



Investment Outlook

Orosmolnen skingras
när dubbelvändningen
tar form

Innehåll

November 2023

Inledning	3
Marknadssyn, risknyttjande och allokering	4
Globala aktier Många är kallade, få är utvalda i årets börsuppgång	9
Nordiska aktier Utmaningar kvarstår	12
Ränteinvesteringar En lång räntehöjningsresa har nått vägs ände	17
Tema: GLP-1 ändrar världsordningen	20
Tema: Elmarknadens utveckling och prisdynamik	25
Internationell översikt Orolig värld fortsätter hoppas	29
Kontaktinformation	40



Inledning

Äntligen ser det ut som om de långa statsobligationsräntorna slutat stiga. Fortsatt fallande inflationstakt pekar på att centralbankerna kan påbörja räntesänkningar kring halvårsskiftet 2024. Det gör att placerarnas riskaversion börjar släppa. Dock ska vi också ta oss igenom en sencyklisk fas som prognostiseras som en mjuklandning i den globala ekonomin. Det finns självklart en risk att avmattningen blir besvärligare än förväntat då effekterna från de kraftiga styrräntehöjningarna kan träffa oss hårdare än vad vi räknat med. Dock är vår huvudtes att lågkonjunkturen blir tämligen grund och redan under andra halvan av nästa år räknar vi med att aktiviteten sakteligen kan öka igen. Nyckeln till börsutvecklingen framöver ligger sannolikt i hur placerarna väljer att förhålla sig till den "dubbelvändning" vi beskriver här, styrräntor som vänder ner och tillväxt som vänder upp efter mjuklandning. När den bilden blir allt tydligare ökar sannolikheten för en mer positiv underton för risktillgångar. Att det diskonteras redan i närtid kan inte uteslutas, vi ser dock att tillfälliga (?) störningar i utvecklingen kan skapa bakslag ännu en tid.

Investorerare är fortsatt tämligen avvaktande och försiktiga i sitt risktagande. Värderingen av aktier befinner sig på nivåer i linje med perioden före pandemin, undantaget den amerikanska börsen som drivits upp av de starka tillväxtbolagsjättarna. Prissättningen på dessa favoriter är numera klart högre än innan pandemin.

Räntebärande instrument övervikts i regel då de handlas till räntenivåer som vi inte upplevt sedan före finanskrisen. Ger dessa utväxling via fallande räntor och konjunkturen stabiliseras, kommer delar av dessa medel att successivt söka sig till andra tillgångsslag som aktier.

Givet denna bild förordar vi en neutral risknivå då vi ser goda möjligheter på medellång sikt men potentiella problem i det kortare perspektivet. Portföljerna har en neutral andel aktier medan vi överviktar räntebärande placeringar mot alternativa investeringar i form av hedgefonder.

På temafronten släpper vi denna gång två alster. Det första temat behandlar den exempellösa framgången med GLP-1 läkemedel som används mot diabetes och övervikt. Denna snabbväxande marknad domineras idag av Novo Nordisk och Eli Lilly, men allt fler aktörer försöker tränga sig in. Studier kring GLP-1 visar nu även på goda effekter inom hjärt- och kärlsjukdomar, vilket gör att vi ställer oss frågan hur stor potentialen är. Det andra temat fokuserar på det globala energisystemet. Inflation, stigande räntor, krig och energiomställning har alla påverkat under de senaste årens volatila utveckling. I Sverige sköt elpriserna i taket men successivt lättade trycket. Vi redogör här vår analys av elmarknaden och hur den framtida prisdynamiken kan se ut.

Med hopp om intressant läsning,
Fredrik Öberg, Chief Investment Officer
Investment Strategy

Marknadssyn, risknyttjande och allokering

Situationen med dubbla bromsmekanismer i form av konjunkturavmattning och fortsatt inflationsbekämpning med åtföljande stram penningpolitik ser ut att kunna lätta. Den senaste skörden av information kring inflation och ekonomisk aktivitet i USA visar på en inbromsning som stödjer det mjukare budskap som förmedlats från Federal Reserve. Det har resulterat i fallande räntor och stigande riskapitet. Vi är fortsatt i en sencyklisk fas med en prognostiserad mjuklandning framför oss. Det ökar sannolikheten för att statsobligationsräntorna nådde sin topp under hösten och att positiv avkastning för tillgångsslaget ligger framför oss. I denna fas brukar riskapiteten dämpas, då vinster pressas och andelen kredithändelser ökar, men situationen blir mer balanserad när styrräntesänkningar och tillväxtåterhämtning tar form. I denna miljö bedömer vi att ett risknyttjande kring neutralläget är lämpligt.

Risknyttjande och allokering

Investerares riskvilja och preferenser för olika typer av finansiella instrument har under 2023 dominerats av centralbankernas åtstramning för att bemästra den höga inflationstakten. Investerare har också beaktat de olika geografiska regionernas konjunktorella motståndskraft i sencyklisk fas, den geopolitiska konflikt som fortgår i Ryssland och Ukraina, samt den ”nya” som tyvärr eskalerat i Israel. Sammantaget har bilden signalerat till investerare att vara på sin vakt och inte exponera sig för betydande risker.

Detta då denna miljö i regel är synonym med en svag utveckling för företagssektorns vinstgenereringsförmåga parallellt med en ökad andel kredithändelser och konkurser.

Utfallet på de finansiella marknaderna och realekonomin har trots detta hittills blivit bättre än många befarat. Konjunktoren viker, men bland annat på grund av en stor motståndskraft i USA håller det emot bättre än väntat och profilen indikerar någon form av mjuklandning. Det får ses som förvånande när centralbanker tvingats höja räntorna från ultralåganivåer upp till fyra till fem procentenheter på mycket kort tid.

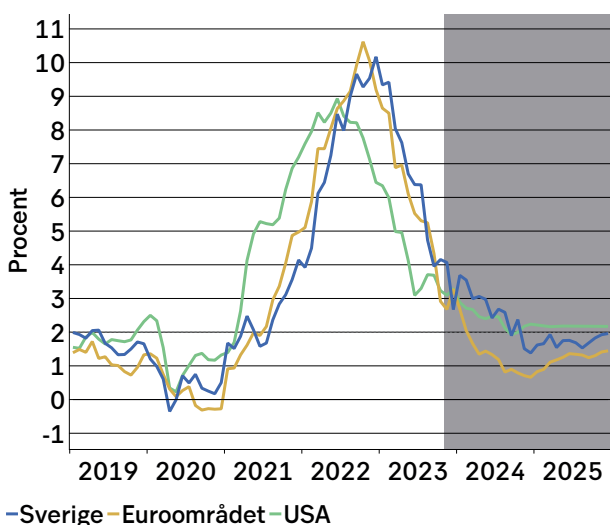
Dessutom sker det i en situation där den offentliga skuldsättningen i många länder nått höga nivåer och där både företag och privatpersoner möter tydligt högre räntekostnader. I Europa syns nu dock en tydligare inbromsning av tillväxten till nivåer nära noll, med Tyskland som ett av de svagare korten. Det bidrar också till att svensk BNP förväntas krympa såväl i år som 2024 – här bidrar också en extremt svag byggsektor. Kinesisk ekonomi uppvisar inte den fartökning många räknat med på grund av svag konsumentefterfrågan och svajig fastighetssektor. De hittills lanserade stimulanserna har inte räckt för att få fart på tillväxten. Sammantaget räknar vi med att världsekonomin mjuklandar och växer med runt tre procent såväl i år som de kommande två åren. En tämligen syrefattig tillväxtmiljö, där dock inflationen förväntas fortsätta falla ner mot centralbankernas målnivåer.

BNP prognoser, i %

Marknad	2023	Rev	2024	Rev	2025	Rev
Världen	3,0	0,2	2,8	0,1	3,2	0,0
USA	2,3	0,3	1,1	0,2	1,8	-0,2
Kina	5,2	0,0	4,6	-0,1	4,5	-0,3
Tyskland	-0,2	0,2	0,5	-0,3	2,0	0,1
Storbritannien	0,4	0,3	0,5	0,0	1,7	-0,1
Sverige	-1,0	0,2	-0,4	-0,5	2,5	0,0
OECD	1,6	0,2	1,2	0,0	2,0	-0,1
Euroområdet	0,5	-0,1	0,7	-0,1	2,0	0,0
Baltikum	-0,7	-0,3	1,5	0,3	2,9	0,1
Emerging markets	4,1	0,1	4,0	0,0	4,1	0,0

Tabellen visar prognoser för årlig procentuell real ekonomisk tillväxt i linje med vårt huvudscenario, uttryckt i köpkraftsjusterad BNP (PPP). Detaljerad redogörelse för våra ekonomiska prognoser finns under "Internationell översikt", som är ett utdrag ur *Nordic Outlook* från den 14 november 2023.

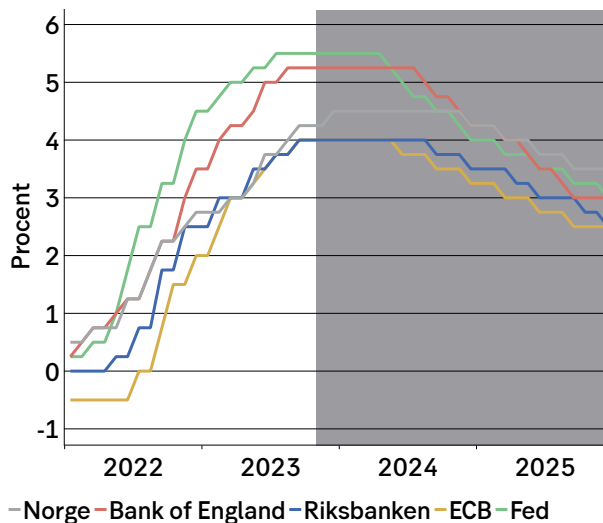
Inflationsprognoser visar på fortsatt positiv men fallande takt



Källa: SEB Nordic Outlook

Grafen visar faktisk inflationstakt kompletterad med våra prognoser i den yta som har grå bakgrund. Prognosen visar att vi förväntar oss att inflationen när centralbankernas mål under 2024 senare del.

Centralbankerna når en plåtå innan det är dags att sänka igen



Källa: SEB Nordic Outlook

Graferna visar att vi förväntar oss att det är dags för de första sänkningarna kring halvårsskiftet nästa år.

Sannolikheten för möjliga utfallsrum och en mer detaljerad bild av den ekonomiska utvecklingen presenteras under avsnittet "Internationell översikt", som är ett utdrag ur *Nordic Outlook* från den 14 november.

Bidragande orsaker till den än så länge motståndskraftiga amerikanska tillväxten är bland annat stora finanspolitiska insatser. Företagssektorn har som helhet kunnat upprätthålla sina marginaler på ett rimligt sätt då inte minst konsumenters efterfrågan har hållits uppe tack vare ett stort sparande. Tidigare prishöjningar möts dessutom av fallande insatsvarupriser som balanserar löneökningar.

Skillnaderna är självklart stora beroende på vilken sektor man studerar, men som helhet har globala vinster under 2023 balanserat kring nollstrecket. Industrisektorn har tappat fart och kraft medan finanssektorn gynns av positiva räntor i det finansiella systemet. Delar av konsument- och servicesektorn har dessutom hållit emot bra då det fanns ett uppdämt behov efter pandemin med både ackumulerat sparande, samt en arbetsmarknad som hittills visat sig vara robustare än vanligt när ekonomin bromsar in.

Slutligen har de problem som blossat upp inom amerikansk och europeisk banksektor, samt svagheter i fastighetssektor i Kina hanterats genom blixinsatser från regeringar och centralbanker. Det har resulterat i att breda nedgångar inom segment på kapitalmarknaden inte smittat banksektorn och det finansiella systemfunktionaliteten. Aktie- och obligationsmarknaden har också hanterat dessa "nedskrivningar" utan att drabbas av panik.

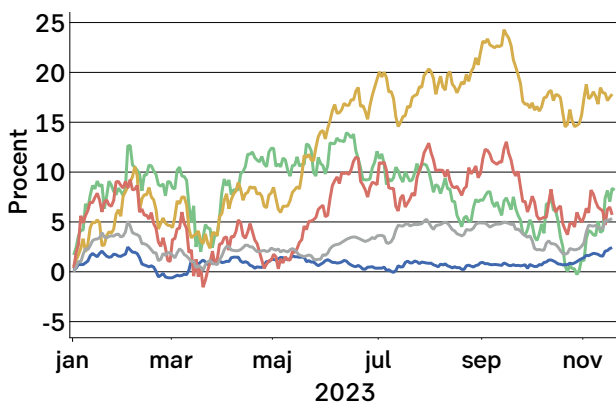
2023 har hittills inte varit något strålande år för investerare, volatiliteten har varit hög och kapitalet har sökt sig mot stabilitet och styrka. Det innebär starka balansräkningar, starka marknadspositioner, samt inom ränteverlden instrument med kort löptid för att inte straffas av de stigande räntorna.

Exempelvis har det skrivits löpmeter om ”Magnificent Seven”. Det är ett knippe framgångsrika tillväxtbolag med företrädesvis teknologiprofil hemmahörande på de amerikanska börserna som utvecklats till ännu tydligare favoriter bland investerare. Deras framgångar har belönats rikligt på börserna och de utgör nu en stor del av såväl amerikanska som globala börsindex.

Kombinationen av konjunkturavmattning och centralbanker som står hårt på bromsen samt regeringar med ansträngda balansräkningar, vilket dämpar finanspolitiska motkrafter, har gjort investerare riskaverta. Dock nådde detta, hittills, sin kulmen redan under sommaren 2022 och är en delförklaring till varför en balanserad portfölj under 2023 kunnat uppvisa positiv avkastning. De försämrade tiderna diskonterades långt i förväg. Den stukade riskaptiten och rimliga värderingen har varit viktiga bevekelsegrunder för oss i vår rekommendation under året att inte följa investerarkollektivet och skapa utpräglat defensiva portföljer. Det hade varit ett kostsamt beslut. Ur ett svenskt perspektiv har vi dessutom fått extraavkastning inom globala aktier, mätt i svenska kronor, via en positiv valutaeffekt som uppstår när kronan försvagas i förhållande till andra valutor.

Under den senaste perioden har riskaversionen minskat, börser har repat sig och räntor har fallit tillbaka. Det beror på att de tidigare hade utvecklats åt motsatt håll samt att retoriken från Fed mjuknat och marknaden då snabbt diskonterade en förbättrad framtid. Det är möjligt att placerarna redan nu diskonterar den positiva dubbelvändning vi förväntar oss under 2024 i form av fallande styrräntor och gradvis bättre tillväxt. Vi ser dock risker för bakslag i det kortare perspektivet. I väntan på data som ger oss svaret ser vi det som klokt att bibehålla vår neutrala position i portföljerna.

Globala aktier är årets vinnare i portföljerna



- Global HY (5,3%)
- MSCI världen (17,8%)
- MSCI EM (5,7%)
- SBX (8,2%)
- OMRX obligationer (2,4%)

Källa: Bloomberg

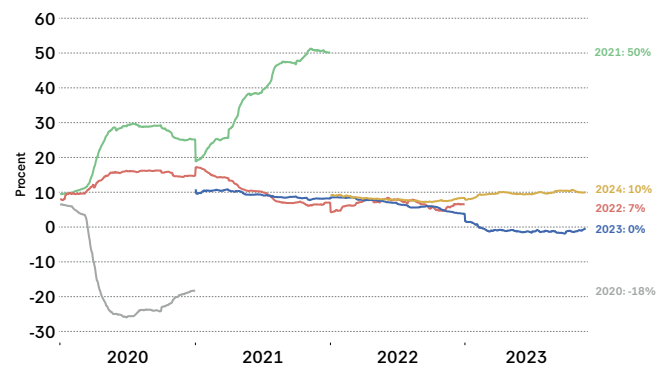
Grafen visar utvecklingen under 2023 för svenska aktier (SBX), MSCI Världindex samt MSCI EM i svenska kronor. Dessutom visas utvecklingen för det svenska räntindexet OMRX Bond samt ett globalt High Yield-index valutasäkrat till svenska kronor.

Vad bör hända i kapitalmarknaden i mjuklandningsscenario

Investerare har styrt sina portföljer mot obligationer med hög kreditkvalitet och dragit ner aktieandelen till en neutral eller underviktad position. Kassan har normaliserats efter att ha varit osedvanligt hög under en längre period. Inom aktiemarknaden har en stabil sektor såsom läkemedelsbolag och stora stabila tillväxtbolag gynnats, medan exempelvis cykliska sektorer och räntekänsliga sektorer viktats ner. I den svenska aktiemarknaden har utvecklingen varit lite annorlunda där finans- och industribolag klarat sig mycket bättre.

Det ovanstående innebär att investerare har försökt parera negativa krafter från både en konjunkturinbromsning och centralbankernas räntehöjningar. I mjuklandningsprognosen ligger en förväntan om att vinster kan komma att pressas under första halvan av nästa år för att sedan påbörja en återhämtning. Företagsanalytiker har en mer positiv syn på framtiden och räknar med att vinsterna för 2024 stiger kring 10 procent. Det känns väl offensivt och nedjusteringar är att vänta.

2024 års vinstprognos för den globala aktiemarknaden är för positiv



Källa: Bloomberg

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

Nedrevideringar av vinstprognoserna lär dock inte komma som en överraskning för investerare, de flesta har komponerat sina portföljer såsom att de är oroliga för detta.

Inbromsningen i konjunkturer och den högre räntan har redan medfört fler kredithändelser inom företagssektorn under 2023 än under föregående år. Under 2024 förväntas denna nivå fortsatt ligga över det långsiktiga snittet och hamna på i storleksordningen fyra till fem procent. Det är helt enkelt den förväntade effekten av en skakigare efterfrågesituation kombinerat med en högre räntekostnad för de lån som företagen har. Det i sig är förenligt med den prognostiserade mjuklandningen.

Under den senaste tiden har vi fått indikationer på hur marknaden kan bete sig under 2024. Feds senaste kommunikationsinsats signalerade en mindre restriktiv hållning, vilket fick statsobligationsräntor att vända ner och riskapiten och börserna att gå den motsatta riktningen. Frågan är om det redan är dags för investerare att börja höja risken i sina portföljer eller om vi först ska passera en period med ytterligare svaghet på grund av den ekonomiska inbromsningen.

Positioneringen, eller den totala portföljen bland professionella investerare, speglar ett tämligen försiktigt kollektiv. Hur är det då med värderingen av olika tillgångar? Är utgångspunkten tillräckligt attraktiv för att överbygga osäkerheten kring konjunkteffekter och centralbanksbetenden?

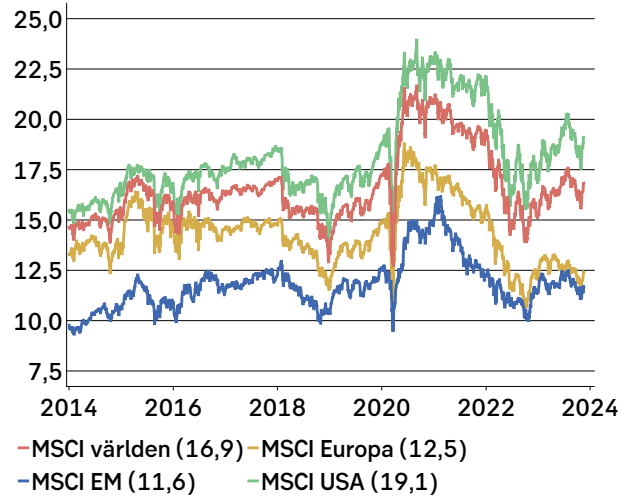
Skillnad på absolut- och relativvärdering

Räntan i marknaden dikteras av centralbankerna. Till detta adderas riskpremier eller kompensation för ökad risk när man förflyttar sig från obligationer utgivna av stater till obligationer utgivna av företag. Dess kreditvärdighet bestämmer hur stor extra kompensation investeraren ska få utöver statsobligationsräntan. Denna kompensation varierar över tiden. Idag är räntepåslaget 4-5 procentenheter inom High Yield-segmentet (högre risk) och 1,2-1,5 procentenheter i Investment Grade-segmentet (lägre risk). Dessa siffror gäller för USA och Europa och då landar den total löpande räntan på High Yield i de båda regionerna på cirka 8,5 procent. För Investment Grade segmentet blir det cirka 4,5 procent i Europa och närmare 6 procent i USA.

Detta är räntenivåer som vi känner igen från perioden före den globala finanskrisen och som lyst med sin frånvaro under den långa stimulansperioden som löpte därefter. Således är det en form av normalisering vi upplevt under det senaste året då vi framöver inte räknar med att centralbankerna återigen ska sänka sina styrräntor till noll, utan prognosen är att de stannar på nivåer kring två till tre procentenheter. Detta ger vid handen att placerare kan förvänta sig positiv avkastning på räntebärande instrument de kommande åren.

När det gäller aktiemarknadens värdering har exempelvis P/E-talen, som i regel baseras på prognostiserade vinster för den kommande 12-månadersperioden, anpassats till att vara i linje med perioden före pandemin. Dock åtnjuter den amerikanska marknaden en större premie än tidigare, och Europa en större rabatt. Det hänger bland annat ihop med framgångssagan med de stora amerikanska tillväxtbolagen. De har inte bara levererat imponerande vinster utan åtnjuter en högre relativvärdering än tidigare. Dock inte lika accentuerad som under pandemiperioden.

Amerikanska aktier har värderats upp relativt andra aktiemarknader

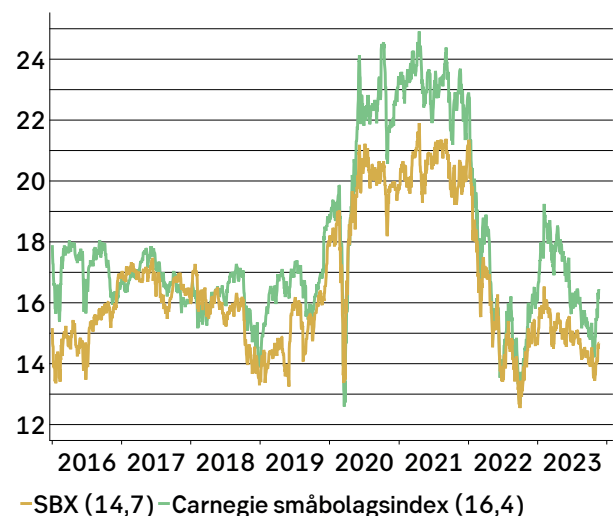


Källa: Bloomberg

Grafen ovan visar värderingen mätt som priset dividerat med vinsten, det så kallade P/E-talet beräknat på 12 månaders framåtblickande vinstprognoser. Aktier med hög tillväxt, stabila vinster och god avkastning på eget kapital värderas högst. Defensiva aktier värderas såsom snittet eller strax över och cykliska aktier har en tydlig rabatt mot snittet. Aktier i Europa och Emerging Markets är lägre värderade än i USA och det är en kombination av stilsammansättningen i de olika regionerna men även en regional prissättning.

Den svenska börsen har också pendlat rejält under årets lopp när det gäller det sammantagna P/E-talet. Under perioden med pandemistimulanser nåddes ohållbara höjder och idag är vi tillbaka på nivåer vi känner igen från perioden dessförinnan.

Svenska aktiers värdering har pendlat kraftigt



Källa: Bloomberg

Grafen ovan visar värderingen mätt som priset dividerat med vinsten, det så kallade P/E-talet beräknat på 12 månaders framåtblickande vinstprognoser. I Sverige har till skillnad från USA tillväxtsegmentet kopplats till mindre och medelstora företag som återigen har en premie mot delen med storbolag.

Slutligen till förhållandet i värdering mellan aktier och obligationer. När båda tillgångsslagen normaliserats innebär det trots allt att riskpremien för att äga aktier kontra obligationer är tydligt lägre än under nollränteperioden. Det är en delförklaring till varför investerare placerar en högre andel än vanligt i det räntebärande segmentet.

Potentiella utfall kring huvudscenariot

Trots allt krig och elände som pågår i världen, och en pågående klimatkris vars nödvändiga åtgärder trängs undan av upprustning och ökade räntekostnader, är fokus i närtid bland investerare kopplat till om det blir en mjuklandning eller inte och hur centralbankerna orkestrerar densamma. Det kan vara så att effekterna av räntehöjningarna kommer med en rejäl eftersläpning. Inbromsningen risker då att bli kraftigare än prognostiserat och vinster svagare än väntat. Skulle världen gå den vägen kommer också prognoserna avseende kommande kredithändelser och konkurser att överträffas. Har vi samtidigt tröghet i nedgången av inflationen är risken att centralbankerna bromsar för länge och med ansträngda balansräkningar står inte det finanspolitiska vapnet redo.

Analysen av detta är att det är större sannolikhet för en besvikelse kring mjuklandning än att den prognosen överträffas. Samtidigt förblir dock mjuklandningen grundprognosen i en osäker värld. Gällande den geopolitiska risken hade en eskalering och utvidgning av konflikten i Mellanöstern, där Iran kliver in under egen flagg, kunnat resultera i stora negativa effekter.

Balansen mellan att Fed minskar trycket samtidigt som konjunkturen viker stöttar vårt neutrala risktagande

Under året har vi inte tillämpat recessionsportföljer utan hållit en bred riskspridning med en neutral allokering mellan tillgångsslagen. Det gör att vi fått draghjälp av de stora amerikanska tillväxtbolagen och den starka dollarn, samt den i Sverige rådande positiva drivkraften från företag med lägre värdering än snittet. Successivt har vi reducerat denna faktorexponering men har fortfarande en viss övervikt i de portföljer som inte är rena valueportföljer. I ränteportföljerna har vi förlängt den genomsnittliga löptiden efter att tidigare haft en mycket kort sådan. Andelen företagsobligationer är något högre än i index. Vi överviktar räntebärande placeringar på alternativa investeringar och hedgefonders bekostnad i de mandat som har den sistnämnda tillgångsklassen. Illikvida investeringar kommer i många skepnader och har per definition en längre investeringshorisont, därmed utgör de utmärkta komplement till en traditionell portfölj.

Avkastningen har pendlat fram och tillbaka under året men sammantaget har absolutavkastningen i en sammansatt portfölj överraskat positivt om vi betänker att den inkluderar en period med stora geopolitiska utmaningar, centralbanker som trycker hårt på bromsen och globala vinster som rört sig sidledes. Under 2024 bör bilden succesivt ljusna men först ska vi ta oss igenom en inbromsning samt med tålamod invänta de kommande räntesänkningarna från centralbankerna. Investerare vädrar morgonluft inför den "dubbelvändningen" men det kommer att finnas fallgropar. Därför nöjer vi oss än så länge med en normal riskexponering

Globala aktier

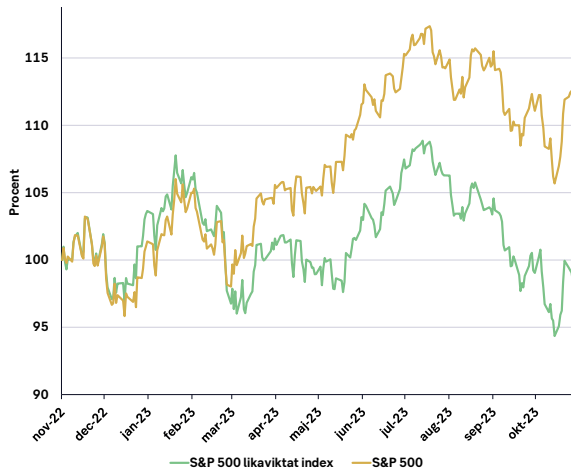
Många är kallade, få är utvalda i årets börsuppgång

Sedan förra utgåvan av *Investment Outlook*, i början av september, har världens börser haft en tuff höst med breda nedgångar. Drivkraften har varit de stigande amerikanska obligationsräntorna där fortsatt stark tillväxt i USA och högkäftiga kommentarer från Fed drivit upp 10-åriga statsobligationsräntan till runt fem procent, vilket är den högsta nivån sedan före finanskrisen 2008. Nedgången ska också ses i ljuset av den starka uppgången tidigare under året. De senaste veckorna har dock börserna återtagit en del förlorad mark efter bland annat mjukare kommentarer från Fed. Det föranleddes av en åtstramning av det som kallas finansiella förhållanden (kostnad för lån, värdeförändring på tillgångar, utvecklingen för USD mm), vilket har samma avkylande effekt som en räntehöjning. Nyligen inkommen inflationsstatistik visar överlag på större nedgång i olika inflationsmått än vad som förväntats. Det gav placerare mer hopp om att räntesänkningarna kommer tidigare och medförde en rejält positiv börsreaktion.

Summerar vi året hittills visar de flesta börserna på tydliga uppgångar. Det bistra makroklimatet med svag tillväxt och hög inflation är inte gynnsamt för aktier, men ändå har de breda indexen utvecklats positivt, vilket är ovanligt. I täten hittar vi framför allt tillväxttunga amerikanska Nasdaq och den valutadopade japanska börserna medan Stockholmsbörsen och småbolag, både globalt men särskilt i Sverige, tillhör förlorarna.

För flertalet aktier har det ändå varit en mycket tuff period, men ett fåtal tillväxtgiganter har dragit upp de breda indexen. Om vi exkluderar dessa är utvecklingen mer i linje med vad vi skulle beskriva som normal, vilket kan åskådliggöras med en jämförelse mellan ett kapitalviktat och ett likaviktat index på S&P 500 i USA.

Smal uppgång på den amerikanska börsen i år

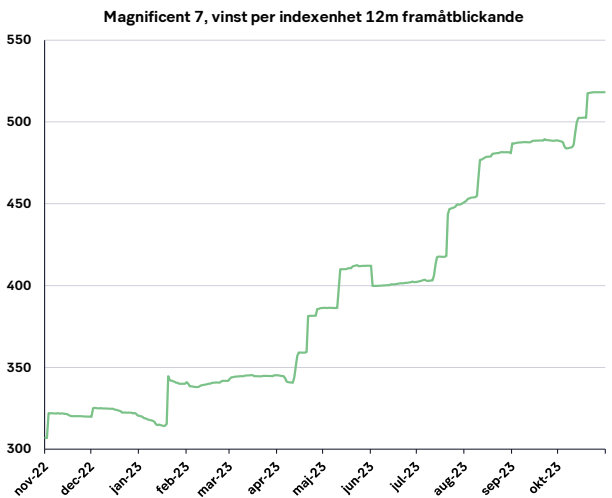


Källa: Bloomberg

Grafen visar utvecklingen på S&P 500 samt det likaviktade S&P 500. Bilden av ett bra börsår bleknar då snittavkastningen i själva verket är noll om alla 500 bolag i indexet ges lika stor vikt.

Uppgången för tillväxtsegmentet förklaras till stor del av "Magnificent Seven" – ett samlingsnamn på de sju giganterna Apple, Microsoft, Alphabet, Amazon, Nvidia, Meta och Tesla. Tillsammans står de för en klar majoritet av aktieuppgången på de amerikanska börserna i år. I Nasdaq väger de tillsammans 45 procent och i S&P 500 står de sju för närmare 30 procent. Anmärkningsvärt är också att de utgör närmare 18 procent av ett världsindex, ungefär lika mycket som hela Europa! Gemensamt för de sju är deras marknadsdominans, starka balansräkningar, starka kassaflöden och i de flesta fall, snabba tillväxt.

Stadiga vinstupprevideringar för de största teknologibolagen



Källa: Bloomberg

Imponerande vinstökningstakt för Magnificent Seven. Av de sju ingående bolagen stoltserar Nvidia med den klart högsta vinstökningstakten medan Apple växer långsammast.

Trots att "Magnificent Seven" är betydligt högre värderade än övriga börsen har de stått pall för ränteuppgångarna, vilket delvis har sin förklaring i att placerare med ljus och lykta sökt efter investeringar med AI-relaterad exponering. Detta är i sig anmärkningsvärt då det fortfarande är oklart om och hur mycket AI kan bidra med i form av vinst på sista raden.

Magnificent Seven ångar på - värderingen är relativt hög men också rättvis?



Källa: Bloomberg

Magnificent Seven (likaviktat index bestående av Apple, Microsoft, Alphabet, Amazon, Nvidia, Meta och Tesla) är upp 80 procent sedan tre år tillbaka och har agerat draglok för de breda indexen. Värderingen är visserligen hög, men inte alarmerande.

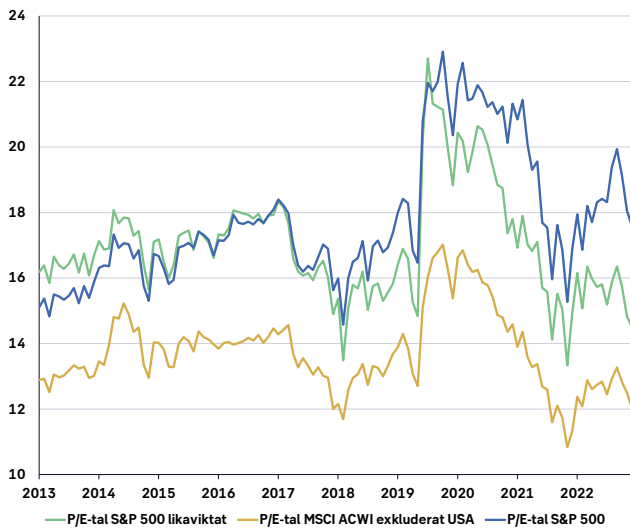
Det finns dock en solklar vinnare på AI, Nvidia. Det minst kända bolaget av de sju, men också det bolag som uppmärksammats mest i år. Bolaget designar bland annat de åtråvärda grafiska processorerna som är nödvändiga för den mängd upprepade beräkningar som krävs för att träna maskininlärningsmodeller. Nvidia var dessutom tidigt ute med att stödja OpenAI och byggde en särskild beräkningsmodul baserad på sina processorer för att påskynda träningen av de språkmodeller som företaget höll på att utveckla. När bolaget i slutet på maj gick ut och höjde försäljningsprognosen för det andra kvartalet med 50 procent slog det ned som en bomb. Aktien som redan gått upp med 100 procent, fortsatte upp 27 procent samma dag som beskedet gavs. Nu var det tydligt att AI-racet var i full blom. Förväntningarna är dock högt ställda – vinsten efter skatt i år förväntas bli drygt 6 miljarder USD för att sedan växa till 26 mdr USD 2024 och 42 mdr USD 2025 enligt analytikernas konsensusprognoser.

Nvidia startade 1993 som ett halvledarföretag som designade grafikkort och blev snabbt en stor leverantör till spelindustrin, vilken växte snabbt. Aningen oväntat blev också industrin för generering av kryptovalutor en stor marknad för bolaget med påföljden att dess grafikkort blev en bristvara under flera års tid. Med både tur och skicklighet har Nvidia lyckats med konststycket att positionera sig som nummer ett i de mest snabbväxande nischerna. AI ses som revolutionerande i en mängd branscher och det plöjs ned enorma investeringar i området. Utvecklingen går i en rasande takt och Nvidia är den tydligaste vinnaren – därav vinstexplosionen och den skenande aktiekursen.

Resultatrapporterna för tredje kvartalet var bättre än befarat särskilt i Sverige och till stor del i USA, medan Europa var svagare. Bolagen har generellt parerat den låga tillväxten och de stigande räntorna väl, då prisdisciplin och kostnadskontroll kompenserat för falnande volymer. Ordergång och organisk tillväxt är dock på tillbakagång, vilket rapportperioden tydligt visar, något som blir en utmaning framöver. Att vinsterna, enligt den aggregerade konsensusprognosen, globalt ska öka med 10 procent nästa år ter sig väl optimistisk. Perioder med nedjusterade prognoser tynger ofta börshumöret även om det ligger i förväntansbilden.

Med vinster som rör sig sidledes och börser som stigit på årsbasis har aktievärderingen stigit under året. Det är dock helt hänförligt till ett fåtal indextunga tillväxtbolag såsom Apple med flera vars multiplar har expanderat.

Bortser vi från de största amerikanska tillväxtbolagen värderas vinsterna lägre idag än för tio år sedan

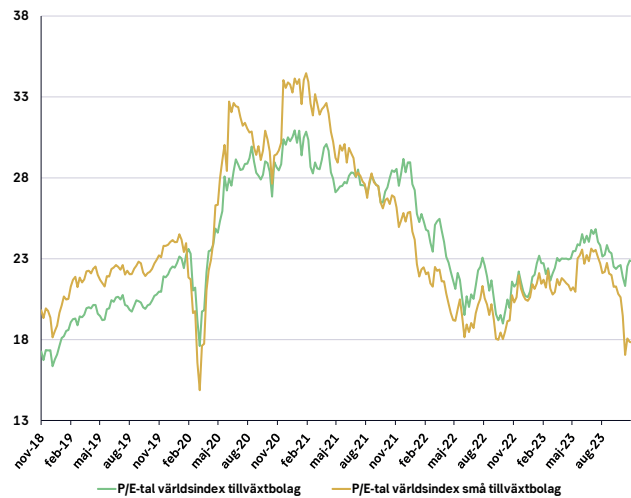


Källa: Bloomberg

Grafen visar vinstvärderingens (12 månaders framåtblickande) utveckling under de senaste tio åren. S&P 500 dras upp av de tungt vägande tillväxtbolagen medan det likaviktade indexet S&P 500 och världindexet exklusive USA har fallit ned till historiskt låga nivåer.

Vissa segment i marknaden har tvärtom fått se sina värderingar falla, vilket öppnar för investeringsmöjligheter. Ett sådant segment är små tillväxtbolag. I regel utvecklas kursmässigt högt värderade bolag med intäktströmmar långt fram i tiden sämre än lågt värderade bolag när räntor stiger på grund av högre diskonteringsfaktor. Det har stått på världens börser i år med undantag för de stora teknologibolagen i USA som ridit på AI-vågen. De mindre tillväxtbolagen har däremot värderats ned rejält. I regel har de mindre bolagen högre vinsttillväxt än de större, vilket premieras i ett positivt marknadsklimat. De har dock mindre diversifierade verksamheter och svagare balansräkningar, vilket varit till nackdel under de senaste årens inflationistiska miljö. Investerare har också varit relativt riskaverta, vilket missgynnat småbolagen. Inflationen har dock vänt ned och räntorna har under de senaste veckorna börjat falla, en trend vi tror fortsätter. Det banar väg för multipelexpansion och vinsttillväxt för de mindre tillväxtbolagen.

De mindre tillväxtbolagen har värderats ned anmärkningsvärt mycket jämfört med de stora



Källa: Bloomberg

Grafen visar värderingsutvecklingen mätt som P/E-tal under de senaste fem åren för små- respektive stora tillväxtbolag. En markant omvärdering av de mindre tillväxtbolagen har skett under de senaste åren, särskilt i förhållande till de stora som i regel har starkare balansräkningar och högre diversifiering av intäktströmmarna. Skulle räntorna falla tillbaka samt konjunkturen stabiliseras, vilket vi tror, finns det en hygglig värderingsuppsida för de mindre bolagen som i regel har en högre vinsttillväxt.

Efter en lång period där professionella placerare i enkäter uttryckt försiktighet kring aktier och portföljer med undervikt samt defensiva portföljer i sin aktieexponering, har vi nu närmast oss ett mer normalt läge ur ett historiskt perspektiv. Det bottnar i en tro på mjuklandning av konjunkturen och lägre räntor framöver, vilket också är vår prognos. Men så länge riskerna finns där fortsätter vi att ha en lite försiktig inställning till aktier och andra risktillgångar med normal andel och god riskspridning som ledstjärnor. Flöden, sentiment och flockbeteende har dock gjort att delar av aktiemarknaden straffats för hårt. Vi konstaterar att småbolagen med tillväxtkaraktär har blivit attraktivt värderade, vilket begränsar nedsidan och möjliggör positivare utveckling när sentimentet blir starkare. Dessutom bör de överprestera om vårt makrosenario infrias.

Nordiska aktier

Utmaningar kvarstår

Snabbt stigande räntor har varit aktiemarknadens främsta orosmoment de senaste två åren. Nu har räntorna sannolikt passerat toppen. Inflationen har kommit ner dramatiskt från toppnoteringarna 2022 och terminspriser indikerar att centralbankerna, med Fed i spetsen, sänker räntorna under 2024. I Europa är konjunkturen svag men ledande indikatorer har sannolikt redan passerat det värsta. Normalt skulle denna kombination tala för en mycket positiv börs det närmaste året men vi ser två viktiga skäl till att ha en mer försiktig hållning. Höga realräntor gör att aktiemarknadens relativa värdering inte är särskilt lockande. Dessutom är det fortsatt höljt i ett dunkel hur stor skada vinsterna kommer att ta av höstens kraftiga uppgång i marknadsräntorna. Ett område som drabbats mycket hårt av ränteuppgången är den gröna omställningen. Småbolag har också pressats betydligt mer än stora och här finns nu sannolikt fyndmöjligheter bland enskilda aktier trots att värderingen inte lockar på indexnivå.

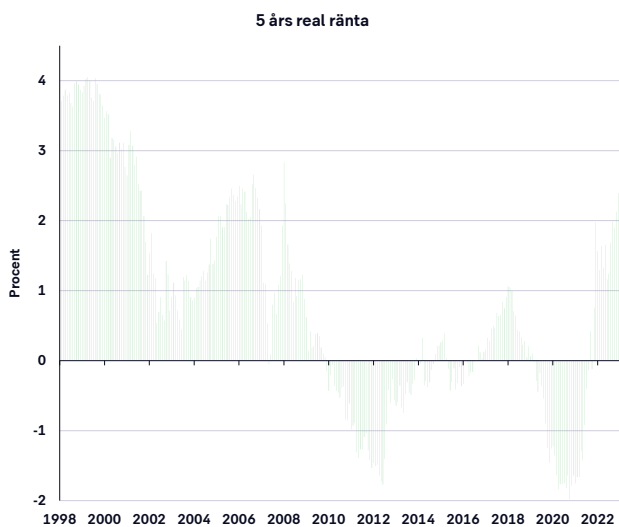
Räntetopp har troligtvis passerats men hög realränta oroar

Amerikanska marknadsräntor föll kraftigt i inledningen av november efter signaler från Fed som av marknaden tolkades som att de nu är färdiga med räntehöjningarna för denna cykel. Räntemarknaden diskonterar idag att styrräntan sänks med knappt 1 procentenhet under 2024, men sannolikt först under andra halvåret. Den amerikanska penningpolitiken och räntemarknaden påverkar omvärlden starkt, inte minst Europa och framförallt långa marknadsräntor har kommit ner relativt mycket från toppnoteringarna i oktober.

Sannolikt har vi nu passerat det värsta vad gäller räntorna och under 2024 väntas lindring. Det är mycket positivt för börsen och förklarar den starka inledningen på november. Ränteuppgången 2022 och 2023 har utgjort en mycket svår motvind för börsen de senaste åren. Det blir därmed frestande att dra slutsatsen att med räntetoppen bakom oss bör även börsbotten ligga bakom oss, men vi befarar att detta kan vara en förhastad slutsats. Rättnedgången föregicks av en mycket kraftig uppgång under sensommar och höst. Framförallt uppgången i realräntan var anmärkningsvärd.

Realräntorna är fortfarande på mycket höga nivåer i ett närhistoriskt perspektiv och eftersom det finns en betydande eftersläpning innan effekten på börsbolagens vinster blir synlig befarar vi fortsatt ostadigt börsväder under slutet av året och början av 2024. Visserligen klarade både börs och ekonomi att hantera ännu högre realräntor än dagens i slutet av 90-talet men en sådan jämförelse bör göras med försiktighet eftersom decennier av penningpolitiska stimulanser och minusräntor gjort delar av samhället betydligt mer skuldsatt än historiskt. Det gäller även näringslivet, och vissa branscher har byggt in tillgång på billiga krediter i sina affärsmodeller.

Historiskt hög realränta utgör en enorm omställning, kostnaden är svåröverblickbar



Källa: Bloomberg

Diagrammet visar räntan på en femårig amerikansk realränteobligation. Omställningen efter 15 år av ultralåga räntor är enorm. För 23 år sedan var realräntan ännu högre men sedan dess har skuldsättningen i stora delar av samhället förändrats dramatiskt. Räntealternativet är idag en svår konkurrent till aktiemarknaden om investerarnas pengar. Samtidigt hålls reala investeringar tillbaka, vilket bör dämpa efterfrågan ytterligare framöver.

Ledande indikatorer har troligtvis bottenat, men inte vinsterna

Inköpschefsindex och andra viktiga ledande indikatorer har under året varit på historiskt låga nivåer för att därefter vända upp något. För några av de mest tongivande indikatorerna, exempelvis tyska IFOs nulägesomdöme och amerikanska ISM för industrin, var sommarens bottennotering den lägsta på 20 år bortsett från finanskrisen 2008 och i samband med utbrottet för covid-19 våren 2020. Även om det inte kan uteslutas att ledande indikatorer tappar igen och trots att det hittills inte varit någon synbar kraft i återhämtningen, en tydlig kontrast mot återhämtningen 2009 och 2020, är det sannolikt att vi redan har passerat det värsta.

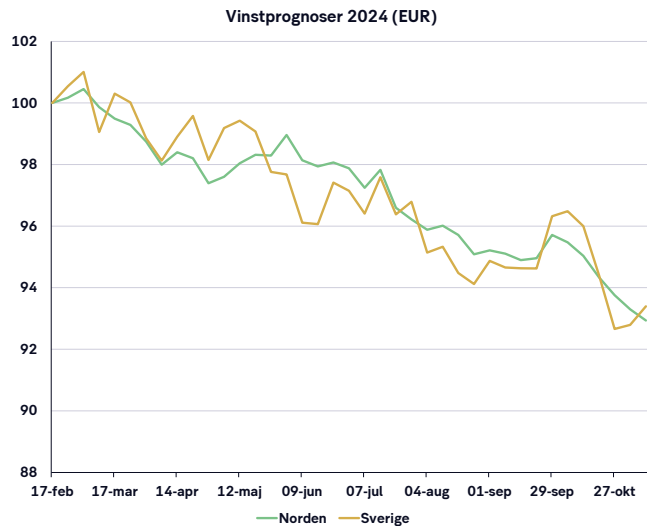
Nuvarande lågkonjunktur är annorlunda mot alla andra på många decennier i och med att en svag konjunktur, i synnerhet i Europa, kombineras med styrräntor på de högsta nivåerna på cirka 20 år. Centralbankerna försökte både i samband med att pandemin bröt ut, under eurokrisen och under finanskrisen 2008, stimulera den svaga ekonomin med enorma mängder billig finansiering.

Nuläget är snarast det omvända. Även om det är sannolikt med en något mindre restriktiv penningpolitik under 2024 befinner vi oss fortfarande i en miljö där centralbankerna gjort sitt bästa för att strypa den ekonomiska aktiviteten ytterligare. Konsensusförväntningarna är trots detta att vi får en så kallad ekonomisk mjuklandning, men det återstår att se exakt vilka effekter detta får på vinsterna. Analytikerna som ligger bakom konsensusvinstprognoserna har inga tidigare erfarenheter av en makromiljö som nuvarande, inte heller företagsledarna. Det bör innebära högre osäkerhet och större revideringsrisk än normalt.

SEB har sänkt vinstprognoserna för 2024 något efter rapporterna för årets tredje kvartal, men vi räknar fortfarande med nära 8 procents vinststillväxt för svenska bolag 2024 och 11 procent i Norden. Även konsensus räknar med snarlika vinstökningstal under 2024, men vinstprognosen har stadigt justerats neråt under året. Den negativa justeringstrenden i Sverige blir särskilt tydlig om vi tar bort effekten av valutadoping genom att titta på vinsterna i euro istället för i deflaterade kronor.

Konsensusprognoserna är den mest pålitliga indikatorn för vinstutvecklingen i närtid, men vi bedömer att osäkerheten just nu är osedvanligt stor. Mönstret de närmaste kvartalen kan bli påtagligt annorlunda jämfört med de cykliska vändpunkterna under föregående 20 år. Det finns därmed en ovanligt hög risk för ytterligare nedrevideringar de närmaste kvartalen, vilket sannolikt kan dämpa börshumöret.

Vinstutsikterna har gradvis försämrats under året



Källa: Bloomberg, SEB

Diagrammet visar aggregerade vinstprognoser för OMXS30 och Vinx30 2024 i euro, indexerat. Prognoserna har gradvis justerats ner under året. För att inte vilseledas av effekter från kronfallet tittar vi på vinster räknat i euro för både Norden som helhet och Sverige specifikt.

Relativvärdering lockar inte

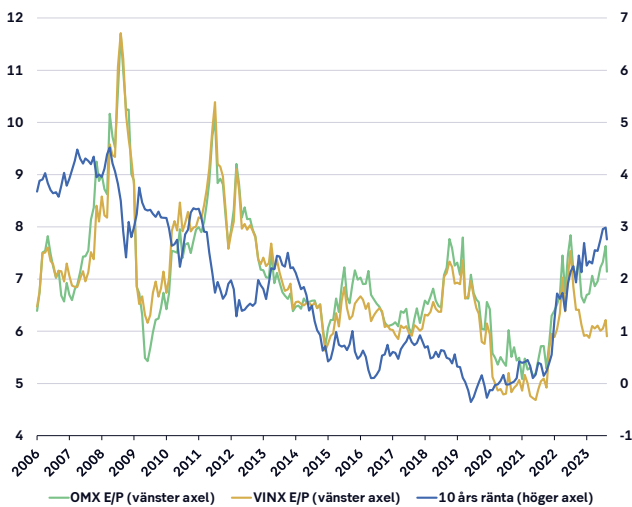
Trots den största realränteuppgången i modern tid samt nedjusterade vinstprognoser (i Sverige och Norden) har börsen gått upp i år. Det har gjort aktier mindre attraktivt värderade, i synnerhet jämfört med räntealternativen. För Stockholmsbörsen är riskpremiem på aktier relativt statsobligationer nära den lägsta nivån på 10 år.

Den nordiska marknaden som helhet ser ännu dyrare ut men påverkas starkt av Novo Nordisk som ensamt utgör över 22 procent av Nordenindex och som onekligen befinner sig i en unik situation med exceptionellt stark efterfrågetillväxt på bolagets GLP-1 läkemedel.

I USA är riskpremium på S&P 500 den lägsta på mer än 20 år, inte sedan slutfasen av millenniumbubblans kollaps har den relativa värderingen av aktier mot räntor varit lika hög som idag. Riskpremium på företagsobligationer är däremot mer normal, vilket resulterat i den ovanliga situationen att räntan på obligationer med BBB-betyg – ganska god kvalitet, välkända storbolag som AT&T, GE och GM Financial har detta betyg idag – är högre än prognostiserad ”vinstränta” (E/P-tal eller vinsterna uttryckt som ränta till aktieägarna) på S&P 500 index.

Höga värderingar måste inte vara ett problem för börserna men det ställer höga krav på vinstutvecklingen och gör marknaden känslig för eventuella bakslag. Säkerhetsmarginalen för negativa överraskningar är nu minimal och eventuella bakslag i USA kommer även påverka den nordiska aktiemarknaden signifikant.

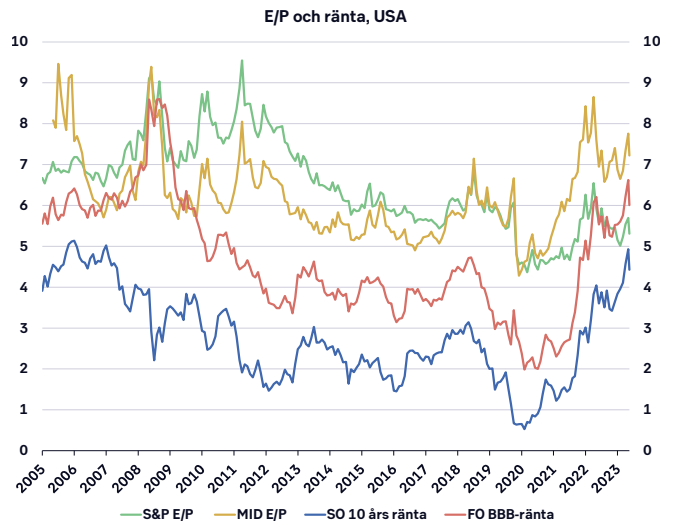
Ränteuppgång ger aktier hård konkurrens om kapitalet



Källa: Bloomberg, SEB

Diagrammet visar E/P-talet (inverterat P/E-tal eller vinsterna uttryckt som en ränta till aktieägarna) för storbolag i Sverige respektive Norden jämfört med räntan på 10 årig svensk statsobligation på två olika skalor. Skillnaden i skala, 5 procentenheter, är något mindre än den genomsnittliga historiska riskpremium på svenska aktier de senaste 15 åren. Historiskt har investerare normalt krävt en större kompensation för den högre risk det medför att investera i aktier relativt statsobligationer än vad som är fallet idag.

I USA är riskpremium på storbolagsaktier historiskt liten



Källa: Bloomberg, SEB

Diagrammet visar E/P-talet (inverterat P/E-tal eller vinsterna uttryckt som en ränta till aktieägarna) för stora amerikanska bolag (S&P 500 Largecapindex) samt mellanstora amerikanska bolag (S&P 400 Midcapindex) samt räntan på en amerikansk 10 årig statsobligation och räntan på 10 åriga amerikanska företagsobligationer med BBB-betyg (relativt god kvalitet med begränsad konkursrisk, exempelvis AT&T, GE och GM Financial har detta betyg idag). De högre riskfria räntorna har drivit upp avkastningskravet på företagsobligationer och aktier i medelstora bolag (S&P 400 Midcapindex) men snittvärderingen på de största bolagen är fortsatt hög, vilket ger en mycket låg riskpremium för S&P 500 bolagen i snitt.

Grön omställning bromsas av ränteuppgång

Eftersom effekten av högre räntor syns först med en viss eftersläpning bör vi det närmaste halvåret, eller mer, vara förberedda på att årets stora ränteuppgång kan synas mer i rapporterna för fjärde kvartalet 2023 och kanske framförallt de första två kvartalsrapporterna 2024 än vad de hittills gjort. För några branscher har utvecklingen dock redan varit förödande, exempelvis bostadsbyggande och delar av fastighetssektorn samt konsument-sällanköpsvaror, men även den gröna omställningen och i synnerhet energiomställningen tappar nu tempo dramatiskt.

Delvis är de kraftiga kursfallen i gröna eller miljöteknikaktier en funktion av högre avkastningskrav, vilket gett lägre värderingsmultiplar, men till stor del är kollapsen orsakad av kraftigt försämrade marknadsförutsättningar. Det mest dramatiska exemplet i Norden är Ørsted vars kursfall på nära 80 procent från toppen raderat ut nära 450 miljarder danska kronor i börsvärde. Som jämförelse har det största svenska bolaget på Stockholmsbörsen, Atlas Copco, idag ett börsvärde motsvarande 485 miljarder danska kronor och det nästa största, Investor, 420 miljarder.

Ørsted var pionjärer inom att bygga havsbaserade vindkraftparker och är fortsatt en av de ledande aktörerna inom projektering av havsbaserad vindkraft, men satsar även på landbaserad vindkraft och solenergiparker. Framförallt de havsbaserade projekten är stora och komplexa samt tar lång tid att bygga. Bolaget har, som i princip alla andra industrier, drabbats av kostnadsökningar de senaste åren samt drabbats av en del bolagsspecifika problem.

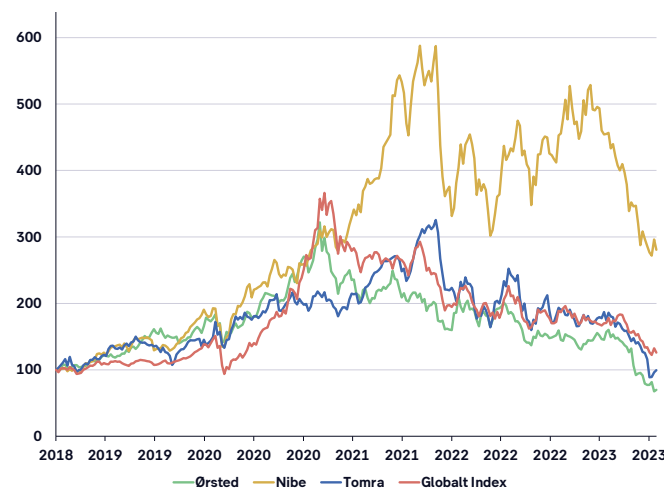
Framförallt sitter de i en rävsax när kapitalkostnaden ökar dramatiskt till följd av högre räntor. Intäkterna baseras på långa fasta kontrakt för elektriciteten de ska producera. Följden har blivit att flera stora projekt som redan påbörjats inte längre är ekonomiskt hållbara. Bolaget har, liksom flera konkurrenter, inte lyckats omförhandla elprisavtalen utan istället valt att lägga ner projekt med tiotals miljarder kronor i förluster som följd. Börsfallet beror inte enbart på de förluster som redan rapporterats utan även på de försvårade möjligheterna att bygga nya projekt med lönsamhet framöver samt försämrade lönsamhet i andra projekt.

Ørsted är långt ifrån unika med dessa problem. Flera konkurrenter har drabbats av samma sak men få har haft lika aggressiva tillväxtinvesteringsplaner som Ørsted. Vinstvarningarna har duggat tätt även bland bolag i alla delar av värdekedjan inom solenergisektorn. Allt från grön vätgas till grönt stål är också beroende av en omfattande utbyggnad av förnybar energiproduktion, vilket betyder att även sådana projekt blir mer ifrågasatta. Fortfarande är det högtryck inom elektrifiering och exempelvis utbyggnaden av eltransmissionsnät. Endast de delar som specifikt relateras till elöverföring från havsbaserad vindkraftsprojekt har hittills avbrutits, men i förlängningen är givetvis även dessa projekt relaterade till en fortsatt utbyggnad av förnybar energiproduktion. Kalkylerna för energieffektiverande lösningar, som exempelvis värmepumpar, är även de beroende av relationen i kostnader för räntor och el kontra brännolja eller naturgas, en relation som försämrats dramatiskt i Europa det senaste året då räntorna rusat och gaspriset fallit.

Delmarknader som solpaneler till villatak och värmepumpar till bostäder karaktäriseras av korta ledtider. Här syns sannolikt inom kort de fulla effekterna av ränteuppgången, men ju större projekt desto större ledtider. Det innebär att mycket byggnationsaktivitet av exempelvis havsbaserad vindkraft som inleddes för ett år sedan, eller mer, och som var på planeringsstadiet för mer än 10 år sedan fortsätter tills de är klara.

Effekten av det som händer nu kommer att synas i statistik först om ett antal år. Det återstår att se om och vad den politiska responsen blir på problemet. Det har inte varit till hjälp för aktierna i sektorn att vi den senaste tiden sett helt andra politiska prioriteringar. Exempelvis har länder som Storbritannien och Tyskland dragit ner ambitionerna vad gäller övergången till mer energieffektiva värmekällor då detta har ansetts för kostsamt för hushållens ekonomi i ett läge med höga räntor och högre matpriser.

Stora kursfall i gröna aktier i spåren av högre räntor



Källa: Bloomberg

Diagrammet visar indexerad kursutveckling för tre stora nordiska bolag med lösningar för ett mer hållbart samhälle: Ørsted (förnybar energi), Nibe (värmepumpar) och Tomra (återvinning). Även ett brett globalt index över bolag med lösningar för den gröna omställningen har mer än halverats på två år. Omställningen till en mer hållbar ekonomisk modell, och inte minst energiomställningen, är räntekänslig och det senaste årets ränteuppgång bromsar nu många företags och hushålls investeringar på området.

Läge för selektiva fynd bland pressade småbolag

Kombinationen av höga räntor, som sannolikt nu passerat toppen, samt ledande konjunkturindikatorer, som troligtvis precis passerat den tredje djupaste bottennoteringen på mer än 20 år, gör det mycket frestande att inta en explicit superpositiv börssyn. Framöver blir två av de för börserna absolut viktigaste faktorerna bättre än de är idag. Osedvanligt hög osäkerhet vad gäller vinstutsikter och därmed revideringsrisk är inte alls ovanligt i denna typ av lägen, men det brukar då ofta kompenseras av riktigt låga värderingar. De inte speciellt låga värderingarna idag, som inte lämnar mycket utrymme för besvikelser, är därmed den främsta utmaningen mot en mer positiv börssyn just nu.

Det är dock stor skillnad mellan olika segment av marknaden. Småbolag har haft en betydligt sämre utveckling än de stora, inte bara i Norden och Sverige specifikt utan även i USA. Skillnaden i värdering mellan olika grupper av bolag i USA syns på diagrammet som visar värderingen av mellanstora amerikanska bolag (S&P 400 Midcapindex) jämfört med bland annat S&P 500 bolagen. Den stora skillnaden mellan grupperna förklaras i sin tur inte så mycket av övriga 493 bolag utan i princip helt av sju av de största bolagen i index.

I Sverige värderas småbolagen fortfarande högre än OMXS30-bolagen, varför det är svårt att hävda att de som grupp är särskilt undervärderade trots att småbolagsindex sedan januari 2022 fallit med 30 procent och OMXS30 endast backat 10 procent. Förklaringen ligger delvis i att småbolagen påverkats mer negativt av konjunkturförsämring och ränteuppgång och haft en sämre vinstutveckling, framförallt under de senaste 16 månaderna. Den andra delförklaringen är att ett antal av de större bolagen i småbolagsindex, aktier som ofta är extra populär bland småbolagsfonder, fortfarande värderas till mycket höga vinstmultiplar.

Några av de dyrare aktierna värderas till högre P/E på prognostiserade rekordvinster än amerikanska tillväxtunder som Nvidia och Tesla, vilket drar upp nyckeltalet för hela index. Under ytan har det dock mycket blivit billigt bland småbolagen. På Stockholmsbörsen värderas 133 småbolag idag till en rabatt mot bokfört eget kapital. Det är mer än vart tredje bolag som storleksmässigt återfinns utöver de 30 största. Många av dessa är förstas förlustgenererande bolag eller fastighetsbolag där investerarna misstror beräkningen av eget kapital, några är investmentbolag där en viss rabatt är helt normalt, likväl betyder det att förväntningarna på många mindre bolag idag är lågt ställda.

En bransch vi finner extra intressant idag och där många aktier värderas klart under långsiktigt rimlig nivå är fastigheter. Fastighetsbolag bör över tid värderas relativt nära det verkliga substansvärdet, om de är väsentligt billigare kommer de att köpas upp av någon som önskar äga de underliggande tillgångarna och kan få dem med rabatt. Värderas fastighetsaktier på börsen generellt långt över marknadsvärdet på tillgångarna kommer det istället locka nya bolag och bestånd till börsen till dess att utbudet av fastighetsaktier motsvarar investerarnas efterfrågan och en mer balanserad värdering nås igen. Just nu värderas de 25 bolag SEB följer med en genomsnittlig rabatt mot substansvärdet på 41 procent, vilket motsvarar en implicit förväntan om värdefall på fastigheterna på 18 procent, alternativt att balansräkningarna måste refinansieras på ett vis som späder ut värdet för befintliga aktieägare.

Det genomsnittliga bolaget har hittills skrivit ner värdet på sina fastigheter med 6 procent och vi bedömer att ytterligare nedskrivningar om 9 procent kommer att behövas. Snittaktien diskonterar alltså ett dubbelt så stort nedskrivningsbehov. I vissa fall speglar rabatten en stor oro för ett förestående refinansieringsbehov, men det är inte en fullgod förklaring i flertalet andra. Fastighetsbolagen sticker ut genom att de är mycket räntekänsliga och de problem som ränteuppgången redan skapat är väl reflekterad i värderingen. För delar av branschen är konjunkturkänsligheten dessutom obetydlig, det gäller inte minst bostäder men även lokaler för offentliga hyresgäster. Hittills i denna cykel har även kontor med bra lägen och lager/industri varit överraskande stabila. Kombinationen av låg värdering, räntor som har passerat toppen, och i många fall någorlunda begränsad konjunkturkänslighet, är klart tilltalande i nuvarande makromiljö.

De minsta bolagen har fallit kraftigt

Om börsfallet de senaste åren har varit stort för de små bolagen på Stockholmsbörsen har nedgången varit brutal för de minsta bolagen som ofta noteras på andra marknadsplatser. First North-index är ned -10 procent på fem år och -63 procent från toppen i början av 2021. En sökning på Bloomberg indikerar idag att 48 bolag i Norden med nettokassa värderas lägre än nettokassan. I de allra flesta fall är det dock förlustgenererande bolag och de har börsvärden på mindre än en miljard kronor. Bland gruppen återfinns fler aktier som var glödheta under pandemin.

Vi förespråkar inte en strategi som går ut på att köpa småbolag värderade under eget kapital eller mikrobolag som värderas lägre än den egna nettokassan. Utan selektering blir det en mycket riskfylld strategi som sannolikt kommer att fånga upp många konkurskandidater och problembolag. Poängen med siffrorna ovan är att de illustrerar hur tudelad marknaden blivit och att det efter de senaste årens stora kursfall bland småbolag nu finns många riktigt lågt värderade småbolag.

Det finns segment av börsen som är så billig att det bör finnas goda investeringsmöjligheter för långsiktiga och risktoleranta investerare även om börsen som helhet inte ser billig ut och inte ens småbolagen som grupp. Det bör redan nu vara bra läge för selektiva investeringar bland småbolagsaktier.

Liksom i USA har de mindre börsbolagen i Sverige fallit betydligt mer



Källa: Bloomberg

Diagrammet visar de senaste fem årens kursutveckling för OMXS30 över de 30 mest omsatta aktierna på Stockholmsbörsen samt småbolagsindex och index för bolagen på First North (mycket små börsbolag). Över de senaste fem åren är utvecklingen nu snarlik för småbolagsindex och storbolagen medan First North-aktierna haft en betydligt sämre utveckling, -10 procent på fem år och -63 procent från toppen i februari 2021. Bubbelvärderingen i små- och mycket små bolag var mer extrem än för storbolagen 2021, men efter den senaste tidens kraftiga nedgång bör det nu finnas goda möjligheter för selektiva fyndköp.

Ränteinvesteringar

En lång räntehöjningsresa har nått vägs ände

Efter räntehöjningar från både Federal Reserve (Fed) och Europeiska centralbanken (ECB) vid varje möjligt tillfälle sedan första halvåret 2022, har nu båda centralbankerna avstått från att höja vid sina senaste möten. Att räntehöjningarna har gett effekt råder det inget tvivel om. Inflationen har tydligt kommit ned samtidigt som den ekonomiska aktiviteten har dämpats. Centralbankerna har dessutom fått draghjälp i sitt arbete av högre långräntor och stramare finansiella förhållanden, något som bidrar till att kyla av ekonomierna ytterligare. Mot bakgrund av detta gör vi bedömningen att centralbanker såsom Fed, ECB och Riksbanken har genomfört sina sista styrräntehöjningar. Fokus flyttas nu till tidpunkten för de första räntesänkningarna, vilket förväntas inträffa nästa år. Vi tror att Fed samt ECB är först ut med sänkningar vid halvårsskiftet, medan Riksbanken väntar till september.

Statsobligationer (exkl Emerging Markets)

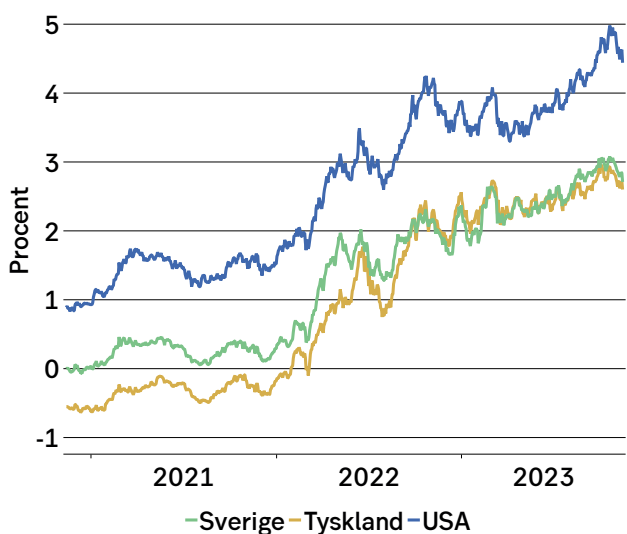
Utvecklingen för långa statsobligationer har varit i fokus under de senaste kvartalen. Först i anslutning till uppgångarna efter sommaren, och därefter nedgången i november. Detta efter att Fed och ECB:s räntebesked tolkats som att räntetoppen är nådd. Men det finns ytterligare drivkrafter i rörelse. En förklaring är förväntningar på penningpolitiken och styrräntor där marknaden under hösten tog mer fasta på centralbankernas mantra "högre, längre", men där förväntningar om att korta räntor inte ska gå högre sedan givit en rekyl nedåt. Det argumentet har även en konjunkturkoppling då vi bedömer att centralbankerna nu ser åtstramningsdosen som tillräcklig för att åstadkomma den avmattning som krävs för att inflationsmålen ska vara inom räckhåll.

I USA är det olika drivkrafter som påverkar i olika riktningar. Vi tror dock att styrräntesänkningar kommer vara den huvudsakliga drivkraften för lägre amerikanska räntor under 2024 och 2025. Mot det står svaga offentliga finanser, fortsatt stora underskott och högt lånebehov som kommer att verka i motsatt riktning och göra att investerare kräver en högre löptidspremie. Sammantaget är vår bedömning att kommande räntesänkningar får den amerikanska 10-åriga statsobligationsräntan att falla till 4,30 procent vid utgången av 2024, och fortsätter ner till 4,00 procent i slutet av 2025.

För euroområdet räknas potentialen för räntenedgångar mer begränsad. Ett resultat av ECB:s tidigare obligationsköp är att statslåneräntor i de större länderna i regionen är rejält nedpressade jämfört med styrräntan. Krafter från lägre styrränta under andra halvan av 2024 och fortsatta obligationsförsäljningar av ECB tar i stort sett ut varandra, och framför allt i Tyskland är nedåtpotentialen begränsad. Vår prognos är att tyska 10-åriga statsobligationsräntor rör sig sidledes och ligger kring 2,50 procent i slutet av 2025.

För svensk del är vår prognos att Riksbanken inte genomför någon ytterligare höjning av styrräntan utan ligger fast på 4,00 procent till hösten 2024 då en första sänkning om 0,25 procent genomförs. Riksgälden kommer med största sannolikhet att öka emissionsvolymerna under nästa år. Detta då svagare statsfinanser och rekapitaliseringen av Riksbanken talar för att ökade obligationsemissioner kommer krävas. Vi väntar oss även att Riksbanken kommer öka mängden obligationsförsäljningar och därmed indirekt öka den kvantitativa åtsramningen. Den 10-åriga ränteskillnaden mot Tyskland har ökat och trenden bedöms fortsätta. Sammantaget gör dessa faktorer att den svenska 10-årsräntan ligger i stort sett på dagens nivå i slutet av 2025.

Förväntningar om att höjningscykeln är över har fått långräntor att komma ner



Källa: Macrobond

Ekonomisk data som allt tydligare visar att räntehöjningarna har fått effekt och att centralbankerna är färdiga med räntehöjningar har fått långa obligationsräntor att falla givet att fokus nu skiftas till kommande räntesänkningar.

Prognoser för statsobligationer

Räntan för 10-åriga statsobligationer	9 nov 2023	Dec 2023	Dec 2024	Dec 2025
USA	4,61	4,80	4,30	4,00
Tyskland	2,70	2,75	2,60	2,50
Sverige	2,85	2,90	2,90	2,80

Källa: SEB, prognoser november 2023

10-åriga statsobligationer förväntas nå sin topp runt årsskiftet. Utvecklingen därefter skiljer sig dock åt då amerikanska långräntor faller medan svenska och tyska långräntor rör sig sidledes.

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

Utvecklingen för företagsobligationer med högre kreditvärdighet (Investment Grade) har en volatil period bakom sig. Detta då utvecklingen för denna typ av obligationer är mer beroende av rörelser i underliggande statsobligationsräntor (ränterisk) snarare än marknadsrörelser med påverkan på fundamentala bolagsfaktorer (kreditrisk). Samtidigt har den kraftiga uppgången i statsobligationsräntor, vilket har påverkat företagsobligationernas pris negativt, inneburit att nuvarande räntenivå för dessa obligationer ligger på historiskt höga nivåer. Kreditrisken mätt som creditspread, dvs skillnaden i ränta mellan företagsobligationen och statsobligationen med samma löptid och valuta, har samtidigt minskat de sista två åren och handlas idag kring det historiska snittet.

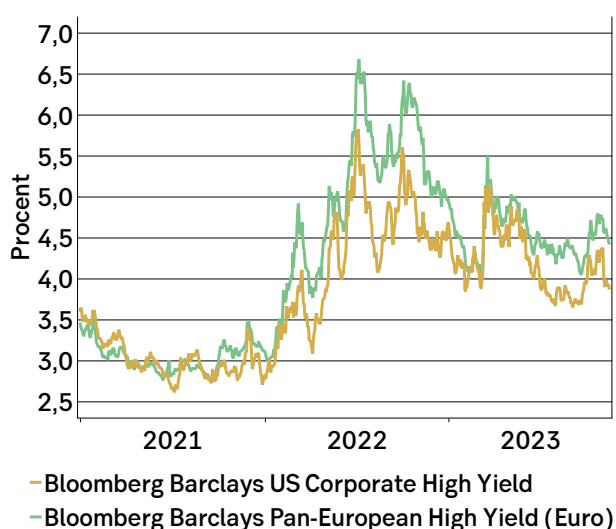
För företagsobligationer inom segmentet High Yield har bilden sett annorlunda ut. Dessa påverkas mer av förutsättningarna för det enskilda företags kreditkvalitet, dvs förmågan att underhålla sina skulder och därmed undvika betalningsinställelser eller konkurs. Från bottenläget i början av 2022 har antalet konkurser inom HY-segmentet stigit från cirka 2 procent till dagens nivå kring 4,5 procent. Detta i sig är inte oroväckande då det historiska snittet är cirka 4 procent, samtidigt som prognosen hos kreditvärderingsinstitutet Moody's är att denna siffra sjunker något på 12 månader.

En faktor som däremot kan komma att utmana HY-segmentet är de kommande årens stora andel förfall av obligationer. Detta innebär att företagen behöver refinansiera sig genom att ge ut nya obligationer eller ta upp banklån. Oavsett alternativ kommer detta behöva göras till betydligt högre räntenivåer än vad de förfallande obligationerna gjordes till. Faktum är att många företag passade på att refinansiera sig mellan 2020-2022 när räntorna var på rekordlåga nivåer. Detta kommer öka finansieringskostnaderna och indirekt bidra till lägre intjäning, vilket i sig ökar belåningsgraden mätt som skuld över intäkter. Även räntetäckningsgraden som mäter förhållandet mellan intjäning och räntekostnader förväntas krympa när finansieringskostnaderna ökar.

Vår bedömning är att vi har nått vägs ände avseende räntehöjningar från centralbanker, vilket även kommer leda till lägre obligationsräntor på sikt. Detta innebär en positiv kraft för företagsobligationernas prisutveckling med fördel för de mer räntekänsliga obligationerna inom Investment Grade. Skulle inbromsningen i den globala ekonomin bli kraftfullare än förväntat och leda till en hårdlandning snarare än mjuklandning kommer förvisso kreditrisken hos företagen att öka, men samtidigt kommer statsräntor i ett sådant scenario att falla snabbare, vilket delvis skulle kompensera den negativa effekten på priset från ökad kreditrisk, tillika större kreditspreadar.

Dock finns det skäl att se ljusare på framtiden nu när inflationen fortsätter nedåt, varpå åtstramningarna från världens centralbanker avslutas och i stället ersätts med räntesänkningar. Detta gäller i synnerhet flertalet tillväxtmarknader där inflationen stadigt rört sig nedåt under en tid och där det finns gott om utrymme för räntesänkningar – något som både skulle gynna ränteutvecklingen och den ekonomiska tillväxten. Givet att tillväxtförutsättningarna skiljer sig åt mellan länder och sektorer är vår rekommendation att vara selektiv, samt ta hänsyn till att refinansieringar i närtid kommer att göras på betydligt högre räntenivåer än tidigare. Att den amerikanska centralbanken förväntas vara både tidigt ute och möjligtvis snabb med räntesänkningar bör ge stöd åt lägre USD och USD-räntor under 2024.

Kreditspreadar har krympt på minskad recessionsoro



Källa: Macrobond

Kreditspreadar har återigen minskat, denna gång mot bakgrund av lägre inflation och att eran med räntehöjningar är över, något som indirekt minskat recessionsrisken. Kommande års skuldrefinansiering på högre räntenivåer kan dock komma att bli en motvind

Tillväxtmarknadsobligationer – Emerging Markets Debt (EMD)

Den överraskande starka motståndskraften i den amerikanska ekonomin har indirekt inneburit en motvind för flertalet tillväxtmarknader. Styrkan i amerikansk ekonomi under det gångna halvåret har föranlett högre USD-räntor över hela räntekurvan, såväl korta styrräntor som långa obligationsräntor har rört sig uppåt. I samvariation med ränterörelsen har även den amerikanska dollarn stärkts påtagligt under samma period. Samtidigt har Kina brottats med utmaningar i form av en krisande fastighetssektor, lägre inhemsk efterfrågan och ett geopolitiskt ansträngt läge – något som lett till nedrevideringar av den ekonomiska tillväxten. Ovanstående har inneburit svårare förutsättningar för många tillväxtmarknadsländer vars lån i USD växer mätt i den lokala valutan samtidigt som dessa blir dyrare att underhålla. Den lägre ekonomiska tillväxten i Kina innebär i sin tur minskad ekonomisk aktivitet för länder som sedan tidigare har haft stor handel med det stora landet i öst.

De faktorer som skulle kunna utmana denna något ljusare framtid är dels om inflationen får förnyad kraft och räntesänkningarna skjuts längre bort i tiden, ett skeende som även skulle försämra kreditfaktorer givet ett tuffare ekonomiskt klimat. Det geopolitiska läget i världen har blivit alltmer spänt de sista två åren och ytterligare eskalering skulle vara direkt negativt.



Tema: GLP-1 ändrar världsordningen

GLP-1 läkemedel som semaglutid och tirzepatid, använda för övervikt och typ 2-diabetes, har på senare tid revolutionerat hälsovården. Novo Nordisk och Eli Lilly dominerar denna marknad med sina framgångsrika GLP-1 molekyler. Dessa läkemedel förutspås inte bara förändra behandlingen av övervikt och diabetes, utan även påverka samhället genom förändringar i konsumtionsmönster och kan komma att ha en betydande ekonomisk påverkan.

Försäljningen av semaglutid och tirzepatid för att behandla övervikt och typ 2-diabetes växer kraftigt. Intäkterna under det senaste kvartalet motsvarar en årstakt på ungefär 6 respektive 22 miljarder dollar. Studier indikerar att även hjärt- och kärlsjukdomar kan förbättras med GLP-1 läkemedel. Molekylerna i dessa läkemedel imiterar kroppens eget hormon GLP-1 och ökar cellernas produktion av insulin, hämmar produktionen av glukagon och ökar mättnadskänslan. Dessa läkemedel har potentialen att ändra världsordningen inom flera sektorer när behandling av övervikt förbättras. Pågående studier av nya läkemedel som stimulerar fler hormoner kan vara ännu mer effektiv inom viktminskning, som i sin tur kan minska antalet allvarliga följsjukdomar. Medicinerna är ett stort steg för patienterna men också ett potentiellt gigantiskt steg för mänskligheten. För bolagen som säljer dessa läkemedel kan marknaden mångdubblas då övervikt är vanligare än normalvikt i många länder.

Två företag dominerar idag

Även om det ett är ökat antal bolag som idag arbetar med utvecklingen och framtagandet av GLP-1 läkemedel är det två företag som dominerar marknaden för att behandla typ 2-diabetes och fetma: Novo Nordisk och Eli Lilly. Semaglutid från Novo Nordisk har en högre marknadsandel än tirzepatid från Eli Lilly. Däremot har det senare läkemedlet en mycket starkare start sedan lanseringen som påbörjades under andra kvartalet 2022 inom typ 2-diabetes och snart också som viktminskning. Effektiviteten för semaglutid och tirzepatid har skapat ett paradigmskifte inom behandling av övervikt. Det har tidigare inte funnits mediciner med en liknande effektivitet inom viktminskning som dessa läkemedel har.

”

Medicinerna är ett stort steg för patienterna men också ett potentiellt gigantiskt steg för mänskligheten. ”

Enligt World Obesity Atlas fanns det år 2020 globalt 764 miljoner människor som led av övervikt med en negativ påverkan på hälsan och där BMI översteg 30 (kg/m²). AstraZeneca menar att det finns en miljard människor som lever med övervikt och kardiometaboliska sjukdomar som diabetes, hjärtproblem och stroke. Kraftig övervikt leder till ett stort antal dödsfall och flera följsjukdomar. Det kan också vara en riskfaktor för cancer. Från början utvecklades GLP-1 läkemedel för att behandla typ 2-diabetes och försäljningen och marknaden växer snabbt idag. Däremot ökar försäljningen ännu snabbare som behandling av övervikt där marknadspotentialen enligt många bedömare är gigantisk. Troligtvis går en del av försäljningen av ledande typ 2 läkemedel som Ozempic och Mounjaro redan idag till patienter som vill gå ned i vikt och inte lider av typ 2-diabetes, som är den behandling de två produkterna är godkända för.

Sammanställning av nuvarande GLP-1 läkemedel

Produktnamn	Läkemedel	Företag	Försäkningsstart	Indikation
Byetta	exenatid	AstraZeneca	2005	T2D*
Victoza	liraglutid	Novo Nordisk	2010	T2D*
Bydureon	exenatid	AstraZeneca	2012	T2D*
Tanzeum	albiglutid	GSK	2014	T2D*, borttagen sedan 2018
Saxenda	liraglutid	Novo Nordisk	2014	Övervikt
Trulicity	dulaglutid	Eli Lilly	2014	T2D*
Adlyxin	lixisenatid	Sanofi	2016	T2D*
Ozempic	semaglutid	Novo Nordisk	2017	T2D*
Rybelsus	semaglutid	Novo Nordisk	2019	T2D*
Wegovy	semaglutid	Novo Nordisk	2021	Övervikt
Mounjaro	tirzepatid	Eli Lilly	2022	T2D*

* Typ 2 diabetes

Källa: Företagens hemsidor och Morgan Stanley

Tabellen ovan är en sammanställning av GLP-1 läkemedel, varumärken, företag, försäljningsstart och vilken behandlingsform de är godkända för.

Läkemedel med en molekyl som efterliknar kroppens GLP-1 hormon har funnits i marknaden sedan 2005 när molekylen exenatid utvecklades av Amylin Pharmaceuticals och kommersialiserades av AstraZeneca som ett läkemedel mot typ 2-diabetes. Idag domineras marknaden av Eli Lilly och Novo Nordisk med GLP-1 molekylerna dulaglutid, tirzepatid, liraglutid och semaglutid. GLP-1 läkemedel är en analog, en molekyl, som efterliknar det kroppsegna hormonet GLP-1 som frisätts från tunntarmen efter en måltid. Den ökar produktionen av insulin från bukspottskörteln i samband med måltid. Dessutom minskar utsöndringen av hormonet glukagon från bukspottskörteln som frigör socker från levern. En annan effekt är att det bromsar tömningen av magsäcken, vilket ger en tidigare mättnadskänsla. De senaste framgångsrika molekylerna påverkar också hjärnans hungercentrum. Idag överstiger efterfrågan bolagens utbud, och tillverkarna levererar främst läkemedel till de som redan är under behandling, vilket begränsat nyrekryteringen.

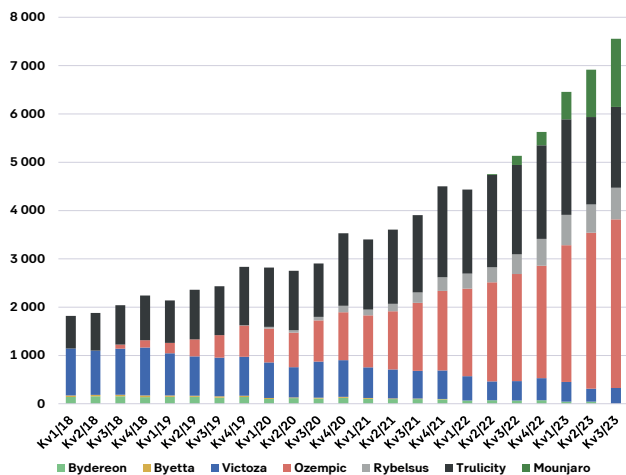
GLP-1 för behandling av typ 2-diabetes

GLP-1 läkemedel används inte för patienter som lider av typ 1-diabetes då de har celler som inte kan producera insulin. Personer som lider av typ 2-diabetes har däremot celler som kan producera insulin, men inte tillräckligt för att bryta ned socker i blodet. Därför kan GLP-1 läkemedel ersätta insulin så länge som cellerna har kvar förmågan att producera insulin.

Under första kvartalet 2018 omsatte GLP-1 läkemedel mot typ 2-diabetes en miljard dollar i Novo Nordisk via försäljning av Victoza och 0,7 miljarder dollar i Eli Lilly, Trulicity. I AstraZeneca var intäkterna 170 miljoner dollar från Bydureon och Byetta. Under det senaste kvartalet har Novo Nordisk ökat intäkterna för GLP-1 läkemedel inom typ 2-diabetes till 4,5 miljarder dollar för Victoza, Ozempic och Rybelsus. Eli Lilly hade intäkter på 3,1 miljarder dollar för Trulicity och Mounjaro. Försäljningen för AstraZeneca har minskat.

Morgan Stanley uppskattade nyligen att ungefär 4,4 miljoner patienter i USA under 2023 använder GLP-1 läkemedel mot typ 2-diabetes, vilket motsvarar 13 procent av alla som lider av sjukdomen i USA. Det är en högre andel av nya patienter som använder GLP-1 produkter än den totala patientandelen, vilket driver tillväxten. Ett ökat fokus inom sjukvården att reducera patienternas vikt, och GLP-1 produkternas bevisade viktminskande effekt, ger också stöd för tillväxten.

Försäljning av GLP-1 läkemedel för att behandla typ 2-diabetes i USA dollar



Källa: Kvartalsrapporter AstraZeneca, Eli Lilly och Novo Nordisk

Grafen visar total kvartalsvis försäljning för ledande GLP-1 läkemedel som är godkända för behandling av typ-2 diabetes sedan 2018.

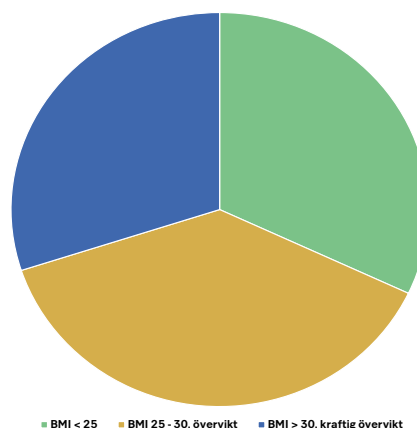
Historiskt har typ 2-diabetespatienter som använder GLP-1 läkemedel övergått till insulin när beta-cellernas förmåga att producera insulin försämrats. Den bättre effektiviteten hos nya GLP-1 läkemedel kan fördröja den effekten och därmed lyfta den långsiktiga marknadspotentialen för GLP-1 läkemedel, samt minska den för insulin.

Snabb tillväxt som viktreduceringsmedicin

Övervikt har varit i fokus inom sjukvården speciellt sedan pandemin då det uppfattades som att övervikt och allvarliga effekter från covid-19 hade en positiv korrelation. Kraftig övervikt anses idag som en kronisk sjukdom och inte, likt tidigare, som ett livsstilsproblem. Tidigare har det inte funnits framgångsrika läkemedel för att reducera vikten. Idag, med nya framgångsrika GLP-1 läkemedel, ökar utskrivningen från läkare till nya patienter kraftigt. Dessutom har sociala medier bidragit till den snabba tillväxten för GLP-1 produkter med en spridning av patienters erfarenheter, speciellt från personer som har många följare i sina nätverk. Även amerikanska diabetesföreningen har ökat betoningen på viktnedgång vid behandling av diabetes. GLP-1 signalerar till en del av hjärnan att äta mindre och minskar matsmältningen, vilket gör att en mättnadskänsla inträffar tidigare.

Studier med Mounjaro har visat att den högsta dosen av tirzepatid på 15mg kan reducera kroppsvikten med i snitt 22 procent efter drygt ett år. Även Wegovy med 2mg semaglutid minskar vikten med i snitt 17 procent enligt en studie. Dessutom är sidoeffekterna mindre än tidigare alternativ. Medicinska kostnader relaterat till kraftig övervikt är gigantiska. Störst kostnad är det för personer över 60 år. Det ger argument för att behandla övervikt redan i tidig ålder.

Överviktfördelning bland vuxna i USA

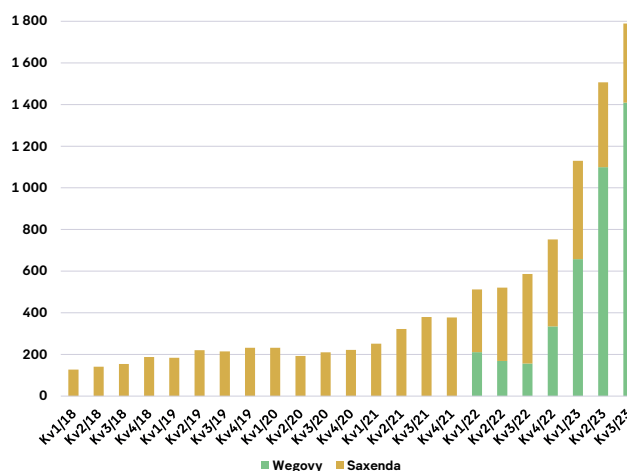


Källa: CDC, Goldman Sachs

Grafen ovan visar hur viktfordelningen i USA är för vuxna med andelen kraftig övervikt, övervikt och BMI mindre än 25.

Eli Lilly har erhållit ett godkännande att sälja tirzepatid som ett viktreducerande läkemedel för vuxna med ett BMI över 30, eller de med ett BMI över 27 som samtidigt lider av följsjukdomar som högt blodtryck. Läkemedlet kommer säljas under varumärket Zepbound. Studier har visat att läkemedlet är mer effektivt då molekylerna även efterliknar hormonet GIP, förutom GLP-1. Novo Nordisk har två godkända läkemedel och dominerar idag marknaden för överviktsbehandling. Ett av dem är Wegovy och har samma läkemedel som Ozempic, semaglutid. Det blev godkänd för den amerikanska marknaden under juli 2021. Deras första produkt var Saxenda. Total försäljning av Saxenda och Wegovy var nästan 1,8 miljarder dollar under det senaste kvartalet och ökade med strax över 200 procent jämfört med samma kvartal året innan.

Försäljning av GLP-1 mediciner som är godkända för behandling av övervikt



Källa: Novo Nordisk kvartalsrapporter

Grafen visar nuvarande höga intäktsstillväxt för Wegovy som ökade försäljningen med åtta gånger. Saxenda hade en viss intäktsminskning.

Enligt Goldman Sachs pågår det 54 kliniska studier på läkemedel med GLP-1 liknande produkter mot övervikt och typ 2-diabetes. De ser en långsiktig marknadspotential inom fetmaläkemedel på 100 miljarder dollar. Idag är den globala försäljningen i årstakt ungefär sex miljarder dollar.

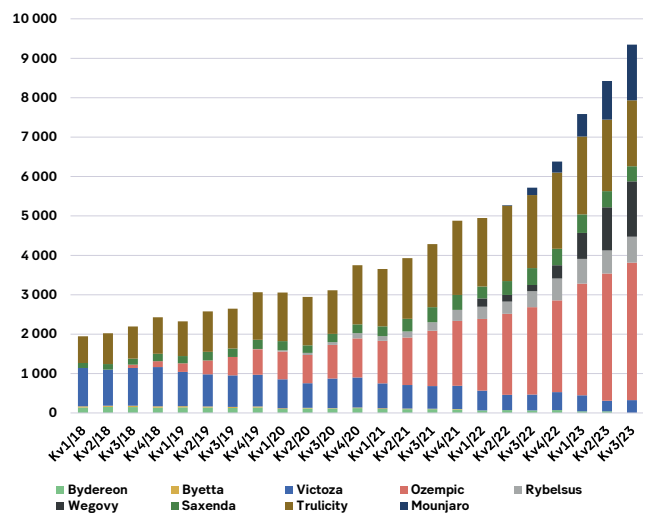
Novo Nordisk och Eli Lilly utvecklar nästa generations läkemedel som kan bli ännu mer effektivt. Det är cagrisema (GLP-1 och amylin) från Novo Nordisk och retatrutide från Eli Lilly som i kombination efterliknar tre olika hormoner (GLP-1, GIP och Glucagon). Även Amgen har två studier inom övervikt. De har en ambition att vara en ledande aktör på en snabbväxande marknad, men det dröjer förmodligen flera år innan de kan ha en godkänd produkt på marknaden.

AstraZeneca har en GLP-1 produkt i fas ett och annonserade även att de köper en global rättighet för en GLP-1 produkt från Eccogene. Ett annat stort läkemedelsbolag med studier inom området är Pfizer. Därutöver finns det även andra aktörer, exempelvis Zealand Pharma om vi fokuserar på lite mindre bolag.

Existerande inträdesbarriärer är bland annat den långa ledtiden från initiala studier till godkänt läkemedel. Dessutom måste de läkemedel som tas fram vara minst lika bra som de nuvarande, och de som pågående utvecklas av Novo Nordisk och Eli Lilly.

Om vi lägger ihop försäljningen av GLP-1 produkter inom typ 2-diabetes och övervikt, uppgår den globala försäljningen av GLP-1 läkemedel till ungefär 9,3 miljarder dollar under det tredje kvartalet och motsvarar ungefär 37 miljarder dollar i årstakt. Den sekventiella intäktstillväxten var 11 procent under tredje kvartalet, vilket var samma som under andra kvartalet. Det är en ökning med 425 procent jämfört med första kvartalet 2018. Idag är den snabbaste tillväxten i procent inom området övervikt. I dollar är tillväxten störst inom typ 2-diabetes.

Global försäljning av GLP-1 läkemedel inom typ 2-diabetes och övervikt



Källa: Bolagens kvartalsrapporter

Grafen ovan visar den kvartalsvisa totala försäljningen för GLP-1 läkemedel från AstraZeneca, Novo Nordisk och Eli Lilly.

Urval av studiepresentationer inom GLP-1 området i närtid

Företag	Tidpunkt	Läkemedel	Händelse
Novo Nordisk	2023	Semaglutid, 2,4mg	Fas 3 data SELECT, hjärta/kärl, Wegovy Fas 3 data hjärtsvikt & övervikt, Wegovy
	2023/2024	Amycretin (tablett)	Fas 1 data övervikt
		IcoSema (semaglutid & icodec)	Fas 3 data COMBINE 1-3 T2D*
	2024	Semaglutid tablett	Fas 3 övervikt 25mg Fas 3 hjärta/kärl T2D*
Eli Lilly	2025	Semaglutid	Fas 3 studie kronisk njursjukdom T2D* Ozempic
		CagriSema (semaglutid & cagrilintid)	Fas 3 övervikt
		CagriSema / Semaglutid	Fas 3 T2D* & övervikt med/utan T2D*
Eli Lilly	2023	Tirzepatid	Lansering av bantningsmedel, Mounjaro
	2025	Retatrutid Orforglipron	Fas 2 övervikt & kronisk njursjukdom Fas 3 T2D* vuxna & dålig kontroll att reglera blodsocker
Pfizer	2023	Danuglipron (tablett)	Fas 2 data övervikt
Zealand Pharma / Boehringer Ingelheim	2023	Survodutide	Övervikt R&D presentation & start av fas 3 studie övervikt, hjärta/kärl
Zealand Pharma	2024	Dapigliutid	Fas 2 data övervikt
Amgen	2024	AMG 786 (tablett)	Fas 1 data övervikt
		AMG 133 maridebart cafraglutid	Fas 2 övervikt

*TD2 = Typ 2-diabetes

Källa: Företagens hemsida och Morgan Stanley

Tabellen ovan är en sammanställning av ett urval av pågående studier av nuvarande och nya GLP-1 läkemedel med betoning på övervikt, men även andra sjukdomar.

Omvärldsförändringar av GLP-1

I närtid är det mer detaljer kring SELECT studien från Novo Nordisk som är i fokus. Det kan påverka aktiekursen för Novo Nordisk men också andra medicinteknikbolag och hälsobolag som idag levererar produkter och tjänster för att behandla sjukdomar som ofta kan kopplas till övervikt. Studien påvisade att patienter med Wegovy undviker större negativa händelser inom hjärt- och kärlsjukdomar med 20 procent. Vissa sjukdomsförlopp kan troligen minska med mer än 20 procent.

Novo Nordisk har även presenterat att de stoppar sin studie av behandling med semaglutid för patienter med kronisk njursjukdom, CKD, och typ 2-diabetes, FLOW, efter en rekommendation från en oberoende kommitté som övervakade studien baserat på att resultaten möter i förväg bestämda kriterier. Kommunikationen fick aktier inom dialyssektorn som Baxter och Fresenius att falla med 15, respektive 8 procent.

Amerikanska detaljhandelsföretaget Walmart, som också har en apoteksrorelse, angav under hösten i år att deras kunder som är under behandling av GLP-1 läkemedel har stora förändringar i konsumtionsmönstret. Försäljning av livsmedel och drycker minskar men kompenseras av ökad konsumtion av träningsrelaterade produkter samt mediciner för att lindra biverkningar från läkemedlet.

Morgan Stanley har utfört studier och intervjuat läkare som bekräftar att konsumtionen av livsmedel och kaloriintag minskar kraftigt då patienterna äter mindre. Minskningen är störst inom processad mat, läskedrycker, alkohol och konfektyr. I samband med kommunikationen från Walmart föll aktierna i stora amerikanska bolag som Coca Cola och PepsiCo med fem procent.

Förbättrade läkemedel mot övervikt kan ha stora positiva effekter på hälsovården och kan ha en påverkan på flertalet företag i läkemedels- och hälsovårdssektorn. Det kan sänka utgifterna för sjukdomar som kan relateras till kraftig övervikt som diabetes, gikt, artros, leversjukdom, hjärtproblem, stroke, astma, infertilitetsproblem, njursjukdom, cancer med mera.

Vi kanske tar i när vi säger att GLP-1 läkemedel kan ändra världsordningen, men att de har en stor påverkan baserat på nuvarande trender är tydligt.



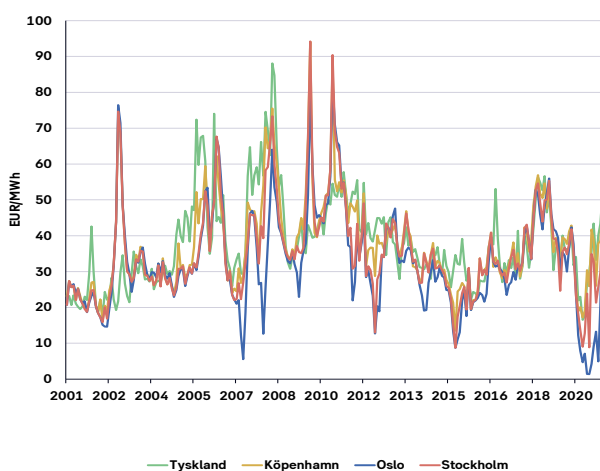
Tema: Elmarknadens utveckling och prisdynamik

Skandinaviska konsumenter tenderar att tro att elpriserna bör vara stabila, och stabila på acceptabla nivåer, eftersom vi har ett utbud som domineras av vattenkraft, kärnkraft och vindkraft som alla har mycket låga produktionskostnader. Men att prissätta el som en allmännyttas övergavs 1990 och sedan dess har elmarknaden omvandlats till en handelsmarknad. Vad innebär detta och vad är det egentligen som styr framtidens utveckling av elmarknaden och våra elpriser?

Att el ska ha långsiktigt stabila priser och vara någon form av nyttighet precis som vatten, avfallshantering och vägar kan konsumenterna i vissa avseenden ha helt rätt i. Dessa tjänster tar lång tid att bygga, kräver stora investeringar, och har långa horisonter för både operativ livslängd och skuldbetalning. Men 1990 övergavs som sagt prissättningen av el som en allmännytta och sedan dess har elmarknaden i Skandinavien, och sedan successivt även elmarknaden i Europa, gradvis omvandlats till en handelsmarknad, där elektricitet flödar fritt över gränserna enligt prisindikationer.

Tyskland är hjärtat på den europeiska elmarknaden – det som händer där ger ringar på vattnet på de flesta elmarknader i Europa. Om vi ser tillbaka på elpriserna sedan början av år 2000 är det tydligt att de tyska elpriserna i allmänhet har styrt elpriserna i Norge, Danmark, Sverige och Finland från år till år.

Månatliga spotpriser på el



Källa: Bloomberg

Grafen visar utvecklingen av de månatliga spotpriserna på el under en tjugoförårsperiod (januari 2001 till december 2020) i Tyskland, Köpenhamn, Oslo, och Stockholm.

Elprisets utveckling

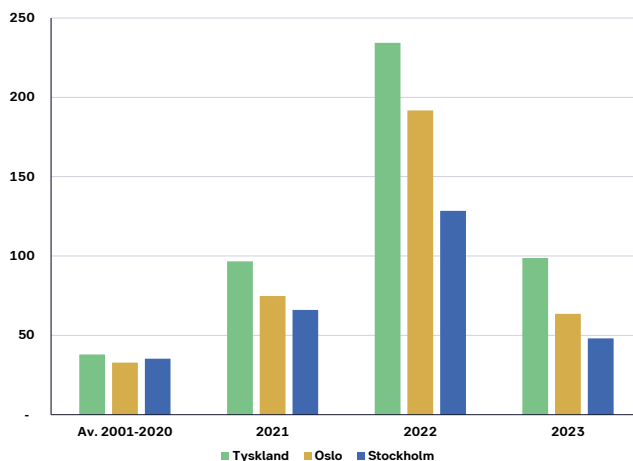
Mellan 2001 och 2020 var det genomsnittliga elpriset i Tyskland 38 euro/MWh, i Oslo (prisområde NO1.) var det 33 euro/MWh och i Stockholm (prisområde SE3) 35 euro/MWh. Det är ingen slump att dessa medelvärden ligger nära varandra. Priset på naturgas, kol och koldioxid bestämde elpriset i Tyskland från år till år. Fritt flödande el över gränserna överförde sedan priset i Tyskland till Skandinavien och andra länder. Priserna på kol, gas och koldioxid var i allmänhet ganska låga under dessa 20 år, vilket resulterade i att de svenska elpriserna vanligtvis rörde sig mellan 20-60 euro/MWh. Dessa prisfluktuationer märktes inte av särskilt mycket av de privata hushållen eftersom de delvis överskuggades av relativt höga skatter och distributionsnätkostnader överlag. Fluktuationer i vattenkraftsproduktionen i Skandinavien från år till år dolde också en del av det synliga sambandet mellan elpriserna i Tyskland och Sverige under dessa år. Detta blir än mer tydligt om vi tittar på månads- och dagsdata som kan variera mycket mer både lokalt och mellan olika geografiska områden.

Faktum kvarstår att elpriserna i såväl Stockholm som Oslo sedan år 2000, och även dessförinnan, i stort sett har bestämts av elpriset i Tyskland. Elpriserna har däremot inte följt varandra helt från år till år, till stor del på grund av begränsningar i elnäten.

De flesta är medvetna om att krig och störningar i oljeförsörjningen från Mellanöstern kommer att driva upp oljepriserna och därmed också de priser de betalar för bensin. Men många i Norge och Sverige blev både förvånade och arga över att de skenande naturgaspriserna på andra håll i Europa, på grund av kriget i Ukraina, drev upp deras elräkningar till tidigare oanade nivåer.

Det genomsnittliga elpriset i Stockholm under 2022 var 129 euro/MWh. Det är 3,6 gånger högre än 20-årsgenomsnittet fram till 2020, men bara 55 procent av genomsnittet i Tyskland för helåret 2022, som var 234 euro/MWh. Stockholm låg i genomsnitt på 95 procent av de tyska elpriserna om vi fokuserar på de 20 åren fram till 2020. I år, 2023, förväntas elpriset i Stockholm jämfört med Tyskland sjunka till så lågt som 50 procent.

Genomsnittliga spotpriser på el



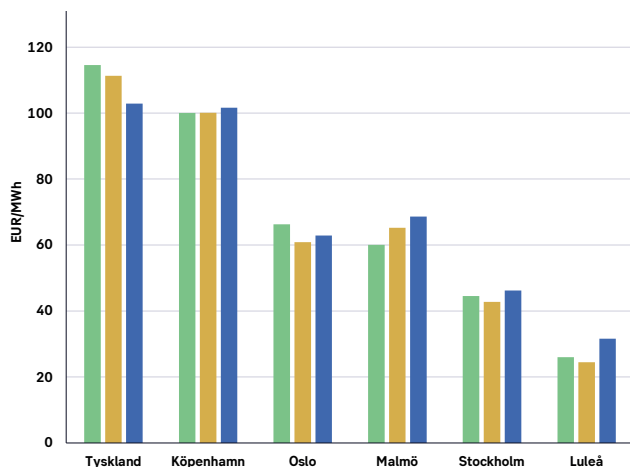
Källa: Bloomberg

Grafen visar de genomsnittliga spotpriserna på el från 2001 till 2020, och för 2021, 2022 och 2023 i euro/MWh för Tyskland, Oslo, och Stockholm.

Tillgång och efterfrågan på elmarknaden

Ett betydande elöverskott har utvecklats i Skandinavien under de senaste åren. Det är anledningen till de ovanligt stora skillnaderna i elpriser mellan Stockholm och Tyskland under 2022 och 2023. Mer förnybar elektricitet från vindkraftsparkar, ny tillförsel från den finska kärnkraften Olkiluoto 3 (1600 MW eller cirka 12 TWh/år), samt rikligt med nederbörd och produktion av vattenkraft bidrar till att förklara detta. Efterfrågan på el i Skandinavien har också minskat på grund av höga priser. Sammantaget har detta resulterat i ett överskott av el i Skandinavien av en omfattning som elnätet som leder till Tyskland inte kan hantera. Det pressar i sin tur ner de skandinaviska elpriserna jämfört med Tyskland till onormalt låga procentandelar.

Terminspriser på el per område och år den 10 november 2023



Källa: Bloomberg

Terminspriserna på elmarknaden indikerar lyckligtvis att elpriserna för många områden i Skandinavien kommer att förbli onormalt och kraftigt rabatterade till Tyskland under de kommande tre åren. Stockholmspriserna förväntas bara vara 35-40 procent av de i Tyskland, enbart tack vare begränsad nätkapacitet och ett totalt överskott av el i Skandinavien.

”

Tyskland är hjärtat på den europeiska elmarknaden – det som händer där ger ringar på vattnet på de flesta elmarknader i Europa.”

En aspekt som blir uppenbar här är att desto längre bort från Tyskland vi kommer, desto större är skillnaden. Detta återspeglar de ökande kumulativa begränsningarna i nätkapaciteten när avståndet blir längre.

Men om det inte hade funnits ett elöverskott i Skandinavien skulle priserna under 2022, 2023, och under de kommande tre åren, sannolikt ha legat nära de tyska priserna, både på spot- och terminsbasis. Senioranalytikern Eylert Ellefsen på Montel Energy uppskattar att Skandinavien kommer att exportera 55 TWh el under 2023. Observera dock att det kan vara stora variationer i det skandinaviska vattenkraftssystemet, där produktionen kan variera med ± 30 TWh mellan torra och våta år. Därmed, om vi skulle uppleva ett torrt och kallt år i Skandinavien under de närmaste åren skulle överskottet av el minska avsevärt, med resultatet att elpriserna skulle närma sig de tyska nivåerna.

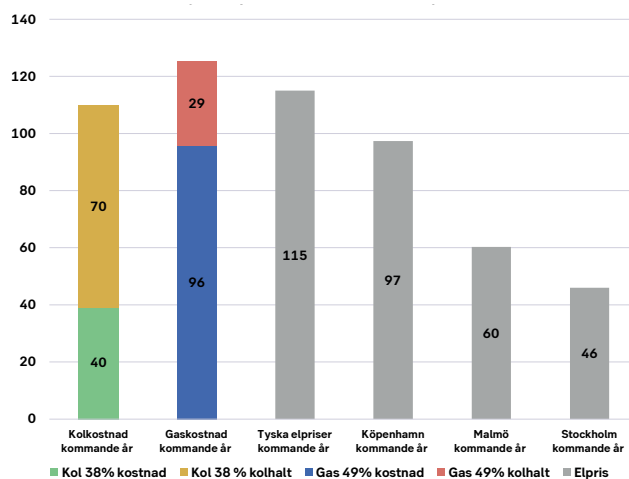
Värt att notera är också att den södra delen av Norge beräknas gå med underskott redan 2026, vilket snabbt skulle bidra till att flytta elpriserna mot tyska nivåer.

Det som i dag ser ut som mycket förmånliga elpriser kan plötsligt gå upp i rök med priser som snabbt stiger mot tyska nivåer om vädergudarna i Skandinavien vänder sig mot oss. För att säkerställa att priserna i Skandinavien förblir betydligt lägre än i Tyskland måste vi dessutom fortsätta att bygga ut tillgången, eftersom efterfrågan på el förväntas öka avsevärt när vi fortsätter vår väg mot ett elektrifierat samhälle utan fossila bränslen.

Naturgasens påverkan

Vi kan naturligtvis hoppas att priserna på kol och naturgas sjunker över tid. Kolpriserna kan röra sig något lägre men de har relativt låg påverkan på kostnaderna, vilket gör att de inte blir en särskilt stor skillnad. En bra tumregel är att för att producera en enhet el behöver du två enheter naturgas plus 0,3 enheter koldioxid. Alltså, om priset på naturgas är 50 euro/MWh och priset på koldioxid är 80 euro/ton, är kostnaden för el producerad från naturgas ungefär 127 euro/MWh.

Tyska elpriser och kostnader i EUR/MWh

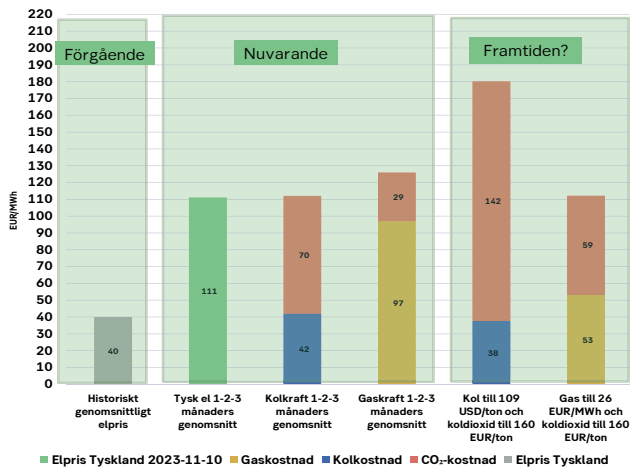


Källa: Bloomberg, SEB

Diagrammet visar hur prissättningen av tysk el för 2024 är relaterad till kostnaden för kol och koldioxid, samt gas och koldioxid.

Naturgaspriserna är fortfarande mycket höga: nära 50 euro/MWh jämfört med ett nominellt genomsnitt på 20 euro/MWh under perioden 2008-2020, vilket motsvarar 26 euro/MWh i dagens penningvärde. Vår förväntning är att priserna på naturgas faktiskt kommer att sjunka mot den nivån över tid. Det genomsnittliga priset på naturgas hittills i år har redan sjunkit till 41 euro/MWh, jämfört med rekordgenomsnittet på 132 euro/MWh 2022. Kostnadstrycket från tyska elpriser gentemot skandinaviska elpriser, med avseende på naturgasens kostnad, förväntas således minska över tid, vilket redan börjat hända. Priset på koldioxid förväntas däremot stiga till ännu högre nivåer.

Potentiell elprisbild i Tyskland



Källa: Bloomberg, SEB

Diagrammet visar ett potentiellt scenario gällande elprisbildningen i Tyskland någon gång under de kommande fem åren med avseende på det förlutna, nuet och framtiden.

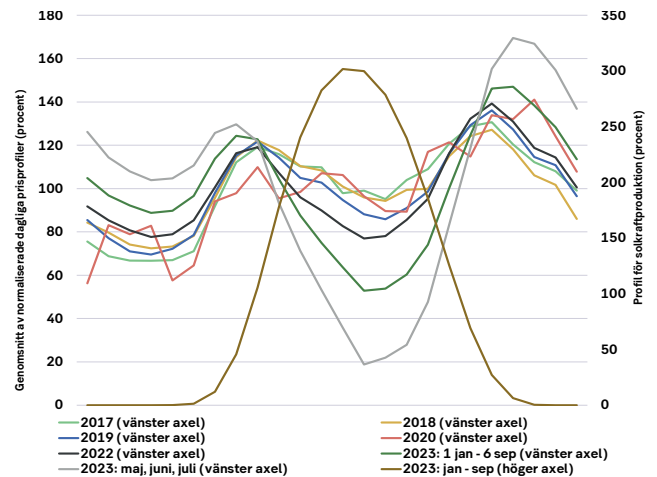
Vad händer framöver?

Allmänna förväntningar är att koldioxidpriserna inom EU kommer att röra sig mot 150-200 euro/ton när vi närmar oss 2030. Detta kommer att göra koleldad kraftproduktion helt olönsam om den inte får en stor premie av stabilitetsskäl. Men även om naturgaspriserna återgår till 26 euro/MWh kommer det högre koldioxidpriset fortfarande att placera marginalkostnaden för tysk el baserad på naturgas till cirka 110 euro/MWh. Detta är nära där tysk kraft är prissatt för 2024, med tanke på en kombination av höga naturgaspriser och ett koldioxidpris på cirka 80 euro/ton.

Förhoppningen är dock att den ökade tillgången på sol-, vind-, och kärnkraft gradvis ska minska naturgasens roll i den europeiska energiförsörjningen. Priserna under allt färre timmar på året kommer då att avgöras av naturgaskraftverken. De timmarna kan dock vara extremt kostsamma eftersom de måste bära hela årets värde av kapital- och underhållskostnader. Naturgas och kol skulle dock ändå spela en allt mindre roll som bestämmare av det genomsnittliga elpriset för hela året. Resultatet kan därmed vara att elpriserna i Centraleuropa successivt sjunker mot 60-80 euro/MWh med tiden, även om koldioxidpriserna rör sig mot 150-200 euro/ton eller högre.

En komplicerande faktor är att den exponentiella tillväxten inom solkraft nu har börjat underminera den egna lönsamheten, både för befintlig och ny solkraft. Konsekvensen är att tillväxten i tillgången av solenergi kan börja avta under en tid. Botemedlet för den avmattningen blir en tillfällig förskjutning av fokus från att bygga mer tillförsel till att istället bygga fler kraftkablar, samt att installera många elnätbatterier så överskottet av solkraften från dagen kan överföras till kväll, natt och morgontimmar. Ny tillgång på solkraft kan då accelerera ännu en gång. Övergången till förnybar energi är kanske svårare än vi hade trott och hoppats, men den kommer inte att stanna upp, och vi har alla teknologiska ingredienser som behövs för att göra det möjligt.

Timprisprofiler för tysk elförsörjning



Källa: Bloomberg, SEB

Den bruna grafen visar produktionsprofilen för solkraft per timme under månaderna januari till september 2023.

De katastrofala händelserna i Ukraina sedan 2022 har förändrat många perspektiv i Europa. Östeuropa kan inte längre förlita sig på billig naturgas från Ryssland. Inte heller kan regionen förlita sig på koleldade kraftverk i en koldioxidbegränsad europeisk marknad med stigande koldioxidpriser. Dessa länder är inte övertygade om att sol- och vindkraft kommer att ge dem den tillförlitlighet och försörjningstrygghet som deras industrier och konsumenter förtjänar.

Som ett resultat av detta registrerar sig fler och fler länder i Europa för nya kärnkraftverk för att bidra till att fasa ut fossila bränslen i sina ekonomier till 2050. Detta gäller inte bara Östeuropa. Detsamma gäller Sverige, Norge (privat initiativ), Frankrike, Italien, Nederländerna, Belgien och Storbritannien. Tyskland gör fortfarande motstånd och håller fast vid sitt förval till kärnkraften. Men det blir allt tydligare att kärnkraft är på väg att göra comeback – inte minst med tanke på vår ökande förståelse för problematiken med att bygga ett nytt energisystem enbart baserat på sol- och vindkraft.

Europa kanske inte kan bygga så många nya kärnkraftverk under de kommande 10 åren, men vi kan komma att bygga ett stort antal fram till 2050 om vi verkligen bestämmer oss för att göra det.

Internationell översikt

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

Orolig värld fortsätter hoppas

Inbromsningen fortsätter men den ser olika ut i olika länder. USA mjuklandar efter att ha visat överraskande motståndskraft, euroområdet kräftgång fortsätter medan utsikterna för Kina har stabiliserats. Svag efterfrågan och höga räntor ger en fortsatt syrefattig tillväxtmiljö. Geopolitisk oro innebär nedåtrisker men lägre inflation, hög sysselsättning och stigande reallöner ger trots allt hopp. Styrräntetoppen är nådd och sänkingscykeln inleds av Fed i mitten av nästa år.

Kriget i Mellanöstern adderar till ett redan osäkert geopolitiskt läge med ytterligare mänskligt lidande från ett växande antal konflikter. Hamas-Israel-krigets närhet till oljeproducerande länder bidrar till den ekonomiska oron och riskerar också att minska omvärldens finansiella och militära stöd till Ukraina. Huvudscenariot är dock att de ekonomiska konsekvenserna blir begränsade. Inflationsutvecklingen är fortsatt den kanske mest avgörande faktorn för konjunktur, räntor, börs och andra tillgångspriser. Stramare finansiella förhållanden under tredje kvartalet, bl a högre långräntor, förstärker effekterna av redan höga styrräntor och ger centralbanker en hjälpande hand att kyla av ekonomin och sänka inflationstrycket. Men de ger också en ökad osäkerhet kring hur mycket åtstramning ekonomierna – och det finansiella systemet – mäktar med.

Små revideringar i spretande omvärld

Den senaste statistiken pekar på att huvudscenariot i vår augustiuppdatering håller, dvs att en djup konjunktursättning kan undvikas. Kinas tillväxtutsikter har förbättrats något och tillväxtekonomierna håller generellt sätt emot relativt väl. Avmattningen i OECD-länderna är tydlig, men med stora skillnader mellan länder och sektorer, där USA bromsar in och euroområdet fortsätter att stagnera. Höga räntor och priser tynger konsumtion och bostadsbyggande. Företagen ser enligt indikatorer dystert på framtiden och produktionen utvecklas svagt. Frågetecknen kring nivåer på räntetoppar och takten i inflationsnedgångar börjar rätas ut och våra prognosrevideringar är relativt små.

Global BNP-tillväxt, i %

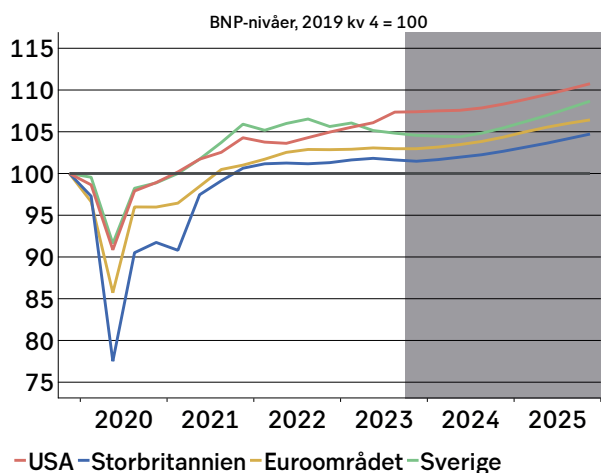
Marknad	2022	2023	2024	2025
USA	1,9	2,3	1,1	1,8
Japan	1,0	1,8	1,2	0,9
Tyskland	1,8	-0,2	0,5	2,0
Kina	3,0	5,2	4,6	4,5
Storbritannien	4,3	0,4	0,5	1,7
Euroområdet	3,4	0,5	0,7	2,0
Norden	2,7	0,2	0,5	2,3
Sverige	2,6	-1,0	-0,4	2,5
Baltikum	2,0	-0,7	1,5	2,9
OECD	2,9	1,6	1,2	2,0
Emerging markets	3,7	4,1	4,0	4,1
Världen, PPP*	3,3	3,0	2,8	3,2

Källa: SEB Nordic Outlook

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

Global tillväxt på 3 procent i 3 år

USA:s tillväxt har åter överraskat positivt men inbromsningen kommer kring årsskiftet. Euroområdet, där tillväxttalen redan ligger kring noll, växer med ca 0,5 procent 2023 och 2024. Kommande kvartal blir svaga, men USA och euroområdet undviker en recession. Global BNP ökar med ca 3 procent per år 2023-2025, vilket är relativt svagt i ett historiskt perspektiv. Även om tillväxten kommer att vara måttlig ett tag till är effekten av snabba räntehöjningar och inflationschock hittills förvånansvärt begränsad. Frågan om vi har underskattat motvinden och eftersläpningen med vilken penningpolitiken verkar har ännu inte besvarats.

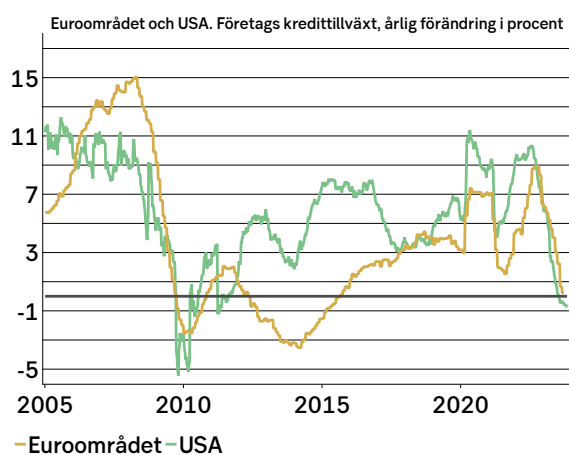
Mjuk tillväxtlandning

Källa: Macrobond, SEB

Tillväxtbilden går från stora svängningar till mindre rörelser. Svensk tillväxt bromsar in mest, efter störst ökning innan.

Monetär åtstramning under tredje kvartalet

Finansiella förhållanden stramades åt oväntat mycket under tredje kvartalet i år. Hushåll, företag och stater möter t ex påtagligt högre realräntor samtidigt som tillgångsvärden pressats och amerikanska dollarns styrka bestått. Feds beräkningar visar att en amerikansk real 10-årig statsränta steg hela 0,7 procentenheter under tredje kvartalet och att den har fortsatt stiga i oktober till 2,1 procent, den högsta nivån sedan hösten 2007.

Kreditstockarna har slutat växa, väntas krympa

Källa: Federal Reserve, ECB (European Central Bank), Macrobond, SEB

Svagare kreditefterfrågan är inte förvånande givet högre räntor och varslar om inbromsning i tillväxten.

Kreditefterfrågan fortsätter minska

Bankers företagsutlåning har tvärnitat i både USA och euroområdet och speglar främst att kreditefterfrågan har gått ned snarare än att banker inte kan eller vill låna ut pengar. Detta är ett naturligt inslag i den penningpolitiska transmissionsmekanismen under en höjningscykel. Både Feds och ECB:s låneundersökningar indikerar att kreditefterfrågan fortsätter att minska framöver. Utvecklingen i kreditspreadar ger i nuläget inte heller anledning till oro trots påtagliga utmaningar för kommersiella fastigheter.

Kraftig monetär åtstramningseffekt

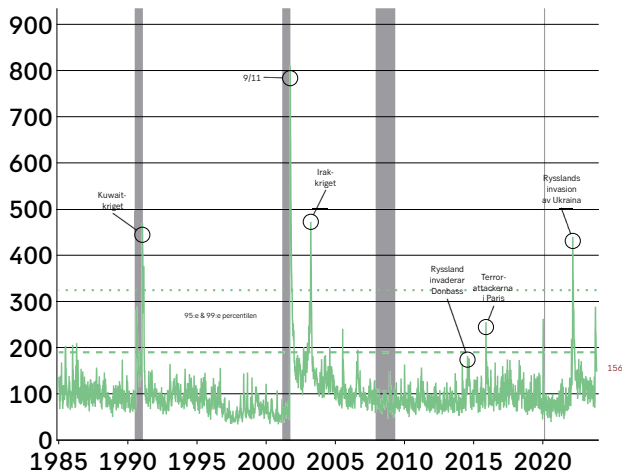
Fenomenet med kraftig monetär åtstramningseffekt, via de finansiella förhållandena och inte enbart via förändringar i styrräntan, har infallit sent i centralbankernas åtstramningscykel: BNP-tillväxten har redan bromsat in och inflationstrycket faller. Stark arbetsmarknad och sparbuffertar från pandemin samt i USA:s fall mindre räntekänslighet från långa bindningstider för bolån kan förklara motståndskraften hos hushållen. För företagen har välfyllda orderböcker från pandemiåren bidragit till mjukare inbromsning. Arbetsmarknaden ser dock ut att vara på väg att försvagas nu och USA-hushållens sparande är på låga nivåer i ett läge där sparrserverna nu är på väg att tömmas.

Det finns därför skäl att befara att effekten på den reala ekonomin och det finansiella systemet kan bli större nu än under åtstramningscykelns inledning. Det talar för att centralbanker kommer att avstå från nya höjningar, trots att den underliggande inflationen ligger kvar en bit över inflationsmålet, och i stället höja beredskapen för monetära lättnader under 2024.

Svårkommunicerat landskap

Det är en komplicerad verbal balansgång som de flesta centralbanker befinner sig i. Fed-chefen Powell orsakade t ex starka marknadsreaktioner, med fallande räntor, svagare dollar och stigande börser, när novemberbeslutet kommenterades. Centralbankerna är väl medvetna om att en bekräftad styrrätetopp göder förväntningar om kommande sänkningar samtidigt som smärtsamma minnen från prognosmissar för inflationen tidigare under cykeln manar till försiktighet. Om de finansiella förhållandena i närtid backar tillbaka för mycket från graden av åtstramning kan en skärpning av kommunikationen väntas. Samtidigt verkar de flesta centralbanker också ha viss tillförsikt i att redan genomförda höjningar ännu inte har fått full åtstramningseffekt vilket i nuläget minskar behovet av nya höjningar.

Geopolitiskt riskindex



Källa: Matteo Iacoviello, Macrobond, SEB

De tragiska konflikterna i Ukraina och mellanöstern höjer osäkerheten även kring ekonomin. Vi räknar dock med begränsade effekter därvidlag.

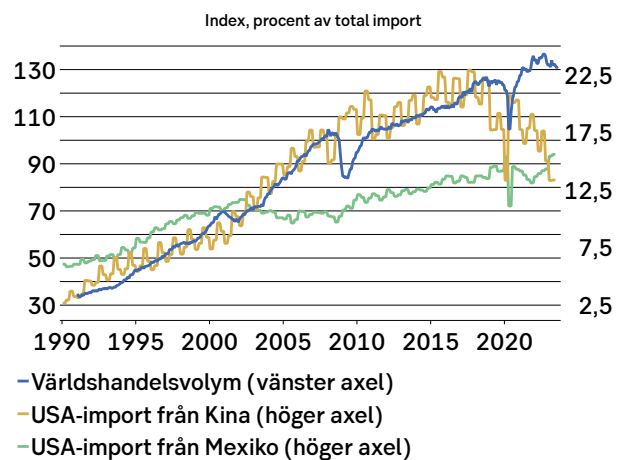
Ökade geopolitiska spänningar

Globala spänningar har tilltagit och säkerhetspolitiska kriser har blivit mer frekventa. Det för in komplicerade och svårtolkade, ofta binära, frågor i den ekonomiska analysen, vilket kräver ödmjukhet i bedömningarna på både kort och lång sikt. Medan det mänskliga lidandet från krig är odiskutabelt och omfattande, är de ekonomiska konsekvenserna svåranalyserade och bygger på osäkra antaganden. Vi fortsätter att anta att kriget i Ukraina blir långvarigt men inte eskalerar på ett sätt som sätter nya stora spår i råvarupriserna. Slutsatsen för konflikten i Mellanöstern är likaså att den inte sprids ytterligare med större konsekvenser för energi- och andra råvarupriser.

En mer splittrad värld

Osäkerhet kring t ex globala samarbeten, tullar, handelshinder och klimatfrågor påverkar länders och företags beteende och framtidsplaner. Dessa osäkerheter adderas till andra omvärldsförändringar, som t ex behovet av lagerbuffertar och en förbättrad riskhantering efter pandemin. Effekterna är dock svåra att mäta och vi ser sällan snabba kast i t ex handelsflöden. Även om det nya geopolitiska klimatet och de högre kraven på produktionssäkerhet påverkar handelsflöden är antalet varor som de facto begränsas av t ex USA och Europa ännu relativt få. Ett tecken på förändrade handelsflöden är dock att USA:s import från Mexiko nu gått om den från Kina för första gången sedan början av 2000-talet (med undantag för ett kvartal under pandemin).

USA importerar nu mer från Mexico än Kina



Källa: International Monetary Fund (IMF), Netherlands Bureau for Economic Policy Analysis (CPB), Macrobond, SEB

I en värld som går från ökad globalisering till fragmentering ändras handelsflöden till förmån för mer närliggande parter.

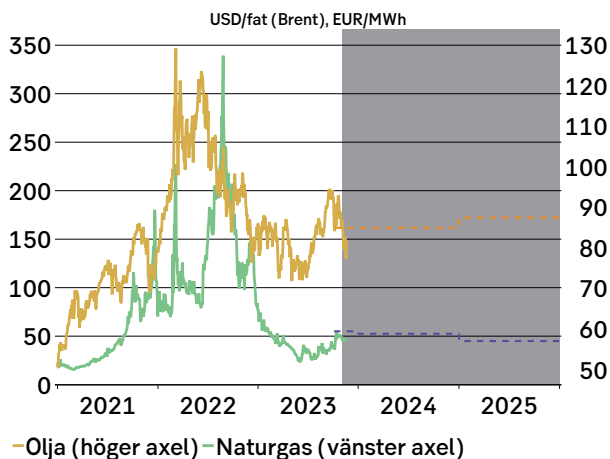
Ingen Mellanöstern-eskalering enligt oljepriset

Oljepriset, som steg från ca 75 till över 95 USD/fat under tredje kvartalet, har nu backat till ca 80 USD/fat, vilket är samma nivå som i början av året. Detta trots krisen i Mellanöstern. Priset har hållits uppe av att bl a Saudiarabien begränsat produktionen och även av en stark efterfrågan på destillerade produkter som fått raffinaderier att gå för högtryck. Att konflikten i Mellanöstern ska sprida sig är en fortsatt oro men efter en initial uppgång verkar oljemarknaden inte vara alltför nervös. Den har också lugnats bl a av saudisk reservkapacitet och att andra producenter som Venezuela väntas öka produktionen kommande år.

Svag tillväxt 2024 ger små energiprisförändringar

Oljemarknaden förväntar sig svagare tillväxt, svagare efterfrågan på olja och fallande behov av olja från OPEC när andra oljeproducenter ökar produktionen. Sammantaget talar detta för lägre oljepris men vi tror att Saudiarabien och Ryssland kommer att fortsätta att begränsa produktionen för att balansera marknaden. Det innebär att de självpåtagna begränsningar som t ex Saudiarabien har för närvarande, dvs att producera 9 miljoner fat/dag, ligger fast.

Energi priser



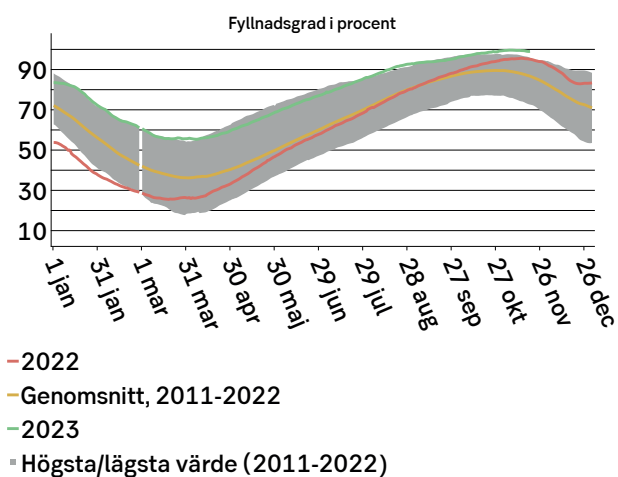
Källa: Intercontinental Exchange (ICE), Macrobond, SEB

Vi räknar med stabila energipriser där produktionsbegränsningar balanserar varierande efterfrågan.

Rekordfulla europeiska gaslager

Marknaden för flytande naturgas, är viktig för Europa efter att importen via pipelines från Ryssland minskat rejält. Priset ligger fortfarande på dubbla nivån jämfört med innan Rysslands angrepp på Ukraina. Med lägre gasanvändning och ökad import har europeiska lager fyllts till rekordnivåer. Vintern är alltid oviss och det går inte att avskrika energiprisrelaterade problem kommande månader. Det mest sannolika scenariot är dock att regionen klarar vintern väl och i vår prognos för naturgaspris är en viss riskpremie för vintern redan inbakad.

Rekordfulla europeiska gaslager



Källa: Gas Infrastructure Europe (GIE), Macrobond, SEB

Rekordhöga gaslager talar för att Europa klarar vintern utan större störningar kring energitillgång eller priser.

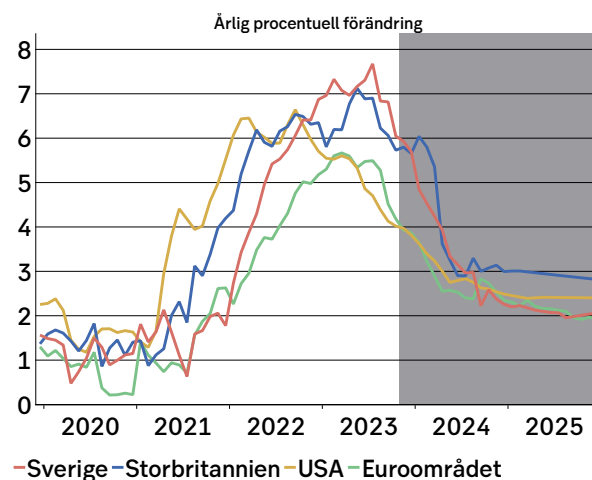
Fallande priser men olika dynamik

Att inflationstakten fortsätter ner mot 2 procent är helt avgörande för prognosen och synen på framtiden. Vi närmar oss nu en inflationstakt på eller strax under 3 procent i både USA och euroområdet. Kärninflationsmättet, som är mest i fokus för centralbankerna, ligger dock ca 1 procentenhet högre än den övergripande KPI-inflationen. Tidigare höga pris- och ränteuppgångar slår igenom med fördröjning på t ex hyror och lönekrav och har av centralbanker specifikt pekats ut som nyckeln till de kvarvarande inflationsproblemens omfattning. När baseeffekter får stora genomslag i inflationen på årsbasis ger inflationsdynamiken månad till månad, eller kvartal till kvartal, en bättre bild av underliggande inflationstrender och blir därmed viktig för när räntan kommer att sänkas.

Inflationens drivkrafter mattas tydligt av

Inflationskrafterna försvagas nu även om flera risker kvarstår. Priser på internationellt handlade varor har fallit rejält. Framför allt råvarupriser men även producentprisstatistiken (PPI) för insatsvaror visar en tydlig prisnedgång. För konsumentvaror har PPI-priserna precis börjat vika i Europa. Energiläget ser förhållandevis bra ut i jämförelse med i fjol men elpriserna är fortfarande väsentlig högre än för ett par, tre år sedan.

Kärninflationen på väg ner, målen nås sent under 2025



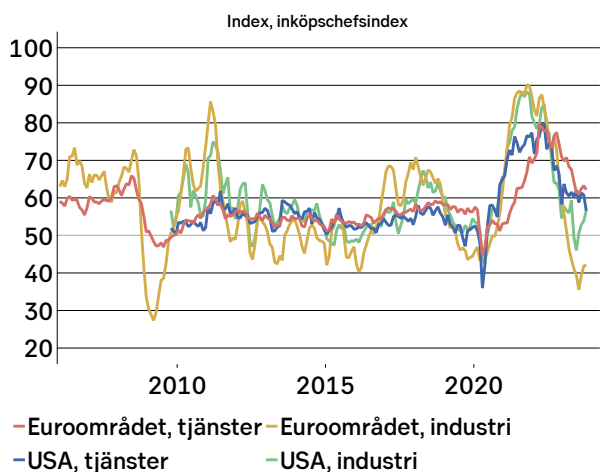
Källa: Macrobond, SEB

Kärninflationen, som är i centralbankernas fokus, faller succesivt ner till målnivåerna kommande år.

Splittrade prisförväntningar

I företagens prisförväntningar kvarstår skillnader mellan olika sektorer. Tillverkningsindustrin tror att priserna kommer att falla medan tjänsteföretagen tror på högre priser, om än i mindre utsträckning än tidigare. Att tjänsteprisuppgången inte ger med sig är, tillsammans med stor osäkerhet kring kompensationskrav för att återställa reallöner, den enskilt största risken ur ett inflationsperspektiv. Möjligen tillsammans med riskerna förknippade med höga hyreshöjningar. Ett exempel på kvardröjande lönerisker fick vi nyligen från USA där en bilstrejk avslutats som resulterade i en löneökning på 25 procent över en period på drygt fyra år.

Uppfattning om insatspriser



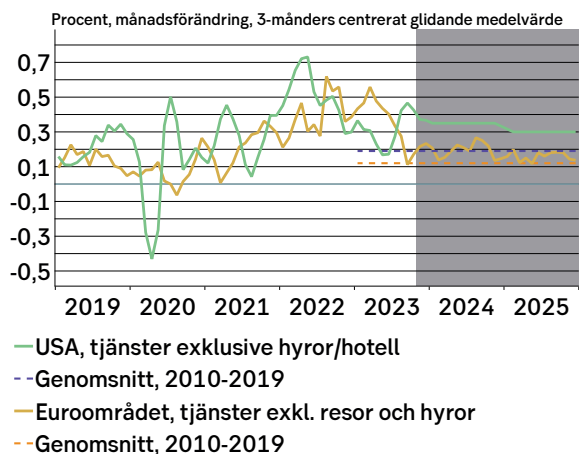
Källa: Macrobond, SEB

Företagens prisförväntningar har kommit ner, särskilt tydligt för tillverkningsindustrin och i Euro-området.

Skillnader mellan USA och Europa

De senaste månaderna har inflationsbilden börjat spreta lite mer och vi ser sedan en tid tillbaka några nya trender. USA:s ekonomi är fortsatt motståndskraftig och i Storbritannien ökar lönerna snabbt. I båda fallen kan utvecklingen göda inflationen. I euroområdet visar statistiken att pristrycket mattats väsentligt det senaste halvåret och i dynamiken under hösten har vi sett bredbaserade överraskningar på nedsidan för tjänstepriser. I USA ligger avmattningen däremot primärt bland varor medan tjänstepriserna fortfarande stiger mer än normalt. Det är fortfarande höga prisökningar i euroområdet jämfört med de senaste decennierna men avmattningen har skett betydligt snabbare än vad vi förväntat oss och de sker lite i kontrast mot enkätundersökningarnas förhöjda prisförväntningar.

Olika prismomentum mellan USA och Euroområdet



Källa: Macrobond, SEB

Den löpande prisutvecklingen har fallit överraskande snabbt i Europa med tjänstepriser förblivit höga i USA.

Sverige sticker delvis ut

På kort sikt har svensk inflationsstatistik stuckit ut något på den höga sidan. Bl a verkar växelkursgenomslaget vara starkare än vad vi tidigare bedömt. På marginalen sätter det större press på Riksbanken även om inflationsutvecklingen i euroområdet den senaste tiden på sikt bör avspeglade sig i positiva överraskningar även i Sverige.

Trots skillnader: liknande nedgång framöver

Även om vi ser något mer spretande drivkrafter för inflationen mellan ekonomier och regioner kvarstår våra prognoser att nedgången ser ganska snarlik ut. Tillväxten i OECD-ekonomierna bromsar in och när väl arbetsmarknaden svalnar dämpas lönetrycket. Väl fungerande leveranskedjor bidrar också till att det generella pristrycket lättar. Men sett över hela perioden bedömer vi ändå att kostnadsläget är högre än decennierna före pandemin varför inflationen inte går tillbaka under 2 procent enligt kärnmåttet.

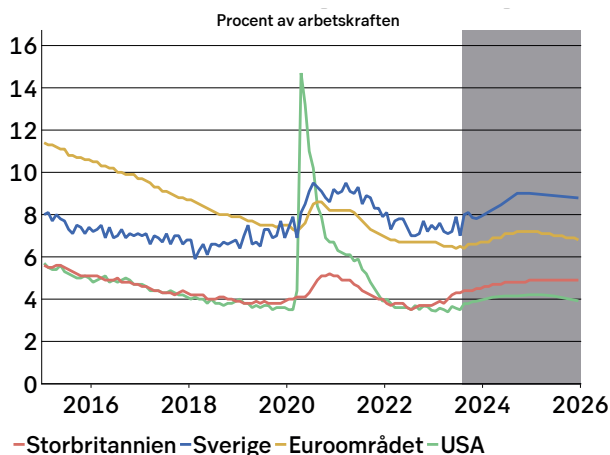
Kan inflationsdynamiken ändra centralbanksordningen?

Att efterfrågan faller bör rimligtvis lätta på pristrycket. Osäkerheten kring genomslaget från råvarupriser till konsumentpriser, förväntningarnas roll för utvecklingen och framför allt vårens löneförhandlingar, gör att vi inte vill dra ner inflationsprognosen i euroområdet alltför mycket. I det läge ECB och andra centralbanker nu befinner sig, väger kostnaden för att alltför tidigt deklarera seger över inflationen alltför tungt jämfört med att avvakta ytterligare. En andra våg av inflationsstyrka kan inte helt uteslutas vilket gör att även ECB dröjer med att blåsa faran över. Men även om slaget inte är vunnet så rymmer inflationsprognosen för euroområdet en del nedåtrisker. Om de infrias, samtidigt som USA-tillväxten fortsätter att överraska positivt, kan vi få en utveckling där ECB sänker räntan tidigare än Fed. Marknadssprissettningen har gått i den riktningen de senaste veckorna och pekar på att ECB sänker först.

Några svaga tillväxtkvartal på väg

Inbromsningen i spåren av högre räntor och höga priser slår igenom i olika takt och vid olika tidpunkter. De delar som tyngt utvecklingen i euroområdet hittills, konsumtion och bostadsbyggande, fortsätter att gå trögt ytterligare några kvartal och även de amerikanska hushållen bromsar in när arbetsmarknaden mattas. Pandemibuffertar hos hushållen och välfyllda orderböcker hos företagen ger fortfarande ett visst stöd för tillväxten men kraften minskar gradvis. Höga priser gör att hushållen måste betala mer för en mindre volym, vilket avspeglade sig i historiskt stora skillnader i konsumtionsutveckling i nominella och reala termer. Nu när reallönerna börjat stiga igen får konsumtionen ökat stöd med utrymme för en mer rejäl uppväxling begränsas av att sparkvoten redan fallit. Vi ser också dämpade indikatorer för företagen och en industriproduktion som minskar. Höga räntor har dock främst slagit mot bostadsinvesteringar medan övriga investeringar får en skjuts av de delar av ekonomin som går bättre, bl a inom grön omställning samt energi- och försvarsinvesteringar. Även en del offentliga investeringsprogram som lanserades under pandemin ger fortsatt ett visst stöd.

Arbetslösheten stiger, men måttligt



Källa: Macrobond, SEB

Arbetsmarknaden har varit överraskande stark men mattas nu av, dock utan stor dramatik.

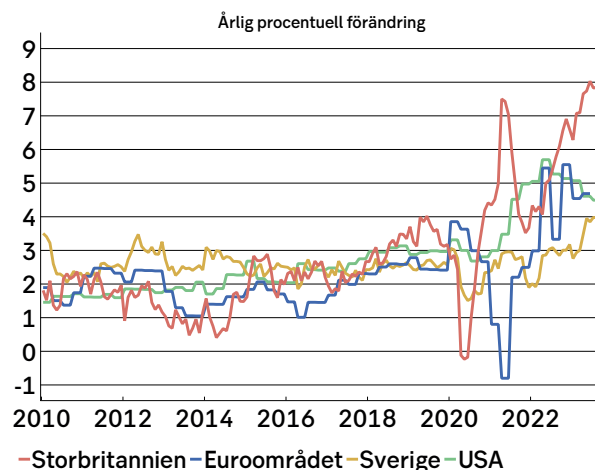
Stark arbetsmarknad försvagas

Sysselsättningen har fortsatt att överraska positivt och arbetsmarknaden har visat motståndskraft med låg arbetslöshet på många håll. Men det finns tecken i både USA och Europa på att det är väg att vända. Bl a minskar antalet lediga platser, antalet varsel ökar och sysselsättningsökningen bromsar in. Tidigare problem med arbetskraftsbrist kan ha bidragit till ett hamstringsbeteende från arbetsgivare, ett beteende som på en svagare arbetsmarknad kan bytas till sin motsats när personalomsättningen åter mattas. Att tjänstesektorerna fortsatt visa motståndskraft är en viktig förklaring till den styrka vi hittills sett men även till att vi nu väntar oss en avmattning på arbetsmarknaden när hushållen tvingas hålla igen. På vissa håll, däribland i en del europeiska länder som Tyskland och Sverige, stiger nu arbetslösheten, men uppgången blir ändå måttlig. Även i USA har en försiktig uppgång börjat skönjas från mycket låga nivåer men en positiv utveckling för arbetskraftsutbudet gör att det kan ske utan att sysselsättningen faller. Även löneutvecklingen går i lite olika riktning beroende på hur lönebildningen fungerar i de olika länderna.

USA bromsar in, till slut

Tillväxtstyrkan har fortsatt att överraska till och med tredje kvartalet i år men mycket pekar på inbromsning framöver. Svagare realinkomstutveckling dämpar konsumtionen samtidigt som arbetsmarknaden försvagas måttligt. Förutom högre räntor som slår mot bl a bostadsinvesteringar, minskar även företagens investeringsvilja. Arbetsmarknaden går mot bättre balans. Att löneökningstakten mattas trots att sysselsättningen ökar är ett positivt strukturellt tecken som bidrar till att vi tror att både lönetryck och inflation kan normaliseras utan att ekonomin går in i en recession.

Varierande löneutveckling



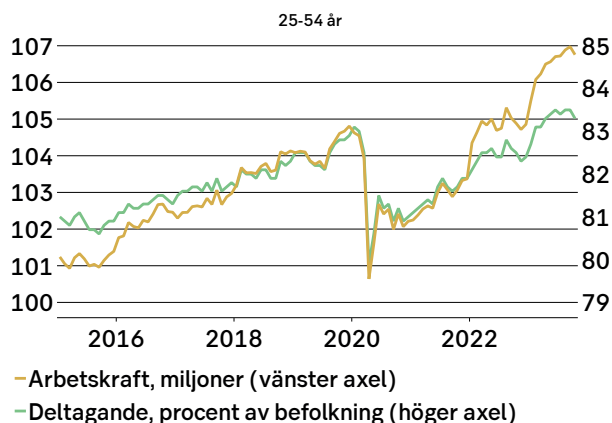
Källa: U.S. Bureau of Labor Statistics (BLS), Eurostat, U.K. Office for National Statistics (ONS), Macrobond, SEB

Lönerna har stigit snabbare på sistone, men bilden varierar geografiskt, mycket beroende på olika system för lönebildning.

Euroområdet spretar när industrin har mest motvind

Tillväxten har legat i genomsnitt kring nollstrecket fyra kvartal i rad och BNP föll med 0,1 procent tredje kvartalet i år. Tyskland, som drabbats hårt av energikrisen och är mer exponerat mot en svag global industrikonjunktur, går svagast; BNP har fallit tre av de senaste fyra kvartalen. Utsikterna är generellt svaga men fallande inflation och stabilare (om än relativt höga) energipriser ger visst ljus i slutet av tunneln.

USA: Utbudssidan stärks av ökat arbetskraftsdeltagande



Källa: U.S. Bureau of Labor Statistics (BLS), Macrobond, SEB

Den förväntade ökningen i amerikansk arbetslöshet beror mer på att fler söker jobb än att sysselsättningen faller, vilket stöttar tillväxten.

Mild nedgång, måttlig återhämtning 2024-2025

Mjuklandningsscenario, vilket innebär att USA och euroområdet undviker en djupare recession, ser ut att hålla. Likväl utmanas det nu av historiska kopplingar mellan inverterade räntekurvor och stigande arbetslöshet i USA, två faktorer som båda brukar leda till en recession. Men även om historien talar emot en mjuklandning är världen långt från normal mot bakgrund av de senaste årens pandemi, ränteomsvängning, volatila energipriser och globala spänningar. Att dessutom USA:s utbudssida verkar svara bra på en hög efterfrågan på arbetskraft, med stigande sysselsättningsgrad, gör att arbetslöshetsuppgången i huvudsak snarare beror på att fler söker jobb än att sysselsättningen faller. Dessutom ser vi att produktiviteten i USA har förbättrats den senaste tiden. Även om vi ser en uppväxling mot slutet av prognoshorisonten måste tillväxten betecknas som måttlig och svagare än en normal återhämtningssykel. Utbudssidan sätter begränsningar, hushållens inkomster utvecklas svagt och finanspolitiken saknar muskler i och med redan höga skulder. Penningpolitiken är mer försiktig när sänkningarna väl kommer i gång och en redan hög sysselsättning gör att mängden lediga resurser är begränsad. På den positiva sidan finns tidigare nämnda utbudsfaktorer; att arbetsutbudet förbättras i flera länder och att produktiviteten verkar ta fart.

Kinesisk tillväxt har bottnat, utmaningar består

Kinas ekonomi står inte helt på fast mark efter vårens tillväxtoro och problem i fastighetssektorn. Att tredje kvartalets tillväxt överraskade positivt ger visst hopp men samtidigt har en stor del av den övriga statistiken sedan i somras överraskat på nedsidan. Även om tillväxten stabiliserats och nya finanspolitiska stöd presenterats, präglas utsikterna av flera svagheter. Hushållen håller igen och investeringarna är svaga när problem i fastighetssektorn minskar bostadsinvesteringarna. Även svaga lokala och regionala finanser håller tillbaka infrastrukturinvesteringar. När de rikare länderna bromsar in möter även exporten motvind, en del av ekonomin som varit ett draglok sedan pandemin. Därutöver tillkommer strukturella faktorer som trycker ner tillväxten på sikt. Kina saknar en stark välfärdsstat och finanspolitiken utövar mer utbuds- än efterfrågerelaterade stimulanser, vilket bidrar till försiktiga hushåll. Investeringar hämmas också av den osäkra institutionella och geopolitiska miljön. Regionala myndigheter står med hög skuldbörda inför svåra refinansieringsutmaningar och har svårt att öka investeringarna. Sammantaget talar detta för lägre tillväxt framöver och därmed minskade bidrag till global BNP-tillväxt.

BNP-tillväxt, BRIC-länderna och EM, i %

	2022	2023	2024	2025
Kina	3,0	5,2	4,6	4,5
Indien	7,2	6,5	6,3	6,2
Brasilien	2,9	2,9	1,8	2,0
Ryssland	-2,1	2,0	1,5	1,3
EM-ekonomier, totalt	3,7	4,1	4,0	4,1

Källa: IMF, SEB

Varierande EM-utsikter

Som vi noterat i vår senaste *Emerging Markets Explorer* ser det i flera tillväxtekonomier ut som att tillväxtsvackan har bottnat, med framför allt Indien som undantag som fortsatt att gå starkt. Där, men också i Brasilien, har konsumentförtroendet växlat upp. Dock förblir bilden splittrad. Indien främjas av både inhemska och externa faktorer som gör att vår tillväxtprognos ser lite ljusare ut än för många andra länder. Indiens gynnsamma geopolitiska ställning har öppnat upp för ett förbättrat klimat för utländska direktinvesteringar. Den höga inflationen fortsätter att vara en utmaning, även om förändringstalen kommit ner 10-20 procentenheter sedan toppen efter Rysslands invasion av Ukraina. Trots inflation över målen har räntesänkningssyckeln redan kommit i gång i flera länder som Brasilien, Polen och Ungern. I vissa fall drivet av en kombination av lägre inflationsförväntningar och, i takt med att inflationen fallit, högre realräntor. Men de finansiella förutsättningarna för EM-länderna kan komma att bli mer bräckliga än nuläget visar. Centralbankerna sänker räntan i en osäker tid och snabba finansiella kast, drivet av geopolitisk oro och volatila inflationsutfall i framför allt USA och euroområdet, skulle kunna sätta press på finansiella tillgångar i regionen. Vårt basscenario är därför inflationsprognoser som låter centralbankerna sänka räntorna i måttlig takt men att ett lägre styrränteläge lämnar EM mer sårbart för externa chocker.

Globala spänningar ökar nedåtrisker

I Nordic Outlook augusti var riskbilden neutral samtidigt som vi bedömde att avvikelser från huvudscenariot är större i ett sämre scenario jämfört med ett bättre. Anledningen är främst att vi på uppsidan ser en begränsad potential i och med en i utgångsläget låg arbetslöshet. Det gäller även om vi i bl a USA sett en positiv utveckling med stigande arbetskraftsdeltagande. Ytterligare uppskrivade globala spänningar samt ökad osäkerhet kring hur ekonomier klarar av de stramare finansiella förhållandena sedan i somras, gör att vi i denna rapport återigen ser något större nedåtrisker än uppåtrisker för vår prognos.

Olika scenarier för OECD-området

BNP-tillväxt, procent	2023	2024	2025
Huvudscenario	1,6	1,2	2,0
Negativt scenario	1,5	-0,6	1,3
Positivt scenario	1,6	2,5	2,4

Källa: SEB

Geopolitik ger nedåtrisker

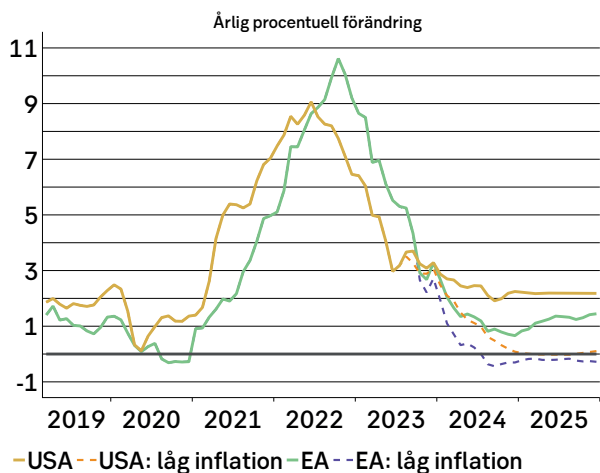
När vi tolkar ekonomiska data från de senaste månaderna har utvecklingen varit i stort sett i linje med vad vi väntat oss vilket talar för en symmetrisk riskbild. Men precis som att vi i våras såg osäkerhet från finansiell stress när ett antal regionala USA-banker gick omkull, ser vi nu en ökad osäkerhet från den geopolitiska utvecklingen och risken att striderna mellan Israel och Hamas sprids. Rysslands invasion av Ukraina har påmint oss om hur omfattande de ekonomiska konsekvenserna kan bli av att energiförsörjningen störs.

När och hur stort det fulla genomslaget från tidigare räntehöjningar blir är även det en fråga som alltjämt är svårbedömd, liksom hur stora sparbuffertar hushållen egentligen har kvar och hur hårt den extra sencykliska åtstramning vi nu har från stigande långräntor slår. Att ränteuppgången sker samtidigt som inflationen är på väg ner ger en extra åtstramande effekt eftersom realräntor då stiger mer än vad som är fallet om man bara tittar på de nominella räntenivåerna.

Snabbare inflationsfall, tillväxten växlar upp

En snabbare inflationsnedgång i kombination med att löneökningstakten växlar ner till en för centralbanker lugnande takt kan få centralbanker att sänka tidigare än vad vi väntar oss. Det krävs inte särskilt stora förändringar i prognosantagandena för att inflationstakten ska falla ner mot noll till en procent, istället för två. Det kan vara så att vi är för försiktiga med att ta in t ex de positiva inflationssignaler vi fått från euroområdet den senaste tiden. Eller så kan priser generellt pressas ner mer framöver. Om vi t ex antar att en tredjedel av de senaste årens prisuppgång på varor och livsmedel, och för USA:s del hyror, reverseras, pekar inflationsprognosen klart lägre med ökad real köpkraft och lägre räntor som följd.

Låginflationsscenario



Källa: Macrobond, SEB

Om vi antar att en del av de priser som stigit mest fram till nu faller tillbaka en del kan inflationen bli tydligt lägre än i prognoserna.

Sverige svagast i Norden

Danmark och Norge har uppvisat mer motståndskraft än Sverige där BNP haft en nedåtgående trend sedan slutet av förra året. Drivkrafterna är likartade, i linje med det globala mönstret, men med olika kraft. Svensk BNP faller 2023 och 2024 när hushållskonsumtionen faller och bostadsinvesteringarna kollapsar. Norsk tillväxt hålls uppe av starka investeringar inom oljesektorn medan hushållen bara gradvis kommer att öka konsumtionen 2024-2025. Den underliggande inflationen faller bara långsamt när lönetrycket är fortsatt högt. För både Sveriges och Norges del ger svaga valutor fortsatta inflationsimpulser.

Dansk BNP står emot eftersom hushållens förtroende kommit tillbaka och inflationen fallit till under en procent, vilket ger en extra skjuts för realinkomster. Bostadsinvesteringarna faller och bostadspriserna riskerar att ånyo falla när omsättningen, som minskat p g a skatteförändringar, förskjutit transaktioner till andra sidan årsskiftet. Att regeringen lagt om finanspolitiken ger dessutom lite mer stöd än vad vi tidigare väntat oss.

BNP-tillväxt, Norden, i %

	2022	2023	2024	2025
Sverige	2,6	-1,0	-0,4	2,5
Norge	3,3	1,6	0,8	1,5
Danmark	2,7	1,1	1,5	3,0
Finland	1,6	-0,1	0,5	1,8
Norden	2,7	0,2	0,5	2,3

Källa: IMF, SEB

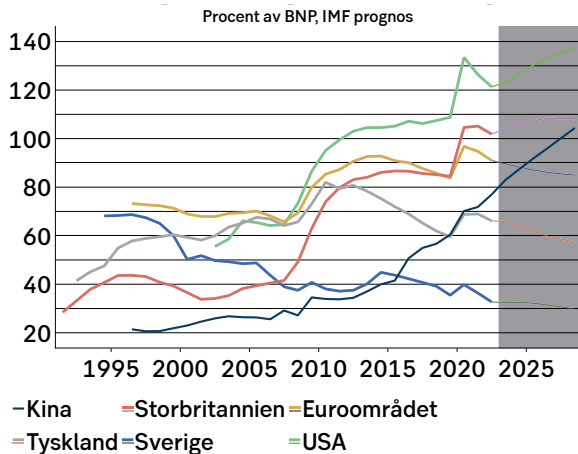
Reallöner och lägre räntor ger stöd framöver

I alla de nordiska länderna får tillväxten stöd av förbättrade reallöner och lägre räntor under 2024 och än mer under 2025. Riksbanken tvekar i sin räntesättning men vi tror med knapp marginal att man väljer att ligga still på 4,00 procent i november för att sedan sänka räntan med 50 punkter under 2024 och med ytterligare 100 punkter under 2025. Norges Bank höjer förmodligen med 25 punkter till 4,50 procent i december, men det är långt ifrån säkert. Osäkerhet kring löneförhandlingar i vår bidrar till att Norges Bank väntar med att sänka till halvåret 2024.

Finanspolitiken både hämmar och hjälper

Vi räknar med en i stort sett neutral finanspolitik kommande år, trots tillväxtinbromsningen. Främsta anledningen är stora underskott och skulder samt en ökad marknadsnervositet kring kommande emissionsvolym. Till det kommer inflationsproblematiken; att politikerna vill vara försiktiga för att inte skapa mer inflationsdrivkrafter och därmed räntehöjningar. Fokus har den senaste tiden varit på USA. Förutom stora underskott och hög skuld är det svårt att se hur de ska hanteras. I EU pågår just nu en översyn av det finanspolitiska regelverket. Reglerna i EU:s stabilitets- och tillväxtpakt pausades under pandemin fram till och med 2023. Förhoppningen är att länderna ska kunna enas om ett nytt lagförslag innan årsskiftet, annars träder de gamla reglerna åter i kraft. Oavsett om länderna kommer överens eller inte kommer länderna i EU behöva ha mer budgetdisciplin de kommande åren.

Oroande höga offentliga skulder i många länder



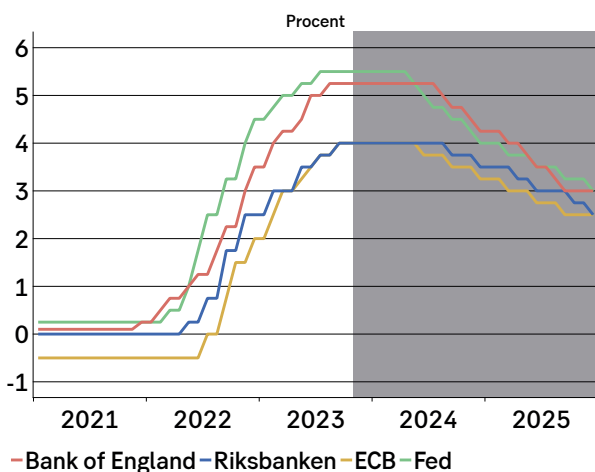
Källa: International Monetary Fund (IMF), Macrobond, SEB

Höga statsskulder i många länder, tillsammans med högre räntor, begränsar utrymmet för stimulanser i inbromsningen.

Vissa skulle kunna göra mer

Vår bedömning är att inflationsrisken från en mer stöttande finanspolitik är lite överdriven, i alla fall i länder med låg skuld och tillväxtproblem, som Sverige och Tyskland. Dessa länder riskerar troligen inte heller något ur ett förtroendeperspektiv, givet en i utgångsläget relativt låg offentlig skuldsättning. I de flesta länder blir finanspolitiken i princip neutral under kommande år. Det lilla utrymme som finns sparas för att hantera chocker som inte ligger i huvudscenariot eller till oundvikligheter kopplade till säkerhetspolitik, energi och miljö. En mer neutral politik hjälper centralbankerna i inflationskampen men bakbinder samtidigt tillväxten som skulle behöva en vitamininjektion.

Rekordsnabb höjningscykel till ända



Källa: Macrobond, SEB

Vi räknar med att centralbankerna, efter ett par kvartals paus, börjar sänka sina räntor någon gång runt nästa sommar.

Styrräntepaus, Fed sänker i maj

Efter räntehöjningar vid i stort sett varje möte sedan början/mitten av 2022 har räntan hållits oförändrad två gånger i rad från Fed och vid det senaste mötet hos ECB. Det är tydligt, om än i varierande grad, att räntehöjningarna biter på ekonomin och inflationstakten har mer än halverats. Att centralbanker på senare tid dessutom fått draghjälp av högre långräntor och stramare finansiella förhållanden är bidragande orsaker till att vi bedömer att räntetoppen är nådd för flertalet centralbanker, såsom Fed, ECB och Riksbanken. För Norges Bank och Bank of England, där inflationsproblematiken är något mer efterhängsen höjs styrräntan sannolikt ytterligare en gång.

Centralbankers styrräntor, % i slutet av året

	9 nov	2023	2024	2025
Federal Reserve	5,50	5,50	4,00	3,00
ECB (inlåningsränta)	4,00	4,00	3,25	2,50
Bank of England	5,25	5,25	4,50	3,00
Riksbanken	4,00	4,00	3,50	2,50
Norges Bank	4,25	4,50	4,25	3,50

Källa: Centralbanker, SEB

Hökaktiga för att vara på den säkra sidan

I väntan på mer information kring ekonomi och inflation fortsätter retoriken av flera skäl att luta åt det hökaktiga hållet. Med inflationschocken och efterföljande penningpolitisk omsvängning i färskt minne, vill centralbankerna inte en gång till underskatta inflationen. Att finansiella förhållanden stramats åt hjälper dock centralbankerna.

Centralbanker och underskott styr långräntor

Långränteutvecklingen är i fokus efter först rejäla uppgångar efter sommaren, till nära 5 procent för USA:s del, och därefter en viss nedgång till ca 4,60 procent under november efter att Feds och ECB:s räntebesked tolkats som att räntetoppen är nådd. Flera drivkrafter är i rörelse. En förklaring är förväntningar på penningpolitiken och styrräntor där marknaden under hösten tog mer fasta på centralbankernas mantra "högre, längre", men där sedan förväntningar om att korta räntor inte ska gå högre, givit en rekyl nedåt. Det argumentet har även en konjunkturkoppling genom att vi bedömer att centralbankerna nu ser åtstramningsdosen som tillräcklig för att åstadkomma den avmattning som krävs för att inflationsmålen ska vara inom räckhåll.

Utbud, löftidspremie och realränta

Men det är fler drivkrafter än så som påverkar. Obligationsmarknaden har en tid oroats över hög offentlig skuldsättning och stora emissionsvolymen när många ska tävla om tillgängligt kapital. Fråga har primärt haft ett USA-fokus där förutom stora underskott även politisk oförmåga att hantera dem framöver är en osäkerhetsfaktor. Efterfrågan på amerikanska statspapper minskar dessutom när Fed och Peoples Bank of China minskar sina innehav och japanskt investeringskapital kan återvända hem när långa japanska statsräntor nu börjat stiga mot 1 procent.

Dessutom kan efterfrågan på kapital mer generellt öka pga investeringsbehov inom infrastruktur, energi och gröna områden, som kan ge en större efterfrågan på kapital. Andra drivkrafter är löptidspremien, som varit negativ under perioden med kvantitativa lättnader (QE) men som nu stiger. Även inflationsriskpremien kan ha ökat när inflationsförväntningarna stigit och ligger mer i linje med målen. Innan centralbankerna verbalt släpper signalerna att räntor kan höjas något steg till, vilket kommer att ta några månader, kommer långa USA- och Europaräntor att förbli volatila och utan tydlig riktning.

USA: Olika krafter drar i olika riktning

Styrräntesänkningar kommer att vara den huvudsakliga drivkraften för lägre USA-räntor 2024 och 2025. Mot det står svaga offentliga finanser, fortsatt stora underskott och stort lånebehov som kommer att verka i motsatt riktning och göra att investerare kräver en högre löptidspremie. Sammantaget gör ändå rejäla räntesänkningar att den 10-åriga USA-räntan faller till 4,00 procent i slutet av 2025.

10-åriga statsobligationsräntor, % i slutet av året

	9 nov	2023	2024	2025
USA	4,61	4,80	4,30	4,00
Tyskland	2,70	2,75	2,60	2,50
Sverige	2,85	2,90	2,90	2,80
Norge	3,81	3,85	3,50	3,30

Källa: Centralbanker, SEB

Begränsad nedåtpotential i euroområdet

Ett resultat av ECB:s tidigare obligationsköp är att statslåneräntor i de större länderna i regionen är rejält nedpressade jämfört med styrräntan. Krafter från lägre styrränta under andra halvan av 2024 och fortsatta obligationsförsäljningar av ECB, tar i stort sett ut varandra och framför allt i Tyskland är nedåtpotentialen begränsad.

Svenska ränteskillnaden mot Tyskland normaliseras.

Riksgälden kommer att öka emissionsvolymerna nästa år. Svagare statsfinanser och rekapitaliseringen av Riksbanken talar för större obligationsemissioner. Vi väntar oss även att Riksbanken kommer att öka mängden obligationer de säljer och därmed öka den kvantitativa åtstramningen. Den 10-åriga ränteskillnaden mot Tyskland har ökat och trenden bedöms fortsätta. Sammantaget gör dessa faktorer att den svenska 10-årsräntan ligger i stort sett på dagens nivå i slutet av 2025.

Dollarstyrkan avtar succesivt mot slutet av året

Hösten har präglats av dollarstyrka där höga amerikanska räntor jämte fallande riskapitet, ömsom p g a det höga ränteläget och ömsom det geopolitiska läget, har varit drivkrafter. Vi bibehåller vår vy att dollarstyrkan ska avta mot slutet av året där flera faktorer spelar in: (1) svagt säsongsmonster för USD, (2) starkt säsongsmonster för riskapiteten, (3) Fed signalerar att de troligen har höjt färdigt, (4) positioneringen i EUR/USD som nu visar att spekulativa konton redan har köpt mycket USD under hösten och snarare är redo att minska den positionen. Dock ser vi störst potential för en svagare dollar och högre EUR/USD under 2024 när Fed först av centralbankerna går mot en sänkning. Det gör att våra prognoser för relativa räntor mellan USA och euroområdet ger stöd för att euron stärks mot dollarn, dvs högre EUR/USD, under 2024. Dessutom minskar tillväxtgapen i våra prognoser 2024 vilket enligt det historiska mönstret ger mindre dollarstöd. När Fed tydligare börjar signalera räntesänkningar kommer fallande marknadsräntor att snabbt förbättra finansiella förhållanden vilket bör leda till ökad riskapitet och därmed starkare euro. Det finns dock många osäkerheter där vi tidigare diskuterat att ett snabbare inflationsfall i euroområdet är något som skulle kunna få ECB att sänka räntan innan Fed. Till det läggs fortfarande risken för en hårdlandning i USA. Det gör att vi inte tror på en aggressiv rörelse där euron stärks kraftigt under inledningen av året men att en förstärkningstrenden ändå inleds.

Valutakurser i slutet av året

	9 nov	2023	2024	2025
EUR/USD	1,07	1,08	1,14	1,18
USD/JPY	151	148	135	128
EUR/GBP	0,87	0,89	0,93	0,94
EUR/SEK	11,62	11,60	11,25	10,95
EUR/NOK	11,91	11,85	11,30	10,95

Källa: Bloomberg, SEB

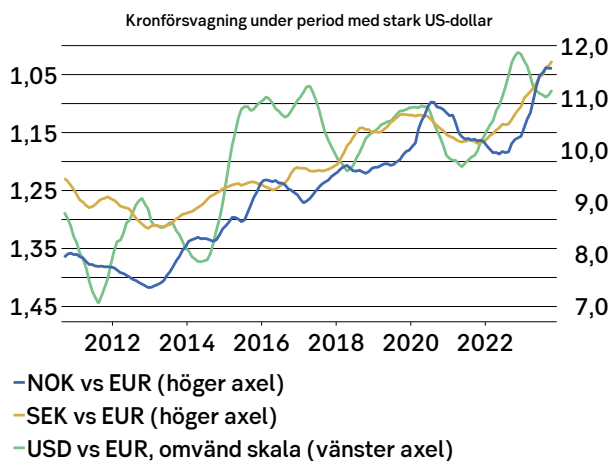
SEK och NOK med stöd under främst 2024

De nordiska valutorna har visat fortsatta svagheter under hösten. Svag riskapitet och fortsatta förväntningar om att räntehöjningscyklerna fortsätter, eller i alla fall att räntor kommer att ligga högre under en längre tid, har inte gynnat länder och valutor med räntekänsliga hushåll. Vi tror fortsatt att den globala miljön med mjuklandning och rörelser mot räntesänkningar för Fed och ECB under 2024 bör vara positiv för både SEK och NOK. SEK bör redan mot slutet av i år kunna stärkas, det historiska säsongsmonstret för december är starkt, medan NOK nog får vänta in i 2024 innan den börjar appreciera. Positiva drivkrafter för SEK och NOK nästa år är bättre global riskapitet och att en generell vändning från räntehöjningar till räntesänkningar tar bort det negativa trycket på valutorna från deras räntekänsliga hushåll.

Valutasäkring kan ge starkare krona

För kronans del finns också en möjlighet att Riksbankens valutasäkring av valutareserven, som innebär kronköp under främst oktober 2023 till januari-mars 2024, kan få ytterligare stöd om fler svenska aktörer väljer att gå samma väg (dvs köpa svenska kronor). Sannolikheten för det ökar ju mer kronan stärks och det kan därmed bli ett självspelande piano om kritiska nivåer för EUR/SEK och USD/SEK nås tidigt 2024. I motsatt vågskål finns risken för betydligt svagare krona om en hårdlandning infinner sig och det kan också vara en delförklaring till att kronan än så länge inte har stärkts så mycket. Historisk sett har dock kronsvageten varit relativt kortvarig vid hårdlandningar (drivet av fallande riskapitet) och sedan övergått till kronstryka (som t ex när pandemin bröt ut och SEK försvagades rejält i mars 2020 men sedan stärktes och var den starkaste G10-valutan för helåret 2020).

Svensk och Norsk krona beroende av global miljö



Källa: Macrobond Financial AB, Macrobond, SEB

Både svensk och norsk krona har pressats under perioden med dollarstyrka. Nu räknar vi med svagare dollar och därmed starkare krona.

Kontaktinformation

Denna rapport publicerades den 28 november 2023.

Innehållet baseras på analys och information tillgänglig fram till den 27 november 2023.

Medverkande i denna utgåva av Investment Outlook

Fredrik Öberg Chief Investment Officer Investments fredrik.oberg@seb.se	Henrik Larsson Portföljförvaltare Investments henrik.y.larsson@seb.se	Bjarne Schieldrop Chefanalytiker råvaror Trading Strategy bjarne.schildrop@seb.no
Kai Svensson Portföljförvaltare Investments kai.svensson@seb.se	Esbjörn Lundevall Aktiestrateg Investments esbjorn.lundevall@seb.se	Ida Nordenadler Investeringspecialist Investments ida.nordenadler@seb.se
Johan Hagbarth Investeringsstrateg Investments johan.hagbarth@seb.se	Stefan Cederberg Aktiestrateg Investments stefan.cederberg@seb.se	

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

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

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

Investments
SEB
106 40 Stockholm, Sweden