tredimensionell virtuell värld där metaverse ingår och där transaktioner sker via blockkedjor. Det senare innebär att det inte finns behov av en tredje part som verifierar en transaktion. Det kan skapa ett mer decentraliserat internet med nya plattformar där vem som helst kan delta. Det ger en struktur med ökad direktkontakt mellan kreatörer, varumärken och slutkonsument, utan behov av mellanhänder.

Blockkedjor och NFT

Blockkedjor är ett begrepp som syftar på en decentraliserad distribuerad databas som lagras i många kopior, ett så kallat "peer till peer"-nätverk. Varje händelse lagras genom att ett block läggs till databasen. Det kan användas till att registrera ägarbyten och skapar möjlighet att registrera, certifiera och bevisa vem som äger en enskild tillgång. Betalningsmedel kan vara olika kryptovalutor, men även existerande valutor.

Blockkedjor minskar behovet av centrala aktörer som myndigheter, finansinstitut och större handelsplattformar för att möjliggöra en säker och pålitlig handel av varor. Det är en anledning till att utvecklingen av internet förväntas bli allt mer decentraliserad.

När digitala tillgångar blir unika via blockkedjor öppnar det för handel och äganderätt. Även om en digital vara kan kopieras hur många gånger som helst finns det en kedja av transaktioner som bevisar vem som äger den ursprungliga digitala tillgången. Dessa tillgångar kallas på engelska non-fungible token, NFT, bevis på en icke utbytbar vara. Idag representerar intäkter från digitala produkter för stora varumärkesbolag en väldigt liten del av marknaden. Däremot börjar intresset öka och starka varumärken lanserar både nya fysiska och digitala kollektioner och produkter samtidigt. Nätverkseffekten skapar ett bredare intresse för kollektionerna och även ett starkare varumärke. Även skapare av konstverk och andra attraktiva tillgångar kan bredda sin marknad.

Starka varumärken kan gynnas av internets utveckling. Redan idag sköter många företag som Puma och Nike en allt större andel av försäljningen via sina egna hemsidor. Med färre mellanhänder ökar både intäkterna och bruttomarginalen även om inte volymerna växer. Nike har förvärvat företag som bygger virtuella produkter för att förutom öka intäkter också stärka sitt varumärke för de konsumenter som deltar i den virtuella världen. Ralph Lauren samarbetar med Roblox för att stärka varumärket och skapa nya intäktströmmar. Precis som i den fysiska världen kan ägare av digitala varor anse att de har en upplevd nytta av tillgången, men det kan även bygga på en förväntan att tillgången kan stiga i värde och generera en finansiell avkastning.

Gaming-industrin ligger långt fram inom metaverse

Gaming har skapat grupper av användare där deltagandet också skapar ett syfte och mening förutom själva spelandet. Den virtuella världen har funnits under ett flertal år i spelvärlden och där användningen av framför allt VR har ökat under de senaste åren i takt med att hårdvaran har förbättrats. Även AR har blivit mer populärt där Pokemon Go utgivet av amerikanska Niantic öppnade spelvärdens ögon för kombinationen av fysisk och digital verklighet. Företag som ligger långt framme är Roblox och Fortnite-utvecklaren Epic Games, vilka har tagit stora kliv med sina virtuella världar som lockar miljontals människor dagligen. Dataspeleplattformar kan även erbjuda andra tredimensionella upplevelser förutom spel, som till exempel musikkonserter.

Förvärvsaktiviteten i dataspelesektorn fortsätter vara hög och två större förvärv har nyligen skett. Take-Two Interactive har erbjudit aktieägare i Zynga att betala 12,7 miljarder dollar för bolaget. Microsoft har presenterat ett bud på Activision Blizzard med ett företagsvärde på 69 miljarder dollar. För Take-Two är ett av argumenten att stärka bolagets position inom mobilspel, den del som växer snabbast inom den interaktiva underhållningsindustrin. Microsoft stärker också sin position inom mobilspelsmarknaden genom sitt förvärv (om det går igenom). Dessutom anger Microsoft att förvärvet passar in i deras strategi att integrera molntjänster och innehåll samt föra samman individer med liknade intressen. Man skapar en nätverkseffekt genom en breddning av spel, vilket ska öka antalet kunder som använder deras spelpass, som i sin tur lockar fler utvecklare och fler användare. Bolaget anger också att det är en byggsten för deras strategi kring metaverse. Man anger att gaming har skapat grupper av användare där själva deltagandet i gruppen också har ett syfte förutom spelandet. Metaverse är ytterligare ett steg i att koppla samman dessa grupper. Microsoft bedömer att antalet användare av konsol- och mobilspel och, i ökad utsträckning via molntjänster, växer från 3 miljarder idag till 4,5 miljarder användare 2030.

Bland de svenska spelutvecklarna sticker det lite mindre bolaget Beyond Frames ut som en potentiell uppköpskandidat för metaverse-skaparna. Bolaget utvecklar spel för just VR och AR, och fick sitt mediala genombrott när Mark Zuckerberg använde deras spel Down the Rabbit Hole för att göra en demo av deras nya VR-headset Oculus quest 2. Något som drev på Beyond Frames aktiekurs rejält.

För de större börsnoterade bolagen Embracer, Paradox Interactive och Stillfront är planerna och investeringarna mindre klara kring just metaverse, och satsningen på att integrera titlar och spel. Under presentationen av Embracers senaste kvartalsrapport nämnde man ett spel från deras studio Vertigo Games som ett "äkta" metaverse-spel, vilket ändå kan ge en fingervisning om att man håller sina ögon på utvecklingen och försöker hitta studios och titlar som kan rida på metaverse-vågen. Det var dock enda gången ordet nämndes innan frågan om metaverse ställdes av åhörare. VD Lars Wingefors var också tydlig med att man framför allt satsar på innehåll och titlar att populera metaverse med snarare än att själva skapa plattformen.

Hur Paradox Interactive och Stillfront förhåller sig till metaverse kan man endast spekulera i, men det är också två utgivare som inte i dagsläget har titlar eller spelutvecklare med fokus på VR- eller AR-utveckling. För Paradox gäller att de ungdomar som idag spelar på Roblox plattform eller spelar Fortnite, inte tillhör bolagets målgrupp, vilket med stor sannolikhet betyder att man inte fokuserar på fenomenet än. Stillfront har idag en bred palett av mobilspel inom olika genrer, om deras målgrupp rör sig över mot metaverse-plattformar kan man med stor sannolikhet förvänta sig att även deras spelutvecklare och framtida satsningar kommer att gå mot de plattformarna.

Sammanfattning

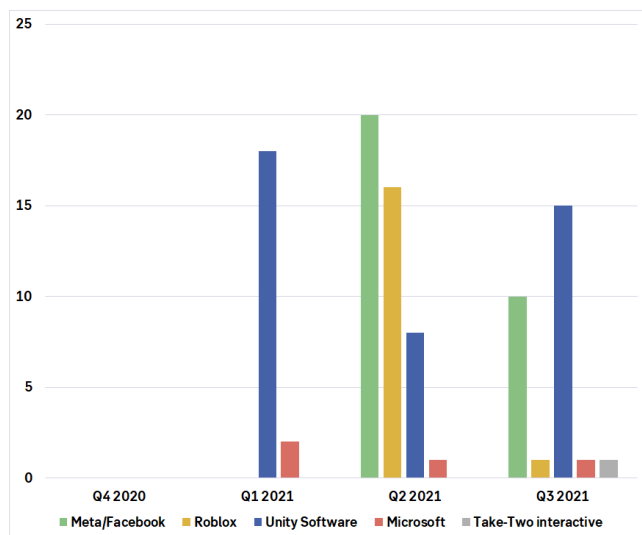
Hur vi kommunicerar och använder internet utvecklas ständigt. Utveckling av teknologi och standardisering av kommunikation, mjukvara och hårdvara skapar förändringar. Kommunikationen på internet har förändrats från text till bilder och filmer. En förväntan är att det i ökad utsträckning inkluderar tredimensionella virtuella upplevelser som kompletterar verkligheten. Annat som påverkar internet är utvecklingen av teknik som blockkedjor. Den skapar möjligheter för individer och företag, men kräver även förändrade strategier hos bolagen. Om metaverse är en utveckling som sker inom flertalet plattformar eller skapar en helt ny infrastruktur återstår att se. Förmågan för olika system och plattformar att fungera tillsammans kan avgöra hur metaverse utvecklas. Om internet blir mer decentraliserat, eller om de stora plattformsföretagen fortsätter att dominera är en fråga vars svar förväntas bli tydligare de kommande åren.

Dataspelebolagen ligger i framkant vad gäller virtuella tredimensionella upplevelser. De använder sin plattform av medlemmar till att erbjuda närliggande äventyr. Det sker en konsolidering via förvärv där mellanstora företag förvärvar mindre aktörer och där marknadsledare vill stärka sina positioner ytterligare framför allt inom mobilspel. Förutom skalfördelar är ökat innehåll, interaktivitet och skapandet av uppslukande upplevelser ledord bland företagen.

För att bilda en omfattning vilka amerikanska bolag som är exponerad mot begreppet metaverse så har vi gått igenom hur många gånger ordet har används i samband med företagens presentation av kvartalsrapporten sedan sista kvartalet

2020 som presenterades i början av 2021 fram till det tredje kvartalet 2021. Det bolag som tidigast och som nämnt ordet flest gånger är mjukvaruföretaget Unity. Roblox och Meta/Facebook ligger också högst, vilket innebär troligen att det är en stor del av företagets strategi.

Metaverse ett allt populärare ord hos företagen



Källa: Bloomberg

Grafen ovan visar hur många gånger som ordet metaverse har använts av företagens ledningspersoner i samband med sina presentationer av kvartalsrapporterna från det sista kvartalet 2020 till det tredje kvartalet 2021.



Tema: Utsläppsrätter

2022; året när prisnivån gör skillnad

EU har sedan 2005 ett system för handel med utsläppsrätter. Systemet har till syfte att minska utsläppen av växthusgaser och är via ett uppsläppstak kopplat till klimatmålen enligt Parisavtalet. Under 2021 steg priset på utsläppsrätter med drygt 165 procent, och vår bedömning är att 2022 blir första året då prisnivån på utsläppsrätter börjar få betydande påverkan för industrin.

EU har sedan 2005 ett system för handel med utsläppsrätter – European Union Emissions Trading Scheme, ETS. Detta har till syfte att minska utsläppen av växthusgaser från industrier och kraftverk. De industrier och kraftanläggningar som ingår i systemet står enligt Naturskyddsföreningen i Sverige, tillsammans för omkring 40 procent av EU:s totala koldioxidutsläpp. Handelssystemet bygger på att man sätter ett uppläppstak kopplat till klimatmålen enligt Parisavtalet. För 2021 sattes taket till 1,5 miljarder ton, och sänks successivt för att på så vis minska utsläppen. Den beslutade mängden utsläpp delas sedan upp mellan de som ingår i systemet, genom så kallade utsläppsrätter. Varje utsläppsrätt ger rätten att släppa ut ett ton koldioxid (eller motsvarande mängd av vissa andra växthusgaser). Utsläppsrätterna kan även handlas med via ett auktionsförfarande.

Under 2021 steg priset på utsläppsrätter från 30 till 80 EUR/ton, en uppgång med drygt 165 procent. Vi räknar med ett genomsnittspris på 100 EUR/ton under 2022-2023, i takt med att totala uppläppstaket sänks. Utöver prisökningen på utsläppsrätter kommer åtgärder inom områden som energieffektivisering och förnybar energi att vidtas, alla med syfte att minska utsläppen av växthusgaser. Åtgärderna inom energieffektivisering, är inte alltid lätta att identifiera, medan investeringar inom exempelvis sol- och vindkraft är enklare att se och utvärdera, där solenergiinstallationer är snabba, och vindkraften har längre ledtider. Vår bedömning är att EU och Storbritannien behöver tredubbla antalet anläggningar för förnybar energi, och att ett högre pris på utsläppsrätter kommer att påskynda och underlätta denna utbyggnad, vilket är en del av syftet.

Ett förlorat decennium med priser utan större relevans

Ett konstgjort marknadssystem kommer alltid att innehålla brister. När ETS lanserades 2005 inleddes en treårig testfas med utsläppsrätter, där syftet var att eliminera alla brister, det gick inte. Den så kallade Kyoto-perioden (länder som undertecknade Kyoto-protokollet förpliktade sig att reducera utsläppen av skadliga växthusgaser med 5 procent under perioden 2008-2012 i förhållande till 1990-nivåerna), inleddes 2008 och priset för utsläppsrätter låg då på 25 EUR/ton under det första halvåret. Sedan kom den globala finanskrisen och europeisk industriverksamhet avstannade helt, varpå utsläppen sjönk kraftigt. Utfärdandet av utsläppsrätter fortsatte dock utan avbrott, vilket ledde till ett överskott motsvarande mer än ett års utsläpp. Då det inte fanns någon mekanik i systemet för att reglera överskottet kvarstod det under flera år. Regeringarna inom EU hade fullt upp med att hantera den pågående skuldcrisen och valde att prioritera ner hållbarhetsarbetet. Utsläppsrättspriset låg på 9,3 EUR/ton i genomsnitt under närmare ett decennium, från 2009 till 2018, och så lågt som 5,8 EUR/ton i genomsnitt under 2017. Det låga priset innebar därmed att utsläppsrätterna fick högst begränsad relevans.

Ett misslyckande som åtgärdades och åtgärdades igen

Överskottet på utsläppsrätter och de mycket låga priserna var naturligtvis ett misslyckande för politikerna, som var väl medvetna om att marknaden inte fungerade som det var

tänkt. 2014 implementerades därför "back loading" som var ett försök att fördela ut överskottet över tid. Inte heller detta fick önskad effekt. Därför konstruerades MSR (Market Stability Reserve), vilket visade sig vara en betydligt bättre lösning som fick stor effekt. MSR är ett regelbaserat system som adderar eller subtraherar utsläppsrätter till marknaden kopplat till utbud och efterfrågan. MSR sjösattes 2019 och utsläppsrättspriset började stiga, det förlorade decenniet var därmed över.

Bra tillfälle och brådskanie – The EU Green deal.

I slutet av 2019 fastslog EU-kommissionen färdplanen för EU:s gröna satsning, "European Green Deal" med ambitionen att unionen ska bli koldioxidneutral till 2050, med delmålet att minska utsläppen med 55 procent till 2030 (jämförelseåret är 1990). En viktig drivkraft bakom ambitionen är att det nu både är ekonomiskt genomförbart och tekniskt möjligt. Priset för att producera hållbar energi har fallit kraftigt, och det är nu även möjligt att elektrifiera den viktiga transportsektorn.

Allt fler tecken på att det är bråttom att agera, inte minst de oroande rapporterna om global uppvärmning, är också en viktig faktor och illustreras av ökade ambitioner för begränsning av utsläpp, manifesterade på COP26-mötet i Glasgow. Dessa faktorer är också viktiga drivkrafter bakom att även Kina, mindre än ett år efter EU:s Green Deal hade annonserats, kommunicerade målet om utsläppsneutralitet 2060.

Extrem prisutveckling

2021 var ett extremt år för prisutvecklingen på utsläppsrätter, en uppgång på dryga 165 procent, från 30 till 80 EUR/ton. Den viktigaste förklaringen var åtstramningen genom MSR-mekanismen. En annan viktig faktor var kraftiga inflöden av kapital från investeringsfonder samt, inte minst, uppgångar i naturgaspriserna, som bidrog till påskynda prisuppgången.

Naturgas är ett betydligt renare fossilt bränsle än till exempel kol, som släpper ut 2-3 gånger så mycket koldioxid. Utsläppsrätternas syfte är bland annat att se till att det renaste alternativet också är det mest kostnadsmissigt konkurrenskraftiga. Den totala bränslekostnaden påverkas både av kostnaden för energiråvaran (kol, naturgas) och utsläppskostnaden som påverkas av priset på rätter och graden av utsläpp per mängd energi. Vid mer normal prissättning av exempelvis naturgas och kol, kommer det mer utsläppsintensiva kolet vara mindre lönsamt eftersom kostnaden för utsläppsrätter är högre. När priset för de renare alternativen, som naturgas, som nu stigit kraftigt blir användningen av kol relativt sett mer attraktiv, tvärt emot syftet med rätterna. Då måste således priset på utsläppsrätter höjas för att den relativa lönsamheten åter ska bli högre för naturgasen.

För närvarande är priserna på naturgas mycket höga, och även om de sannolikt kommer att hålla sig på en hög nivå även under 2022, kommer de på sikt att falla tillbaka mot mer normala nivåer. Då finns risken att även priset på utsläppsrätter kortsiktigt sjunker, om så tillfälligt. Kampen mellan kol och naturgas kommer inte vara den grundläggande prissättaren

Priset på utsläppsrätter har rusat senaste åren



Källa: Macrobond

Det länge låga priset på utsläppsrätter gjorde att pressen på industrin och andra nyttjare av rätterna uteblev. I takt med relativt aggressiva sänkningar av utsläppsrättstaket och den ambitiösa tidsplanen har priserna senaste åren skjutit i höjden, och tvingar i förlängningen utsläpps-intensiva verksamheter till önskvärd omställning.

på utsläppsrätter kommande år. Störst påverkan får tveklöst den årliga sänkningen av uppsläppstaket, där priset trycks upp och i förlängningen tvinga fram minskade utsläpp. Dock är en priskamp i energisektorn långt ifrån tillräckligt för att nå utsläppsmålen.

2022 – prisnivån får genomslag

Fjölåret tog priset på utsläppsrätter till en helt ny nivå, och 2022 blir det första året då den höga prisnivån börjar fungera som koldioxidmarknadens "osynliga" hand, och därmed få betydande påverkan. Priset på utsläppsrätter inom EU påverkar alla större industriella verksamheter, såväl som energisektorn. Drygt 40 procent av alla utsläpp inom EU omfattas. Generellt kommer åtgärderna under året sannolikt att handla om energieffektivisering, omstrukturering av industriella processer och påskyndad utbyggnad av förnybar energiförsörjning. Åtgärder inom energieffektivisering kan vara både stora och små och med varierande ledtider. Industriella processer tar lång tid att förändra och typiska ledtider ligger runt 5-10 år. Vad vi med hög sannolikhet kommer bevittna är en allt högre takt i nya projekt inom utbyggnad av förnybar energi.

EU:s energiomställning är kraftig

EU:s energiomställning handlar om att elektrifiera energisystemet bort från fossila energikällor, eller möjligen viss del fossil energi, då i kombination med avskiljning och lagring av koldioxid. Nuvarande och förväntad elförbrukning inom EU och Storbritannien vittnar om stora framtida behov av elproduktion. I dagsläget kommer merparten av denna

produktion från fossila energikällor, som successivt ska fasas ut och ersättas av förnybara. En grov uppskattning pekar mot att EU och Storbritannien behöver bygga ny, icke utsläppande, strömförsörjning som kan leverera 6 700 TWh årlig elproduktion till 2050, det motsvarar en dryg tredubbling av dagens produktion. Det innebär investeringar i nya anläggningar med en prislapp om cirka en miljard euro per år, vilket motsvarar 1,5-2 procent av BNP. Den årliga produktionstillväxten i förnybar energi i EU och Storbritannien under 2018-20 var cirka 70 TWh/år och prognoserna indikerar i dagsläget en tillväxt på omkring 85 TWh/år fram till 2025. Denna tillväxttakt måste tredubblas för att regionen ska nå målet om nollutsläpp till 2050. Om den blir tredubbel återstår att se, men vår bedömning är att vi kommer att se en mycket starkare tillväxt inom förnybar energi de kommande åren inom både EU och Storbritannien. EU lägger grunden för kraftig expansion inom hållbar energi

Att ersätta all fossil energi som idag förbrukas inom alla delar av ekonomin till förnybar energi är nyckeln till energiomställningsplanen. En utmaning med förnybar energi har tidigare varit den höga produktionskostnaden i kombination med det relativt låga marknadspriset på energi, dvs höga produktionskostnader och låg ersättning.

Kostnaden för att producera exempelvis solenergi har globalt fallit mycket kraftigt de senaste åren, och väntas fortsätta så framöver. Inom EU låg produktionskostnaden i fjol på 36 EUR/MWh, och beräknas falla till 23 EUR/MWh till 2030. Samtidigt har energipriset stigit från i snitt 39 EUR/MWh (tyska marknaden) under perioden 2009-2018 till dagens 170 EUR/MWh. Dagens pris beror i stor utsträckning på extremt höga naturgaspriser. När dessa normaliseras, sannolikt inom ett år eller två, kommer energipriset förvisso att falla tillbaka till intervallet 70-100 EUR/MWh, dock fortfarande klart högre än historiska snittet.

I och med att produktionskostnaden har fallit och ersättningen har stigit har solenergianläggningar i industriell skala blivit mycket lönsamma. Tillväxten inom utbyggnad och installation av solenergi kommer därför sannolikt bli mycket stark framöver. Samma argument gäller också för vindkraft.

Vad är en rimlig kostnad för koldioxidutsläpp?

Det finns olika sätt att göra teoretiska beräkningar av vad koldioxidutsläpp i dag faktiskt kostar, baserat på en prognos om framtida effekter och kostnader. Klassisk ekonomisk teori dikterar att om en ekonomisk aktivitet har en negativ extern påverkan är lösningen att beskatta aktiviteten i relation till den skada den medför. Vad kostar de skadliga effekterna år 2100 av att släppa ut ett ton koldioxid idag? Om vi antar att 500 USD/ton är en rimlig uppskattning, kan vi sätta ett nuvärde på den kostnaden. Det framräknade värdet beror på vilken ränta vi antar under perioden. Fallande realränta (ränta minus inflation) under det senaste decenniet gör att detta teoretiska värde, som för ett antal år sedan, hamnade runt 50 USD/ton nu snarare ligger på 100-200 USD/ton (räknat på en realränta på 1,25-2 procent).

Ett annat sätt att beräkna värdet är att titta på kostnaden för omställningen, i relation till utsläppen. Enligt våra beräkningar landar kostnaden för att EU och Storbritannien ska nå netto nollutsläpp till 2050 på 250 miljarder EUR per år, eller totalt 7 biljoner euro. Om utsläppen minskar linjärt, från dagens nivå till noll 2050, kommer summan av utsläppen bli cirka 50 miljarder ton. Delar vi kostnaden 7 biljoner euro, med utsläppen på 50 miljarder ton, landar kostnaden på 140 EUR/ton. Om man till exempel skulle välja att lägga den som en koldioxidskatt på alla utsläpp, skulle det alltså täcka kostnaderna för att nå netto noll i utsläpp. Detta skulle kunna ge en fingervisning om teoretiskt värde på utsläppsrätterna.

EU:s hårdare utsläppsmål kräver en minskning av koldioxidutsläppen med 50 procent till 2030 för de sektorer som berörs, en årlig minskning om 7 procent. Även om planen är bra i teorin kommer det att bli problematiskt i verkligheten, minskningstakten är hög och de flesta industriella utsläppsminskningar har mycket långa ledtider. När sedan tvångsmekanismen gör att utfärdandet av utsläppsrätter minskar, talar det för att efterfrågan kommer att öka och priset därmed att stiga.

Utsläppsrätternas syfte är att se till att utsläppsreducerande åtgärder är lönsamma och därmed genomförs. Men också att rena alternativ vinner över smutsiga rent ekonomiskt. EU:s ekonomi är idag 80 procent fossilbaserad, den politiska ambitionen att åstadkomma en snabb omställning gör att utsläppsrätter blir en central del i att driva förändringen i rätt riktning och tempo.

Det finns en del frågetecken vad gäller priset på utsläppsrätter framöver, från att de påverkas av politiska beslut, via turbulenta energipriser till svårbedömd efterfrågan. Flera faktorer, alltifrån stark politisk vilja, minskande utbud via tvångsmekanismen och hög efterfrågan givet ersättningsinvesteringarnas långa ledtider talar alltså för att priset på utsläppsrätter stiger över tid. De flesta prognoserna talar om högre pris framöver, vår bedömning är att nivå på minst 100 EUR/ton under nästa år är inte bara rimlig utan om något en försiktig prognos.

Internationell översikt

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

Återhämtningen står emot hot från smitta och inflation

Återhämtningen utmanas nu av hög inflation, snabb smittspridning och ökande geopolitiska risker. Centralbankerna skyndar på räntehöjningarna och Feds planer på att banta balansräkningen skakar om aktie- och räntemarknader. Det finns dock ökat hopp om en ljusning för pandemin när den senaste vågen passerats. Tillväxten får förnyad kraft när störningarna på utbudssidan lättar och inflationen gradvis faller. Stora buffertar hos hushållen talar också för en stigande konsumtion när restriktionerna lättar.

Den senaste tiden har osäkerheten kring prognosbilden tilltagit av en rad skäl. Det geopolitiska läget har blivit alltmer spänt, centralbankerna pressas av en inflation som återigen överraskat på uppsidan, samtidigt som omikronvariantens snabba spridning gör att pandemin behåller sitt grepp över samhällslivet. Även om de flesta länder försöker utforma restriktioner på ett skonsamt sätt för ekonomin är det ofrånkomligt att BNP-tillväxten bromsar in den närmaste tiden. Beslutade och självpåtagna restriktioner dämpar efterfrågan samtidigt som smittspridningen nu är så omfattande att sjukfrånvaron också hämmar utbudssidan. Frånvaron håller generellt nere produktionspotentialen och skapar därtill andra problem som minskad vårdkapacitet. Den bidrar också till att förlänga inflationsdrivande flaskhalsproblem på olika områden, inte minst transporter.

Ökade förhoppningar om ljusning vid horisonten

Men samtidigt finns också positiva aspekter av omikronvariantens tsunamiliknande framfart. Tecknen på att den ger mildare sjukdomsförlopp har blivit allt tydligare och när vågen väl har passerat kan vi inom en relativt snar framtid vara

i ett mer gynnsamt läge. Förhoppningar om högre naturlig immunitet, hög vaccinationsgrad samt tillgång till nya vacciner och läkemedel som kraftigt mildrar sjukdomssymptomen har fått normalt så försiktiga hälsoorganisationer att tala om ett slut på pandemin redan en bit in i 2022. BNP-prognoserna fortsätter att vara relativt stabila trots den förändrade spelplanen. Högre energipriser som gröper ur hushållens köpkraft samt effekterna från omikronvågen i början av året bidrar till en nedjustering av BNP-tillväxten för helåret 2022 med ungefär en kvarts procentenhet för såväl global ekonomi som för OECD-området. För 2023 har vi däremot gjort en marginell uppjustering på en tiondel beroende på högre tillväxt för EM-ekonomierna (Emerging markets, EM). Den kraftiga inflationsuppgången kontrasterar samtidigt mot stabiliteten på BNP-sidan. Inflationsprognoserna är återigen uppjusterade med såväl högre toppar som mer utdragna processer. Tonvikten i temaartiklarna i *Nordic Outlook* ligger denna gång på analyser av energimarknaden och dess samspel med den allmänna inflationsmiljön samt hur penningpolitiken hanterar dessa ökande utmaningar. Dessa artiklar finner du i rapporten som publiceras i sin helhet på seb.se/nordicoutlook

BNP-prognoser, i %

Marknad	2020	2021	2022	2023
Världen	-3,3	5,8	4,1	3,6
USA	-3,4	5,6	3,5	2,1
Kina	2,2	8,1	5,2	5,4
Japan	-4,6	2,0	3,2	1,2
Sverige	-2,9	4,9	3,0	2,7
OECD	-4,6	5,2	3,7	2,4
Euroområdet	-6,4	5,3	4,0	2,9
Baltikum	-1,7	5,6	3,8	3,4
Emerging markets	-2,1	6,4	4,5	4,5

Källa: SEB Nordic Outlook. Tabellen visar prognoser för real ekonomisk tillväxt i linje med vårt huvudscenario.

Även om inflationen sannolikt faller tillbaka markant under senare delen av 2022 är det tydligt att de flesta centralbanker nu gör sig redo för att agera inför en hotbild med varaktigt urgröpt köpkraft och inflationsförväntningar som tappar kontakten med målen. Därtill kommer att arbetslösheten i många länder nu sjunkit till nivåer nära de som gällde vid pandemins utbrott. Även om det är sannolikt att flaskhalsproblem på arbetsmarknaden lättar när pandemins effekter klingar av är vi troligen inte speciellt långt från ett läge med normalt resursutnyttjande.

Centralbanker påskyndar normaliseringen

Centralbankerna tidigare lägger normaliseringsplaner såväl vad gäller balansräkningen som räntor. Vi har justerat våra styrränteprognoiser på bred front. Federal Reserve (Fed) väntas påbörja räntehöjningarna i mars för att sedan i gradvisa steg röra sig mot en nivå på 2,00 procent i slutet av 2023. Också centralbankerna i Storbritannien och Norge genomför upprepade höjningar till nivåer nära Feds. Under senare delen av 2023 tror vi att också att ECB och Riksbanken påbörjar vägen mot mer normala räntenivåer och vi räknar nu med att reporäntan i Sverige ligger på 0,50 procent i slutet av prognosperioden.

Efter en i huvudsak sidledes rörelse under hösten har långa räntor stigit tydligt i början på 2022 i takt med förväntningar på snabbare räntehöjningar från framför allt Fed. Att marknaden verkar inriktad på en relativt kort höjningscykel har begränsat uppgången. Den senaste tiden har dock också utsikter till att Feds balansräkning minskar redan under andra halvåret i år bidragit till högre långräntor. Vår vy är att långa räntor fortsätter att röra sig långsamt uppåt och att den amerikanska 10-årsräntan når 2,50 procent i slutet av 2023. Differensen mellan USA och Tyskland väntas ligga relativt konstant runt 200 räntepunkter. Det innebär att tyska 10-årsräntan rör sig uppåt till 0,50 procent under 2023 i

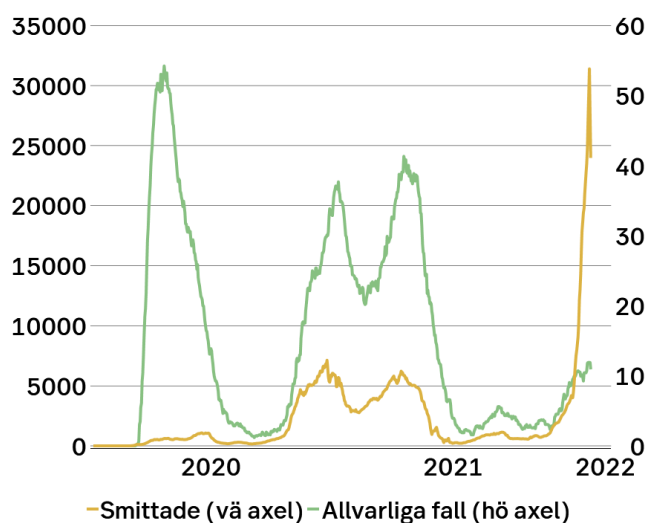
spåren av minskade obligationsköp och en förväntad räntehöjning från ECB. Svenska och norska långa räntor väntas följa med uppåt, med relativt små förändringar i differenser.

Dollarstyrka ännu en tid

Hittills har dollarn inte haft speciellt mycket stöd av Feds mer aggressiva planer men nu väntas EUR/USD röra sig ned mot 1,10-området när amerikanska korträntor börjar stiga. På längre sikt tror vi dock att svaga USA-fundamenta i form av t ex negativ nettosition mot utlandet gör sig gällande. Under 2023 når EUR/USD över 1,20. Den stora skillnaden i inflationsmiljö har bidragit till att vårt långsiktiga jämviktsestimat lyfts till nivån 1,25 - 1,28. Den svenska kronan har försvagats tydligt den senaste tiden när tidigare gynnsamma kapitalflöden torkat ut. Motvinden tilltar på kort sikt och EUR/SEK väntas nå 10,50 under våren. Därefter tar den låga värderingen ut sin rätt och mot slutet av 2023 väntas EUR/SEK nå 9,70.

Omikronvågen förändrar spelplanen

Omikronvariantens explosionsartade spridning skapar nya prognosutmaningar när restriktioner återigen införts. Det verkar samtidigt alltmer tydligt att omikron är mindre aggressiv än tidigare virusvarianter. Detta följer tidigare mönster att varje ny våg lett till lindrigare sjukdomsförlopp och därmed färre antal döda och lägre belastning för sjukvården (se graf nedan). Bilden varierar dock mellan olika världsdelar; skillnaden gentemot tidigare varianter förefaller t ex än så länge vara större i Västeuropa än i Nordamerika.

Mer smittsamma, men mildare virusvarianter

Källa: WHO, Macrobond, SEB

Grafen visar att omikronvarianten ger betydligt mildare sjukdomsförlopp på aggregerad nivå. Relationen mellan antal smittade per vecka och antal allvarligt sjuka per en miljon invånare är nu omvänd och restriktioner lättas därför.

Omikronvågens karaktär har också på kort tid förändrat pandemibekämpningens villkor. Spridningen går så snabbt att det inte är meningsfullt att försöka stoppa den med tidigare strategier. Vaccinpass, som bara för någon månad sedan sågs som ett viktigt verktyg för att hålla igång samhällslivet, fungerar t ex inte som planerat när vaccinets verkningsgrad mot omikron är så försvagad. På kort sikt kan ändå restriktioner motiveras med att de kan bidra till att minska pressen på sjukvården. Tillsammans med generellt hög sjukfrånvaro bidrar restriktionerna till att den ekonomiska aktiviteten mattas av i början på året. Återigen drabbas tjänstesektorer hårdast av social distansering och begränsade öppettider.

Pandemins slut kan skymtas vid horisonten

Erfarenheter från länder som drabbades tidigt av omikron, t ex Sydafrika och Storbritannien, tyder på ett mycket snabbt förlopp och det verkar sannolikt att vågen i Europa kulminerar inom några få veckor. Även om man inte kan vara säker på att trenden mot allt mildare virusvarianter fortsätter verkar en tidigare försiktig medicinsk expertis ändå signalera att det är sannolikt. Därtill kommer att läget förbättras via en ökad naturlig immunitet samt tillgång till nya vaccin och andra läkemedel som mildrar sjukdomsförloppet. I en sådan miljö blir det mycket svårt för myndigheter att framöver motivera och få acceptans för genomgripande restriktioner. Redan nu ser vi att de lättas även i länder med fortsatt stor smittspridning. Mot denna bakgrund är det naturligt att basera huvudprognosen på antagandet att effekter på ekonomin lättar inom en snar framtid och att nya betydande störningar för den ekonomiska utvecklingen kan undvikas i Europa och Nordamerika.

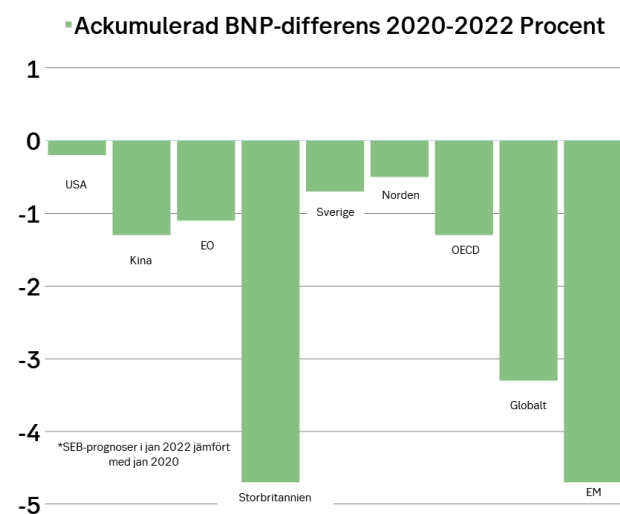
Kan Kina hålla fast vid en strikt covid-policy?

Men fortfarande kvarstår osäkerheter även på lite längre sikt. Kina har på papperet övergett sin nolltoleranspolitik. Istället förskjuts ansvaret till lokala myndigheter som åläggs att snabbt, eller inom endast några veckor, begränsa lokala utbrott. Exemplet från Xi'an åskådliggör problemen med strategin. Efter att myndigheterna misslyckats med att snabbt få kontroll på smittspridningen satt 13 miljoner av stadens invånare i karantän i flera veckor. Vi ser risk för återkommande nedstängningar på olika håll som bidrar till störningar i globala produktions- och leveranskedjor. Omikronvariantens smittmönster i andra delar av världen reser frågan om Kina inte kommer att tvingas till ett mer grundläggande strategibyte.

Långsam återhämtning för EM-ekonomier

EM-ekonomierna väntas ha nått en BNP-tillväxt på 6,4 procent 2021; den högsta sedan 2007. Den senaste tidens ökade smittspridning har bidragit till att prognosen för 2022 sänkts med 0,3 procentenheter till 4,5 procent. År 2023 fortsätter BNP att växa i samma takt, vilket också är i linje med det historiska genomsnittet sedan 1980. Mot bakgrund av det stora tappet, jämfört med den underliggande trenden år 2020, kvarstår bilden av att återhämtningen går trögare i EM-ekonomierna än i mer utvecklade länder. Sämre möjligheter att stimulera ekonomierna i kombination med lägre vaccinationstakt är viktiga orsaker. Stora länder som Indien och Brasilien bidrar i hög grad till att gapet till BNP-trenden före krisen förblir stort.

Varierande BNP-effekter av pandemin



Källa: Macrobond, SEB

Grafen visar skillnaden mellan vår prognos för BNP-utvecklingen 2020-2022, jämfört med motsvarande prognos före pandemiutbrottet. Tillväxtländerna i EM släpar tydligt efter OECD, där USA i stort är tillbaka på sin gamla tillväxttrend.

Utmaningar från högre globalt ränteläge

Högre energipriser och störningar i globala produktions- och transportsystem drabbar också EM-ekonomierna. De oljeproducerande länderna gynnas visserligen av höga energipriser när det gäller såväl tillväxt som statsfinanser. Men effekten är inte entydigt positiv. Även dessa länder lider av att högre energipriser spär på den allmänna inflationsuppgången och många centralbanker har tvingats strama åt penningpolitiken markant. En huvudfråga för 2022 blir hur EM-ekonomierna reagerar på stigande globala räntor, främst de amerikanska. Om global inflation verkligen faller tillbaka i linje med vår huvudprognos samtidigt som gradvisa amerikanska räntehöjningar inte bryter den globala återhämtningen ser vi utsikter för en god riskapitet för finansiella EM-tillgångar. En risk är dock att inflationen biter sig fast i EM-sfären då högre priser, framförallt på mat, ofta leder till krav på kompensation då hushållens marginaler är mycket mindre än i rikare länder.

BNP-tillväxt, BRIC-länderna och EM

Årlig förändring i %	2020	2021	2022	2023
Kina	2,3	8,1	5,2	5,4
Indien	-7,1	8,6	6,1	6,2
Brasilien	-3,9	4,8	0,9	2,2
Ryssland	-2,7	4,3	2,8	2,0
EM-ekonomier totalt	-2,1	6,4	4,5	4,5

Källa: SEB

Inflation och geopolitik i riskfokus

Nedåtriskerna i prognosen generellt fortsätter att i första hand vara kopplade till inflationschocken och misslyckanden kopplade till centralbankernas exitstrategier. Skulle vi hamna i en mer tydlig pris- och lönespiral måste centralbankerna strama åt på ett sätt som skulle leda till stora nedgångar för aktie- och bostadspriser. Om man inte agerar skulle istället inflationsförväntningarna driva iväg och helt tappa kontakten med inflationsmålen. Den upptrappade säkerhetspolitiska spänningen i relationen mellan Ryssland och det europeiska närområdet måste också vägas in i riskanalysen inte minst för Tyskland, Norden och Baltikum. Samtidigt tyder erfarenheterna på att det krävs en exceptionell händelseutveckling för att denna typ av spänningar ska påverka den ekonomiska aktiviteten under en längre tid.

Olika scenarier för OECD-området

BNP-tillväxt, procent	2021	2022	2023
Huvudscenario	5,2	3,7	2,4
Negativt scenario		1,4	1,8
Positivt scenario		5,0	3,0

Källa: SEB

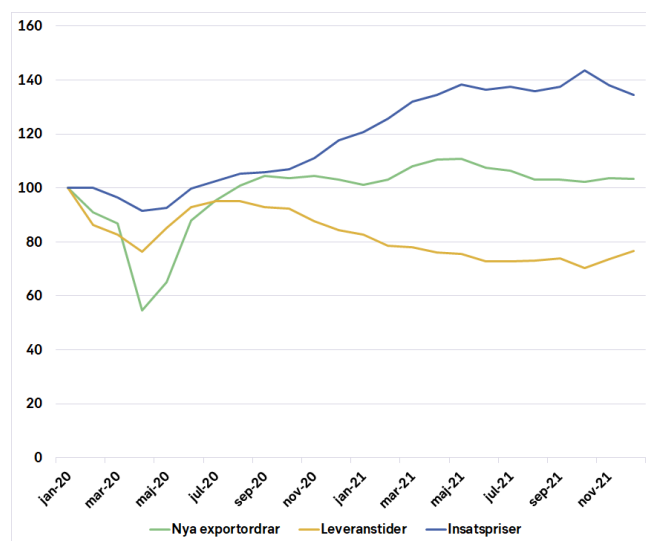
Potential för hög konsumtion om pandemin lättar

Ett uppdämt konsumtionsbehov i kombination med ett högt buffertsparande hos hushållen skapar en fortsatt potential på uppsidan. Omikronvågens dramatiska förlopp har i viss mån bidragit till att öka sannolikheten för en mer positiv utveckling. En robust konsumtionsökning kan också leda till en positiv spiral där investeringarna kommer igång på bred front. Att läget på arbetsmarknaden blivit stramare accentuerar dock vikten av en positiv utveckling för arbetsutbudet framöver. Därtill krävs en hög investeringsaktivitet som verkligen leder till tydliga uppgångar i produktivitet. I annat fall skulle en konsumtionsboom relativt snabbt leda till bakslag i form av tydliga överhettningsproblem. Bedömningen är fortsatt att nedåtriskerna dominerar.

Gradvis förbättring för globala värdekedjor

Varuproducerande företags leveranssystem befinner sig fortfarande i ett ansträngt läge även om det finns vissa indikationer på lättnader. Fraktkostnader har fallit något men är kvar på historiskt höga nivåer. Nyckelhamnar på t ex USA:s västkust har numera öppet dygnet runt vilket minskar flaskhalsar och köbildning i varuflödet. Kina försöker också hålla hamnarna mot Syd kinesiska sjön öppna trots virusutbrott och hot om restriktioner. Trycket bör även lättas i takt med att hela världen lägger jul- och nyårshelger och det kinesiska nyåret bakom sig.

Tidiga tecken på islossning i globala värdekedjor



Källa: IHS Markit, Macrobond, SEB

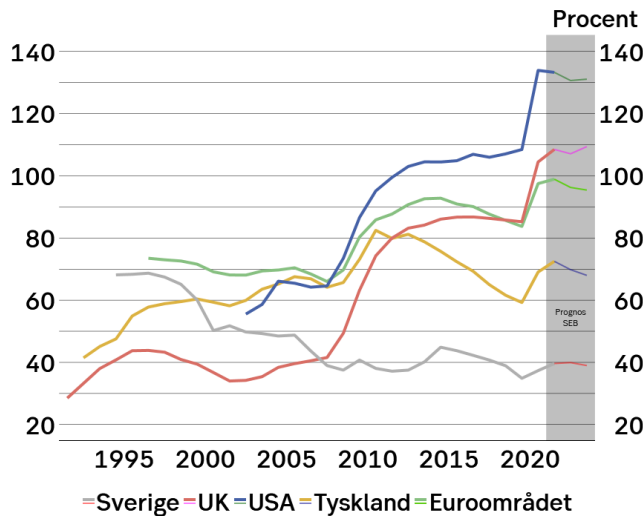
Nyliga indikationer på kortare leveranstider och lägre insatspriser kan innebära ett trendbrott för ansträngda värdekedjor.

Logistiksystemet riskerar dock nya bakslag på grund av virusrelaterade störningar i t ex Kina som påverkar dess hamnkapacitet, generell arbetskraftsbrist och olika länders exportrestriktioner till följd av ett försämrat säkerhetspolitiskt läge. Därtill är lagernivåerna runt om i världen låga och det råder fortfarande brist på kritiska underkomponenter som t ex halvledare. För att mer långsiktigt få ned fraktkostnader behövs dels en fortsatt rotation mot mer tjänstekonsumtion, dels satsningar på infrastrukturinvesteringar och digitalisering av fraktindustrin. I temaartikeln "Kris i produktionen" i *Nordic Outlook* november 2021 beskrevs det allvarliga läget för industrin. Vi står fast vid slutsatsen att problemen kulminerar under första kvartalet 2022 och att läget sedan normaliseras under andra halvåret.

Finanspolitiska kranar skruvas åt

Efter de rekordstora finanspolitiska stimulanserna i början av pandemin har återkommande smittvågor inneburit att nya program gång på gång lanserats. Nu tillkommer också åtgärder för att mildra effekten av stigande energipriser. Våra kalkyler tyder på att stimulanserna, mätt som förändring av det konjunkturrensade offentliga saldoto, landade på 5 respektive 0,5 procent av BNP 2020 och 2021 för OECD-området. Den offentliga skuldsättningen som andel av BNP steg kraftigt år 2020 men planade ut redan förra året när ekonomierna började återhämta sig.

Stabilisering på höga nivåer



Källa: IMF, Macrobond, SEB

De senaste årens kraftfulla stimulanser har ökat statskulderna - de ser nu ut att plana ut eller minska något med mindre expansiv finanspolitik och god tillväxt.

Det är ofrånkomligt att finanspolitiken totalt sett blir åtstramande 2022 och 2023 när pandemistöd fasas ut. Men samtidigt ser vi också exempel på olika typer av satsningar för att återstarta ekonomierna. Det handlar både om traditionella efterfrågestimulanser och åtgärder med strukturella inslag med fokus på bl a gröna områden och digitalisering. EU:s Next Generation EU, som nu börjat rullas ut, omfattar 5-6 procent av BNP. På pappret ska det vara framtungt, men det avgörs av hur länder lyckas med implementeringen. För USA:s del klingar stödet från finanspolitiken av snabbare än väntat. Förra årets infrastrukturpaket var på drygt 1 000 miljarder dollar men allt var inte nya pengar och utrollningen inom denna typ av projekt går långsamt. Bidens "Build Back Better"-agenda har fått stora problem och ser ut att stoppas av interna motsättningar inom Demokraterna. Även om det fortfarande är sannolikt med ett mindre paket från och med 2022 blir den åtstramande nettoeffekten större än vi tidigare räknat med. Regeringen Kishida fortsätter samtidigt den japanska traditionen med breda stimulanspaket. Sammantaget blir finanspolitiken i OECD-området åtstramande motsvarande ca 2 procent av BNP per år 2022 och 2023. Skillnaderna mellan länder är stora och det är logiskt att de som gasade på mest 2020-2021 nu får starkast motvind.

I Sverige fortsätter statsfinanserna att överraska positivt. De senaste förslagen om kompensation för höga energikostnader lär följas av fler åtgärder innan valet i höst. På sikt finns troligen betydande utrymme att stötta återhämtningen i en situation med budgetöverskott och en offentlig skuld som faller under skuldankaret. Sannolikt kommer också det finanspolitiska regelverket att lättas upp under nästa mandatperiod.

Finanspolitisk impuls

Förändring av strukturellt saldo, procent av BNP. Positivt tal innebär stimulans effekt och tvärtom.

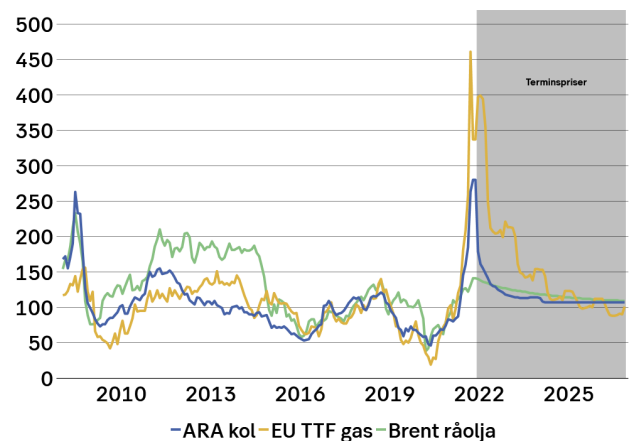
Marknad	2020	2021	2022	2023	TOTALT
USA	6,5	-1,0	-3,0	-1,0	1,5
Japan	4,5	-2,0	1,5	-2,5	1,5
Euroområdet	3,5	0,5	-1,5	-0,5	2,0
Storbritannien	6,0	1,5	-4,0	-2,5	1,0
Sverige	1,5	0,0	-1,0	0,0	0,5
OECD	5,0	0,5	-2,0	-2,0	1,5

Källa: OECD, SEB

Energiomställning med problem

Efter tidigare extrema rörelser, med kol- och gaspriser tre resp. fem gånger normala nivåer, har priserna sjunkit något. Det står ändå klart att vägen till normalisering är lång och energipriserna fortsätter att vara viktiga för prognosbilden. Även om marknaden nu indikerar fallande energipriser under 2022 väntas t ex gaspriset i snitt ligga mellan 40 och 60 euro/MWh, vilket är två till tre gånger högre än normalt. Även oljepriset kommer att ligga högt i närtid, tidvis över 90 USD/fat (Brent), för att sedan sjunka ner mot 65-70 USD andra halvåret 2022. Detta scenario bygger på att den spända situationen längs den rysk-ukrainska gränsen inte leder till en eskalerande väpnat konflikt. En rysk invasion skulle kunna få nästan oöverskådliga konsekvenser för energipriserna.

Kol, naturgas, råolja vs normala priser



Källa: Bloomberg, SEB

Efter en extrem uppgång under fjolåret ser vi nu tendens till fallande priser för energiråvaror. Processen är dock utdragen, snittpriset för innevarande år kommer vara betydligt över snittet de senaste åren.

Utsläppspriser börja bita

Att energipriserna förblir uppdrivna och mer volatila beror i grunden på att energiomställningen är en svårbemästrad balansgång. Infasningen av fossilfria energikällor måste ske i minst samma takt som utfasningen av de fossila och den balansen upprätthålls för närvarande inte. När efterfrågan på energi steg i spåren av den snabba återhämtningen var utbudet inte tillräckligt elastiskt. Under 2021 steg dessutom priset för koldioxidutsläpp från 30 till 80 euro/ton och i år väntas ett snittpris nå 100 euro/ton; egentligen första gången vi når nivåer som får verklig betydelse på marknaden. Detta påskyndar energiomställningen men sätter ytterligare press uppåt på priserna i närtid.

Försvagade jämviktsmekanismer

Tidigare har prisuppgångar resulterat i nya investeringar som relativt snabbt förbättrat balansen på marknaden och normaliserat priserna. I nuvarande omställningsprocess är både finansiärer och producenter av fossilbränslen försiktiga. Det krävs då ännu högre priser och kortare återbetalningstider för att investeringar ska göras. Lösningen handlar till stor del om att försöka återställa balansen i energiomställningen genom både energieffektiviserande åtgärder och snabb utbyggnad av fossilfria energikällor. Det gäller i högsta grad EU-länderna som idag är helt beroende av importerad energi, inte minst gas från Ryssland.

Tidiga flaskhalsar på arbetsmarknaden

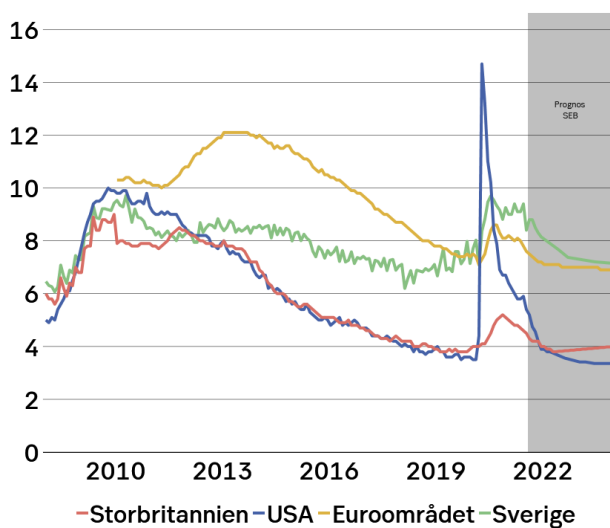
Att arbetslösheten i många länder redan kommit ned nära förkrisnivåer skapar huvudbry för såväl prognosmakare som ekonomisk-politiska beslutsfattare. I USA noterades

en arbetslöshet på 3,9 procent i december, vilket kan jämföras med de 3,5 procent som etablerades under senare delen av 2019. Situationen spetsas till ytterligare av att företagens rekryteringsproblem ligger på historiskt mycket höga nivåer. Detta gäller framför allt i euroområdet där arbetslösheten därtill är tillbaka på precis den nivå som gällde före krisen. Men vare sig i euroområdet eller i Sverige har lönerna reagerat på den strama situationen på arbetsmarknaden. Däremot har löneökningarna växlat upp tydligt i USA och Storbritannien. I USA sker detta i ett läge då antalet jobb är 11 miljoner lägre än före pandemin. I Storbritannien spelar Brexit en stor roll eftersom många branscher länge varit beroende av arbetskraft från EU-länder.

Vissa besvikelser avseende arbetsutbudet

Vi ser fortfarande skäl att tro att flaskhalsproblemen kan lätta när pandemin släpper sitt grepp. Förvärvsfrekvensen har en bit kvar till förkrisnivåer, vilket tyder på att arbetsutbudet kan öka när samhällslivet normaliseras. Detta gäller speciellt om förhoppningarna om att vi verkligen kan skönja ett mer definitivt slut på pandemin infrias. För USA:s del har vi dock skruvat ned förväntningarna när sänkta arbetslöshetsersättningar och återöppnade skolor ännu inte haft någon påtaglig effekt på arbetsutbudet. Det är t ex sannolikt att stigande förmögenheter i spåren av prisuppgångar på aktier och bostäder bidrar till att äldre som lämnat arbetslivet under pandemin väljer att inte komma tillbaka. Även om det finns viss potential för såväl ökat arbetsutbud som en viss ytterligare nedgång i arbetslösheten är vår sammantagna bedömning att vi är nära en situation med normalt resursutnyttjande på arbetsmarknaden. Det gör att möjligheterna till BNP-tillväxt utöver trend framöver i huvudsak blir beroende av produktivitetsförbättringar.

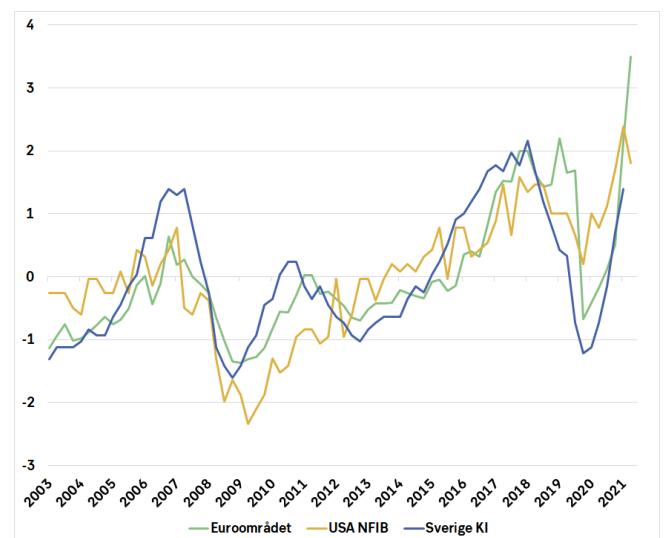
Arbetslösheten tillbaka nära förkrisnivå



Källa: SCB, Eurostat, BLS, ONS, Macrobond, SEB

Efter uppgången i inledningen av pandemin har arbetslösheten fallit tillbaka förvånande snabbt. Det riskerar skapa ett lönetryck med stigande inflation som följd.

Omfattande rekryteringsproblem



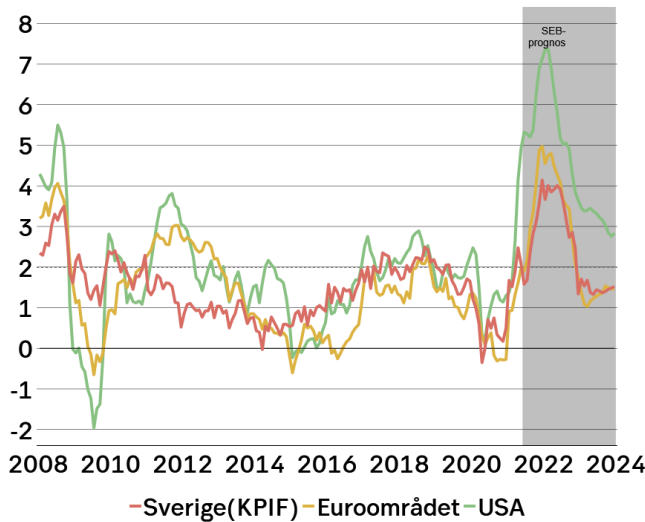
Källa: Macrobond, SEB

Företagen vittnar om snabbt stigande problem att rekrytera personal med rätt utbildning. Förutom effekter på inflation dämpar brist på arbetskraft tillväxtpotentialen, vi är därvidlag tillbaka till den situation som rådde före pandemin.

Inflationen biter sig fast längre än väntat

Inflationen har fortsatt att överraska på uppsidan. Det gäller främst i Europa där vi nu ser nivåer runt 5 procent för KPI i euroområdet, Storbritannien och Norge samt drygt 4 procent i Sverige. Energipriserna är fortsatt den dominerande drivkraften men vi ser också ökande spridningstendenser till andra priser, speciellt i USA. Att energipriserna nu är på väg att kulminera gör att den totala KPI-inflationen börjar falla tillbaka under våren. Stigande internationella priser på bearbetade varor bromsar dock nedgången. Vissa tecken på lättnader när det gäller frakt- och produktionsproblem kunde skönjas i slutet av 2021, men omikronvågen skapar troligen nya problem och Kinas covid-politik ökar risken för återkommande störningar.

Hög inflation under större delen av 2022



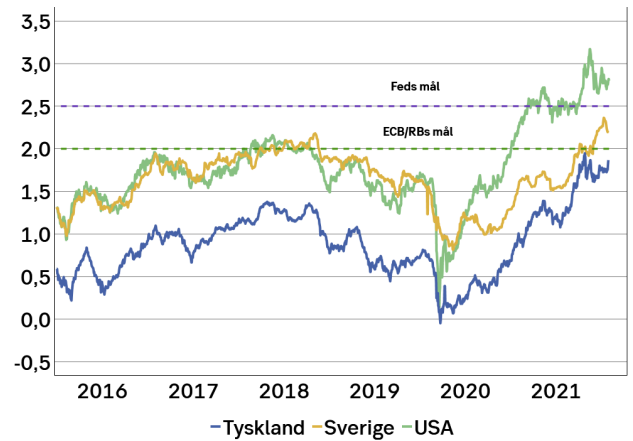
Källa: Macrobond, SEB

Den oväntat kraftiga uppgången i inflationen drivs i Europa huvudsakligen av skenande energipriser, i USA är uppgången mer bredbaserad. När nu energipriserna väntas kulminera samtidigt som jämförelsetalen blir högre faller inflationen tillbaka, dock fortfarande på höga nivåer under året, inte minst i USA.

Ökade risker men troligt att inflationen faller tillbaka

Att inflationsimpulsen både blir kraftigare och mer varaktig ökar riskerna även på längre sikt. Beräknat som genomsnitt för andra halvåret 2021 och första halvåret 2022 väntas KPI:s ökningstakt uppgå till över 6 procent i USA och nära 4 procent i euroområdet. Det innebär att hushållens köpkraft påverkas i en grad som gör att inflationen inte bara är ett problem för centralbanker; även sittande regeringar löper politiska risker i en del länder. Vi står ändå fast vid vyn att inflationen faller tillbaka markant mot slutet av 2022, framför allt drivet av baseffekter från energipriserna. Uppgången i kärninflation har hittills varit mycket måttlig i både euroområdet och Sverige och även om vi lär få se tydligare spridningseffekter framöver blir de sammantagna effekterna på kärninflationen sannolikt begränsade.

Högre inflationsförväntningar, men ej alarmerande



Källa: Macrobond, SEB

Inflationsförväntningarna för de kommande fem åren har stigit kraftigt, drivet av högre inflation i närtid. På sistone har dock uppgången planat ut.

Långsiktiga inflationsförväntningar och lönebildningen blir avgörande för inflationsutvecklingen på medellång sikt. Generellt tyder dock inte marknadsprissättningen på någon större inflationsoro. Förväntningarna har visserligen skiftat upp en del under pandemin men de har varit ganska stabila de senaste månaderna i nyckelländer som USA och Tyskland. Grafen ovan visar inflationsförväntningar för den närmaste femårsperioden och där drivs genomsnittet upp av den höga inflationen i närtid. Däremot ligger förväntningarna på några års horisont nära centralbankernas mål.

Måttliga löneökningar i Tyskland och Norden

Löneökningstakten väntas förbli högre i USA och Storbritannien jämfört med euroområdet och Norden under prognosperioden. I USA räknar vi dock med att trycket uppåt på lönerna gradvis lättar när pandemin släpper sitt grepp, bl a beroende på att ersättningen för arbetslösa återgått till sin normala låga nivå. I Storbritannien har löneökningarna dämpats något från en mycket uppdriven takt, men ökningstalen ligger på nivåer som Bank of England lär se som besvärande höga. Även i euroområdet och Norden lär stramare arbetsmarknader ge ett visst tryck uppåt på lönerna. Men det är inte sannolikt att kommande löneavtal i Tyskland och Norden kommer att präglas speciellt mycket av den tillfälligt höga inflationen. Vi räknar visserligen med att nästa svenska avtalsrörelse, med planerad målgång våren 2023, resulterar i en viss uppväxling av avtalsnivåerna. Men det handlar då mera om att inflationsmålet återtar sin roll som ankare för förhandlingarna efter en period som präglats av misstro mot Riksbankens möjligheter att nå upp till målet.

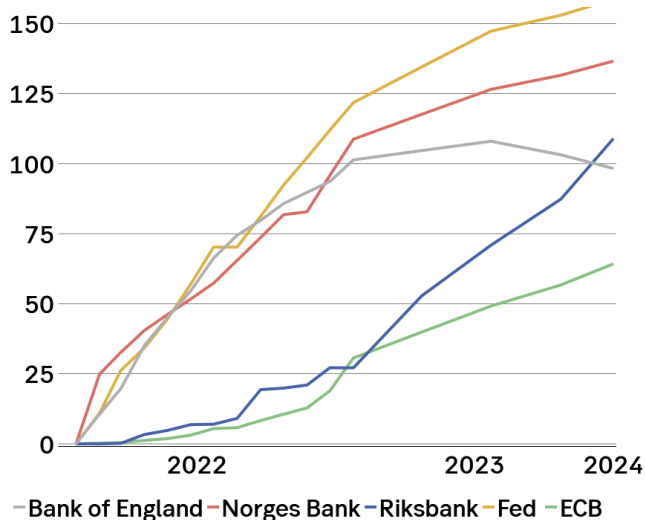
Nya förutsättningar för penningpolitiken

Hög inflation och stramare arbetsmarknad har på kort tid tvingat centralbanker att ändra sina planer för den monetära exitpolitikens utformning. Det gäller nu att hitta ett bra samspel mellan räntehöjningar och olika program för kvantitativa åtstramningar (QT) så att man undviker att återhämtningen bryts eller att tillgångspriserna faller på ett sätt som äventyrar den finansiella stabiliteten. Centralbanker behöver då skaffa sig en uppfattning om hur expansiv penningpolitiken verkligen är och vid vilken nivå på räntan och balansräkningen som politiken blir åtstramande. I nuläget råder t ex stor osäkerhet om hur räntekänsliga ekonomierna är och hur snabbt finanspolitiken slår om i åtstramande riktning. Feds snabba policyskifte och dess tankar om balansräkningspolitik samt Bank of Englands exitstrategi väntas bli vägledande för andra centralbankers steg mot mindre expansiv politik (se tema "Monetär exitpolitik").

Kortvarig höjningscykel

Marknadens prissättning indikerar en relativt kort höjningscykel där styrräntorna toppar på nivåer som ger fortsatt låga realräntor. En tolkning av detta är att ekonomins räntekänslighet uppfattas som så hög att en tydligt aggressivare räntepolitik sannolikt skulle leda till realekonomiska bakslag. En något annorlunda tolkning är att styrräntor på högre nivåer både blir onödiga och osannolika givet marknadens ganska avspända syn på inflationen på längre sikt.

Framtunga förväntningar på räntehöjningar



Källa: Macrobond, SEB

Marknaden räknar med tämligen snabba och stora räntehöjningar i USA, Storbritannien och Norge medan euro-området och Sverige släpar efter. Att penningpolitiken normaliseras är välkommet, så länge tillväxteffekterna inte blir stora.

ECB och Riksbanken höjer styrräntan 2023

Vår prognos innebär att Fed går lite högre än vad marknaden just nu prisar in. Vi räknar med 5 höjningar i år och 3 under 2023 till en nivå på 2,00 procent. Att balansräkningen tillåts krympa, med start i höst, ger därtill ett tryck uppåt på långa obligationsräntor med upp till 15 räntepunkter per år. ECB vill skapa en mjuk utfasning av sitt PEPP-program och fortsätter att köpa statspapper 2022 för 500 miljarder euro; i första hand för att minska risken för vidgade ränteskillnader mellan euroländer. ECB höjer refiräntan en gång under andra halvåret 2023. Samtidigt återinvesterar ECB förfallande värdepapper. Därmed bibehålls värdepappersportföljen i princip oförändrad under 2023. Riksbankens reporänta höjs 2 gånger under 2023, en exitpolitik som föregås av att värdepappersportföljen tillåts minska både i år och 2023. För såväl ECB som Riksbanken är vår prognos mjukare än marknadens förväntningar. Norges Bank fortsätter på sin inslagna väg och höjer räntan gradvis till 1,75 procent i slutet av 2023. Sammantaget är vår slutsats att global penningpolitik börjar gå i en gradvis mindre expansiv riktning först under andra kvartalet 2022.

Centralbankers styrräntor i procent

	20 jan 2022	Jun 2022	Dec 2022	Dec 2023
Federal Reserve	0,25	0,75	1,25	2,00
ECB	0,00	0,00	0,00	0,25
Bank of England	0,10	0,75	1,00	1,50
Riksbanken	0,00	0,00	0,00	0,50
Norges Bank	0,50	1,00	1,50	1,75

Källa: Centralbanker, SEB

Kontaktinformation

Denna rapport publicerades den 8 februari 2022.

Innehållet baseras på analys och information tillgänglig fram till den 7 februari 2022.

Medverkande i denna utgåva av Investment Outlook

Fredrik Öberg Chief Investment Officer Investment Strategy fredrik.oberg@seb.se	Jonas Evaldsson Investeringsstrateg Investment Strategy jonas.evaldsson@seb.se	Esbjörn Lundevall Aktiestrateg Investment Strategy esbjorn.lundevall@seb.se
Kai Svensson Portföljförvaltare Investment Strategy kai.svensson@seb.se	Henrik Larsson Portföljförvaltare Investment Strategy henrik.y.larsson@seb.se	Sofia Magnér Investment Communication Manager, Investment Strategy sofia.magner@seb.se
Johan Hagbarth Investeringsstrateg Investment Strategy johan.hagbarth@seb.se	Stefan Cederberg Aktiestrateg Investment Strategy stefan.cederberg@seb.se	Cecilia Kohonen Investment Communication Manager Investment Strategy cecilia.kohonen@seb.se
Bjarne Schieldrop Råvarustrateg Trading Strategy bjarne.schildrop@seb.no		

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 kund vid våra internationella Private Banking-kontor i Luxemburg och/eller Singapore är det ditt ansvar att hålla dig informerad om de skatteregler som gäller i de länder som avser ditt medborgarskap, bosättning eller skatterättslig hemvist beträffande bankmedel och finansiella transaktioner och att du får adekvat skattemässig rådgivning från relevanta experter innan du initierar finansiella transaktioner. Du behöver 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.

Investment Strategy
SEB
106 40 Stockholm, Sweden