Investment Outlook

Maj 2020

Innehåll

02 **Innehåll**

03 **Inledning**
Omstart efter tvärnit?

04 **Sammanfattning per tillgångsslag**

05 **Risknyttjande & allokering**
Mindre övervikt i globala aktier, tydlig övervikt i High yield

06 **Kampen mot covid-19 fortgår**

07 **Makro och andra drivkrafter**
Stimulanser ger ljus i ovanligt mörker

10 **Ränteinvesteringar**
Potential för fortsatt återhämtning i företagsobligationer

12 **Globala aktier**
Försämrade vinstutsikter vs kraftig policyrespons

14 **Nordiska aktier**
Krisen slog till snabbt, återhämtningen tar tid

18 **Tema: Förnybar energi – Nystart eller tvärstopp?**

24 **Tema: Olja – Skilda strategier och efterfrågekollaps bakom prisraset**

26 **Kontaktinformation**

Inledning

Omstart efter tvärnit?

- Den osedvanligt djupa botten är nära
- Exempellösa simulanser stöttar företag, konsumenter och marknader i hopp om tillväxtdriven återhämtning
- Totalkollaps för oljepriset efter producentspänningar och vikande efterfrågan
- Hopp om gröna förtecken i återbyggnanden av ekonomin

I förra utgåvan (publicerad i februari 2020) avslutades denna inledning med prognosen ”Vi kan som vanligt förvänta oss oväntade nyheter under året som kommer, och tidvis tvära kast på marknaderna.”

Vi blev mer sannspådda än vi hade önskat. De senaste månaderna har bjudit på sällan eller aldrig skådad dramatik. Tyvärr mycket tragik på det mänskliga planet, mot vilket alla ekonomiska resonemang bleknar. Men vårt jobb är ändå att försöka förstå och förklara det som sker i ekonomier och marknader, att göra prognoser, förvalta kapital och ge råd därefter. En ovanligt svår uppgift när vi ställs inför händelser och förlopp som saknar motstycke i historien, men också snarare ännu mer angeläget.

Vi tar det som händer på största allvar, effekterna på ekonomisk tillväxt, på ekonomiers funktionssätt och på finansmarknadernas utveckling är och blir stora. Men våra prognoser talar ändå för att ekonomierna är på väg att passera en botten, om än en osedvanligt djup sådan. För detta talar pågående återöppnande av samhällen och ekonomier, och de exempellösa stimulanser som sätts in för att stötta företag, konsumenter och marknader.

Det kommer förvisso att dröja flera år innan ekonomin är tillbaka till gamla tillväxttrender, men vi räknar ändå med att återtåget inleds under kommande kvartal. Det ger också skäl till att vara försiktigt positiv till börsens förutsättningar på lite sikt, även om de senaste veckornas uppgång framstår som väl snabb och häftig. Den har gjort börserna dyra med historiska mått mätt, vilket rimligen ökar risken för bakslag vid nya besvikelser. Men fortsatt låga räntor och utsikter till flera år av återhämtningsdriven tillväxt talar för att högre värderingar kan accepteras framöver. Vi ser i dagsläget eventuella börsnedgångar som sannolika köptillfällen.

I denna utgåva presenterar vi som vanligt ett par teman kring den aktuella utvecklingen. Vi belyser den dramatiska utvecklingen för oljepriset i kölvattnet av kraftigt fallande efterfrågan och spänningar mellan producentländerna.

Vi följer också upp tidigare teman kring den viktiga utvecklingen kring hållbara investeringar. Denna gång beskriver vi vad som händer kring förnybar energi, en viktig nyckel på vägen mot ett mer hållbart samhälle. Vår tro och förhoppning är att de ekonomiska stimulanser vi räknar med ska komma för att stötta återbyggnaden efter dagens djupa kris också ska ha gröna förtecken, vilket skulle förstärka vår syn att hållbara investeringar både kan göra nytta och skapa avkastning framöver.

Att återigen påpeka att vi lär få räkna med mer dramatik i såväl nyhetsflöde som på finansmarknader känns inte helt nödvändigt denna gång. Mycket kommer också att bli annorlunda när vi kommer ut ur den mörka tunnel som stavas virusspridning. Vi är mer än vanligt ödmjuka inför framtida utmaningar och med extra stor beredskap att anpassa våra placeringar och råd. Men exempellöst kraftfulla stimulanser och extremt låga räntor tillsammans börsens förmåga att blicka förbi dagens kris mot framtida tillväxt ger oss ändå tillförsikt för möjligheterna att skapa långsiktig avkastning i portföljerna.

Med hopp om intressant läsning,

Kai Svensson, Tf Chief Investment Officer
Johan Hagbarth, placeringsstrateg
Investment Strategy

Sammanfattning per tillgångsslag

I slutet av februari, när smittan på allvar drabbade Italien, började marknaden ta höjd för en pandemi. I mars upplevde vi en allmänt ansträngd likviditetssituation, vilket vi inte upplevt sedan finanskrisen och börser runtom i världen föll handlöst. Centralbanker och regeringar kom dock snabbt kommit till undsättning. En aldrig skådad penningpolitisk stimulans genomfördes via räntesänkningar, kvantitativa lättnader och låneramar. Regeringar bidrog med olika former av stöd till företagssektorn.

Vi räknar med en djup recession i år och en relativt stark vändning uppåt nästa år. Denna prognos bygger på en gradvis normalisering i takt med hävande av restriktioner med start under våren och försommaren samt att virusspridningen klingar av. Finans- och penningpolitisk stimulans agerar bränsle under återhämtningsfasen.

Vinstprognoserna för börsbolagen har justerats ned rejält vid det här laget. På global basis räknar man nu med att vinsterna blir 20 procent lägre än föregående år, vilket är en rejäl scenförändring jämfört med bara för några månader sedan då vinstprognosen var plus 10 procent. Nedjusterade vinstprognoser och börser som återhämtat halva börsfallet gör att värderingen av vinsterna på 12 månaders framåtblickande prognos i skrivande stund är något högre än i början av året. Kreditobligationer föll kraftigt i mars då marknaden började prisa in ökad risk för konkurser på bred front. Företagsobligationer har dock börjat återta mark då amerikanska centralbanken har aviserat program för köp av företagskrediter, övriga centralbanker väntas följa efter. Den kraftiga policyresponsen har haft synbara positiva effekter på risktillgångar överlag.

Som investerare befinner vi oss i en situation då osäkerheten avseende den framtida ekonomiska utvecklingen fortfarande är stor. Vinstprognoser justeras fortfarande ner och antalet konkurser väntas öka kraftigt. Den kraftiga policyresponsen har justerat ner riskpremien på risktillgångar, vilket gör att värderingarna hålls uppe. I ett relativperspektiv är vi något mer positiva till kreditrisk än aktierisk på grund av stödköp av obligationer från centralbankshåll samt injektioner från regeringar till företagssektorn som syftar till att undvika konkurser.

Globala aktier

- Nedstängning av samhällen leder till att bolagsvinsterna faller brett i år för att återhämta sig rejält 2021
- Mer än hälften av börsnedgången är nu återhämtad tack vare stora stimulanser, vilket lett till hög värdering på 2021 års vinster
- Fortsatt dragkamp mellan stora stimulanser, låga räntor och nedreviderade vinstprognoser
- Småbolag är intressanta ur ett värderingsperspektiv

Nordiska aktier

- Panik i marknaden = rea på aktier, ofta tidsbegränsad
- Dramatisk konjunkturförsvagning ger kraftiga vinstprognosnedrevideringar
- Oljekrisen påverkar många bolag signifikant, risk för besvikelser om normalisering dröjer men det finns även vinnare på krisen
- Blandad rapportperiod lämnar fortsatt stor osäkerhet inför innevarande kvartal
- Ett unikt läge för en mer hållbar omstart har uppstått, men kommer ropen på en ”ny grön giv” för att snabba på återhämtningen efter Coronakrisen att hörsammas?

Räntebärande placeringar

- Centralbankernas ”what ever it takes”-strategi dämpar tendenser till högre långräntor mot bakgrund av historiskt stora budgetunderskott
- Negativ förväntad avkastning för statsobligationer driver investerare mot mer riskfyllda ränteinvesteringar
- High Yield-obligationer utvecklas ofta väl så bra som aktier efter en kraftig nedgång fast till lägre risk

Alternativa investeringar

- Den höga volatiliteten med korta kraftfulla rörelser innebar svårigheter för trendföljande strategier
- Makroförvaltare med begränsat risktagande har utvecklats förhållandevis stabilt under turbulensen
- Extrem volatilitet i aktiemarknaden tillsammans med eventuell nettoexponering hämmar Equity L/S
- Givet diversifiering begränsas volatiliteten något för multistrategier under perioden

Förväntad avkastning kommande 12 mån (i SEK)

Aktier	Avkastning	Risk*
Aktier (utvecklade marknader)	7,1 %	18,3 %
Tillväxtmarknader (lokal valuta)	7,2 %	17,6 %
Svenska aktier	7,3 %	18,0 %
Räntebärande placeringar	**Avkastning**	**Risk***
Statsobligationer	-0,8 %	1,5 %
Företagsobligationer IG Investment Grade (Eur/ USA 50/50)	3,1 %	6,8 %
Företagsobligationer HY High Yield (Eur/ USA 50/50)	6,2 %	10,5 %
Tillväxtmarknadsobligationer (Emerging Market Debt) i lokal valuta	5,8 %	10,7 %
Alternativa investeringar	**Avkastning**	**Risk***
Hedgefonder	3,5 %	7,0 %

* 24 månaders historisk volatilitet

Källa: SEB, prognoser i maj 2020

Risknyttjande & allokering

Mindre övervikt i globala aktier, tydlig övervikt i High Yield

Under året har en balanserad portfölj bestående av aktier, ränteplaceringar och alternativa investeringar visat en negativ avkastning. Drygt hälften av tappet under mars hämtades dock tillbaka i april.

Mattan drogs undan för risktillgångar under mars när investerare insåg allvaret med covid-19 och dess effekter på den globala ekonomin. Centralbanker med Federal Reserve (Fed) i spetsen har stöttat via räntesänkningar, enorma kvantitativa lättnader samt likviditetsstödjande åtgärder. Regeringar sparar inte heller på krutet, utan har snabbt genomfört stora finanspolitiska stimulanser i syfte att hålla företagen under armarna och därmed minska antalet konkurser och avskedanden. De samlade stimulanserna har stöttat risktillgångar såsom aktier och högavkastande obligationer. Det råder dock inget tvivel om att de ekonomiska skadorna i pandemins kölvatten kommer att ta tid att reparera. Frågan som investerare ställer sig är i vilken takt som ekonomierna kan återstartas och återgå till någon slags normalitet. Vår prognos är en kort men djup recession i år, som följs av en kraftig återhämtning nästa år.

Hög värdering begränsar börspotentialen kortsiktigt
Globala vinster har i linje med den allmänna skarpa ekonomiska nedgången justerats ned kraftigt. I inledningen av året väntades en global vinstuppgång om 10 procent. Nu väntas vinsterna istället minska med 20 procent, vilket förmodligen är en prognos i underkant. Enorma stimulanser har stävjat nedgången för risktillgångar, vilket har gjort att värderingarna inte har kommit ned i samma utsträckning som företagsvinsterna. Framåtblickande 12 månaders P/E-tal är till och med högre nu än i början av året. De höga vinstmultiplarna begränsar börspotentialen på kort sikt.

2020 är ett vinstmässigt förlorat år, vilket marknaden har förlikat sig med. Nu gäller det för företagen att minimera skadorna och befästa och stärka sina marknadspositioner inför en återhämtning nästa år. Stimulanserna kommer att ligga kvar så länge det behövs och mer därtill, vilket gör att återhämtningen, när den väl kommer, bör bli kraftig. 2021 lär bli ett år med kraftig vinsttillväxt, vilket är en bidragande orsak till att våra portföljer, trots nuvarande ekonomiska situation, har en mindre övervikt i globala aktier.

Centralbanks- och regeringsstöd gynnar High yield
Aldrig förr har centralbanker och regeringar unisont infört så kraftiga åtgärder som nu. Centralbankerna stöttar obligationspriser direkt via räntesänkningar och via direkta köp i marknaden. Fed köper obligationer av all de slag, till och med i segmenten med lägre kreditvärdighet via ETF:er. Regeringar gör, via frikostiga finanspolitiska stimulanser, vad som står i deras makt för att företagen inte ska gå under. Det här gynnar obligationsinnehavare – sålunda är vi positiva till att äga företagskrediter, i synnerhet i segmenten med lägre kreditvärdighet (High yield). Man får fortfarande relativt bra betalt för att låna ut till företag (kreditspreadarna är fortfarande på relativt höga nivåer). Faktum är att i återhämtningsfaser efter kriser har HY-obligationer ofta levererat en avkastning som överstiger den från motsvarande aktiemarknad.

Mindre övervikt i aktier i tron om stark vinsttillväxt 2021
Vi viktade upp globala aktier under mars från en undervikt till en mindre övervikt för att utnyttja börsernas svaghet. Argumentationen då var att nedgången skulle vara tillfällig, om än djup, för att därefter stärkas kraftigt med hjälp av stimulanser. Höga värderingar till trots är en mindre övervikt i aktier motiverad då vi tror på en ekonomisk förstärkning under nästa år, fortsatt låga räntenivåer samt penningpolitiska stimulanser som kommer att ligga kvar långt efter att den globala ekonomin återhämtat sig.

Inom svenska aktier har vi ökat andelen bolag med stabil intjäning, stabila balansräkningar och med inslag av cyklisk exponering. Den internationella aktieexponeringens karaktär har behållits, men exponeringen har ökats. Vi har fortsatt övervikt amerikanska tillväxtbolag av strukturell karaktär. Vi är också överviktade mot asiatiska tillväxtmarknader samt det lågt värderade småbolagssegmentet. Inom räntedelarna har vi en övervikt krediter, särskilt inom High Yield för att utnyttja den höga underliggande räntenivån samt ta del av det massiva centralbanksstödet. Till detta adderar vi en bred alternativportfölj som balanserar risken.

Högsta värderingen av framtida vinster sedan IT-bubblan

Källa: Bloomberg

Grafen visar P/E-talets utveckling under de senaste sju åren för MSCI All Countries i lokal valuta. P/E-talet har skjutit i höjden, vilket förklaras av en börs som fallit mindre än vinstnedjusteringarna på ett års sikt.

Kampen mot covid-19 fortgår

Det finns positiva tecken på stabilisering av virusspridningen i flera länder. Därmed har även regeringar påbörjat planeringen för att återstarta ekonomierna i Europa, USA och delar av Asien genom att gradvis lätta på de restriktioner som för närvarande håller tillbaka den ekonomiska tillväxten runt om i världen. Masstestning och nya tekniska hjälpmedel blir avgörande verktyg – och del av en ”infrastruktur” – för att förhindra nya utbrott och möjliggöra steg mot normalisering. Denna text är en förkortad version av en analys som finns att läsa i Nordic Outlook, utgiven 6 maj.

Trots förbättringarna i statistiken är slaget ännu inte vunnet. Risken för att drabbas av nya utbrott bedöms som stor och ger anledning till oro. Kontroller och kartläggning av människor görs för att utröna var risken för nya utbrott är störst. Med tanke på de enorma ekonomiska kostnader som är resultatet av att hålla ekonomier stängda är det troligt att kontrollerna, kartläggningen och bekämpningen av pågående virusspridning kraftfullt fortsätter med målet att snarast möjligt återgå till en något mer normal vardag.

I väntan på vaccinet: Masstestning
Ett verktyg som hjälper regeringar att gradvis öppna upp sina ekonomier utan att riskera stora bakslag är masstestning av medborgarna. Masstestning har definitivt potential att kunna bli en viktig del i att snabbt göra det möjligt för människor att gå tillbaka till sina arbetsplatser. Tillförlitliga snabbtester finns redan och inom en inte alltför avlägsen framtid kan dessa tester komma att bli en central del i verktygslådan för att kunna återstarta ekonomierna igen.

Synkronisering viktigt för produktionen
Krisen har skapat kreativitet och en global kapplöpning inom medicin och teknologi. Regeringar har planer som möjliggör för olika delar av ekonomin att starta upp igen. För industrin krävs dock att dessa planer är tämligen synkroniserade så inte delar av produktionen stoppas på grund av brist på underkomponenter.

Att få igång produktionen är det första steget. Därefter krävs också att konsumtionen kommer igång. Då måste hushållen känna trygghet i att ta sig till arbetet och att spendera sina pengar på varor och tjänster.

Kinas ekonomi bedöms ha uppnått 90 procent av ett normalt läge. Det har skett 2,5 månader efter nedstängningen av staden Wuhan (där virusspridningen tycks ha startat). Dock påverkas Kinas ekonomiska återhämtning nu negativt av att resten av världen har gått in i en djup recession.

EU och USA väntas gradvis öppna upp under maj. Även om det är osäkert hur fort det kommer att gå är pressen på regeringar att öppna upp snabbt redan stor och kan väntas öka ytterligare i takt med snabbt stigande arbetslöshet i flertalet länder.

Pressen kommer också från industrin med en växande oro för konkurrensneutraliteten och uppköpsrisker. Företag och länder som är snabbast upp ur startblocken kan få stora fördelar och möjligheter att vinna marknadsandelar på bekostnad av länder och därmed företag som beslutat att hålla produktionen stängd längre. Regeringar lär noga följa vad andra gör för att se till så att man inte ger sin egen industri en konkurrensnackdel. Den här dynamiken – konkurrensaspekten och uppköpsrisken – blir en kraft att så snabbt det bara är möjligt att komma igång med uppstartsprocesser.

Stänga är svårt, att öppna är ännu svårare
Det är positivt att ett ökande antal regeringar planerar för hur ekonomierna gradvis ska kunna återvända till ett mer normalt läge. Men om det var svårt att fatta beslut om att stänga stora delar av samhället är besluten att öppna upp igen ännu svårare. Att starta upp för tidigt kan innebära att man på nytt drabbas av ett stort virusutbrott och åter tvingas stänga ned ekonomin igen. Då är de ekonomiska förutsättningarna att kunna hantera den nya vågen mer begränsade.

Runt om i världen pressas nu regeringar av medborgarna att öppna upp ekonomierna – eller åtminstone planera för det. Flertalet länder är väl medvetna om riskerna och kommer sannolikt att ingripa snabbt om utvecklingen går i fel riktning. Därmed skulle man kunna dämpa storleken på en andravåg och också de ekonomiska konsekvenserna av den.

Testningskapaciteten är redan utbyggd och utökas hela tiden. Länder har också kraftigt byggt ut sin kapacitet inom hälso- och sjukvård för att ta hand om de som kommer smittas i en andra våg. Flockimmunitet och vaccin är vägarna framåt för att långsiktigt få covid-19-problemet ur världen. Vilken av dessa som kommer först tvistar expertisen om. De flesta bedömer att det kan dröja ett till två år innan det kan finnas ett vaccin klart att användas i stor skala.

Makro och andra drivkrafter

Stimulanser ger ljus i ovanligt mörker

Vi lever i osäkra tider, mycket händer som vi aldrig förut varit med om. Viktigast är naturligtvis de tragiska effekterna av Coronaviruset, och den stora osäkerhet som råder om virusspridningen framöver. Dessutom är vi, som en följd av det, också ute på okänt vatten vad gäller de ekonomiska konsekvenserna. De exempellösa nedstängningar av hela samhällen vi har sett och de extremt snabba och stora effekterna på ekonomin gör att vi varken har ekonomiska teorier eller liknande historiska erfarenheter att luta oss emot när vi ska bedöma framtiden.

Men även om den monumentala osäkerheten gör siffersatta prognoser om utvecklingen överspelade sekunden efter att de har publicerats finns det en del saker vi faktiskt vet, och som vi kan skapa scenarier över framtiden utifrån. Världsekonomin är inne i den snabbaste och djupaste svackan i vår tid. Tillväxten globalt faller handlöst och arbetslösheten rusar i höjden. Den moteld som anläggs, främst från regeringar och centralbanker saknar helt motstycke i historien.

Hur allt detta ska utvecklas beror naturligtvis till väldigt stor del på hur den fortsatta virusspridningen sker, och vilka reaktionerna blir. Vi arbetar med ett ekonomiskt huvudscenario och med två alternativa utfall, ett ljusare och ett mörkare. Nedan beskriver vi vårt huvudscenario, som utgår från prognosen att samhällen i Europa och USA från och med nu gradvis öppnas upp och att världen framöver står bättre rustad att möta eventuella virusbakslag så att de ekonomiska konsekvenserna blir hanterbara.

Det är ingen tvekan om att den tvärnit ekonomin är inne i innebär att produktionsresurser kommer att slås ut. Många näringar är lamslagna och företag och stora delar av branscher kommer att slås ut. Mycket av de stimulansåtgärder som nu satts in syftar till att begränsa dessa effekter och hjälpa företag att överleva krisen. Under perioder av nedstängning hjälper inte detta mycket, men givet att samhällen kan öppnas upp i den takt som politikerna diskuterar ser vi utsikter till att inte minst tillverkningsindustrin kan komma ur detta utan alltför stora bortfall. Problemet är att det också måste finas en efterfrågan för att ekonomin ska växa. Arbetslösheten är på väg att rusa i höjden, ny statistik pekar mot ungefär 15 procent arbetslösa i USA, att jämföras med under 4 procent för bara ett par månader sedan. Bilden är likartad även i Europa, och för svensk del räknar vi med att arbetslösheten toppar på runt 12 procent. Slutsatsen blir att även om tillväxten vänder upp under andra halvåret, i takt med att ekonomierna öppnar upp, kommer vi att få leva med handbromsen i vad gäller ekonomisk tillväxt i ett par år framöver.

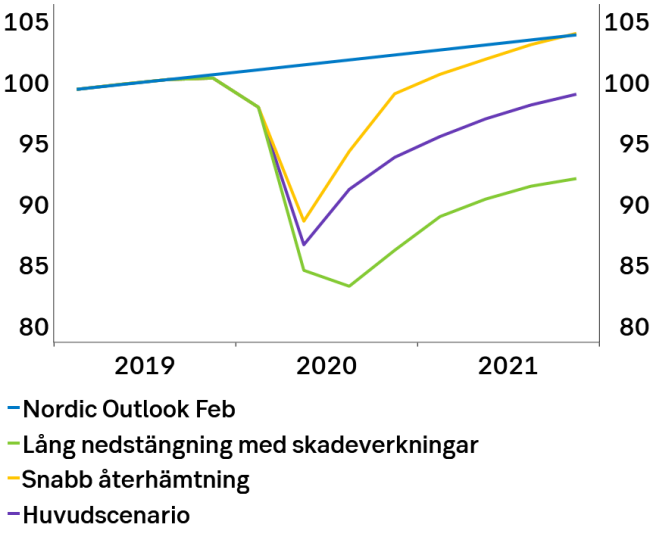
Men inbromsningen ska inte heller överskattas. Efter ett handlöst fall i global BNP räknar vi med att tillväxten åter skjuter rejäl fart, låt vara från låga nivåer. Till detta bidrar som sagt de stora stimulanserna. Vi räknar med att stödet från regeringar och centralbanker hittills uppgår till motsvarande drygt 17 000 miljarder dollar. En helt obegriplig siffra, som kanske bättre kan förstås genom att den motsvarar ungefär 20 procent av global BNP. De stimulanser vi sett hittills har framför allt syftat till krishantering; att rädda företag, att skjuta in likviditet i det finansiella systemet och att bidra till att hålla nere räntor och därmed finansieringskostnader. När ekonomin nu förhoppningsvis lämnar den akuta krisfasen förskjuts fokus till att få igång återuppbyggnaden av ekonomin, både vad gäller produktion och efterfrågan. Här räknar vi med fortsatt stora stimulanser, inte minst via statliga satsningar.

BNP-prognoser, i %

Marknad	2019	2020	2021	Kommentar
USA	2,3	-6,5	5,6	Kraftfulla åtgärder skapar budgethål
Japan	0,7	-5,3	3,0	Aktiv centralbank försöker dämpa effekter
Tyskland	0,6	-7,7	5,8	Stimulanser och starka finanser dämpar fall
Kina	6,1	2,0	9,0	Först in, först ut – risk för nya utbrott?
Storbritannien	1,4	-11,6	4,3	Brexit och smitta ger djupare nedgång
Euroområdet	1,2	-9,6	6,2	Djup recession sätter press på samarbetet
Sverige	1,1	-6,5	5,0	Mjukare strategi ger lägre BNP-fall
Baltikum	3,6	-9,0	5,9	Tufft, men mindre illa än 2009
OECD	1,7	-7,0	5,1	Nedstängningar möts av extrema åtgärder
EM-ekonomier	4,1	-0,6	6,1	Största fallet efter andra världskriget
Världen, PPP*	3,0	-3,3	5,7	Historisk tvärnit trots rekordstora stimulanser

Källa: OECD, IMF, SEB *Köpkraftsjusterat (Purchasing Power Parities)

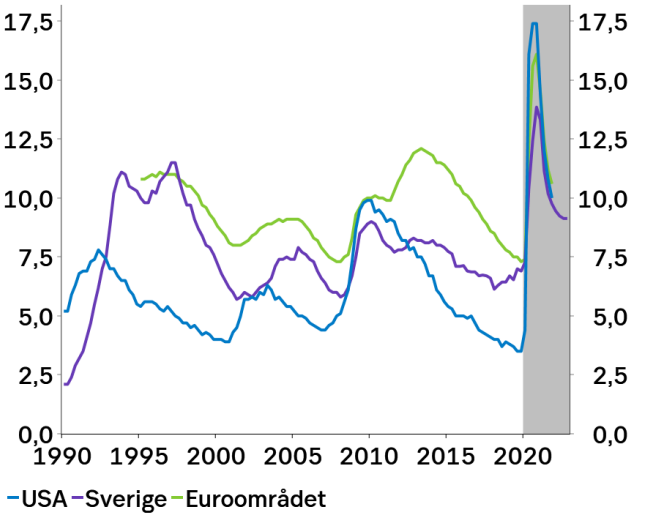
Snabbt förlopp, trög återhämtning



Källa: SEB

I vårt huvudscenario räknar vi med att ekonomin åter skjuter fart, i god takt. Det stora tappet gör dock att det dröjer flera år innan ekonomin återtagit förlorad mark. Vi räknar med att global ekonomi mätt som BNP vid slutet av nästa år fortfarande är runt 5 procentenheter mindre än den hade varit med den trend vi förutsåg före krisen.

Rekordsnabbt ökad arbetslöshet oroar



Källa: Macrobond

Arbetslösheten ökar snabbt, till nivåer vi inte sett sedan depressionen på 1930-talet. Det får stora effekter på inte minst efterfrågan i ekonomin. Men den största delen av ökningen handlar om tillfälliga åtgärder som permitteringar. Om ekonomin kommer igång igen som förväntat bör arbetslösheten därmed kunna falla snabbt, men risken är stor att det blir värre innan det blir bättre.

Vi räknar med att tillväxten kommer igång igen under andra kvartalet och att vi får en tämligen snabb återhämtning med goda procentuella tillväxttal under nästa år. Men givet tvärniten för närvarande lär det ändå dröja flera år innan ekonomin är tillbaka på sin tidigare trend, vi räknar med att världens BNP är runt 5 procentenheter mindre vid utgången av nästa år mot vad vi förutspådde i förra utgåvan av Investment Outlook (utgiven i februari 2020)

Med alla de åtgärder som sätts in, stater som lånar till stimulanser och centralbanker som trycker pengar för att finansiera köp av obligationer uppstår två viktiga frågor: Hur ska allt detta finansieras, och leder det inte till snabbt stigande inflation? Vad gäller finansieringen är vår bedömning att den inte är ett problem, i alla fall inte för den närmaste tiden. Svaret på frågan om var pengarna ska komma ifrån finns i den andra frågan – de stora stimulanserna, läs ökningarna av statsskulderna, finansieras av att centralbankerna köper obligationer, utgivna av bland annat stater. Det kan liknas vid att centralbankerna trycker nya pengar. I teorin kan man göra det i obegränsad mängd. Den ökade skuldsättningen hos staterna blir ett problem i två fall; om räntan stiger eller om skulderna krävs tillbaka. Men räntan styrs ju till stor del av centralbankerna, och de står ju bakom lånen (obligationerna) så ingen av dessa risker ser ut att behöva infrias i närtid.

Vad gäller inflationen finns det kortsiktiga krafter som håller den nere. Svagare efterfrågan och högre arbetslöshet dämpar löne- och prisutvecklingen och fallet för energipriserna gör att inflationen den närmaste tiden faller ner mot nollstrecket. Om något år lär inflationen stiga igen, men vi räknar med att de strukturella krafter som tidigare höll inflationen nere fortfarande är i spel, inte minst globalisering och digitalisering/automatisering. Den sistnämnda trenden lär förstärkas då många av oss i skrivande stund lär oss att mer av vardagen kan klaras av utan resor, affärsbesök och annat. Till sist, om inflationen ändå skulle visa tecken på att skjuta fart kan centralbankerna snabbt dra tillbaka likviditet från marknaden och därmed hålla tillbaka den utvecklingen. Så varken skuldsättning eller inflation framstår som problem på kort eller medellång sikt, men de får följdeffekter som måste hanteras, inte minst rollfördelningen mellan centralbanker och politiker när de förstnämndas möjliga inflytande ökar.

Sammanfattningsvis, ekonomin befinner sig utan tvekan i en mörk tunnel, med stora problem som behöver hanteras och svåra effekter för tillväxten. Men ljusen i tunneln, i form av stimulanser och återöppnande av samhällen och ekonomier, gör att vi ändå räknar med en gradvis återgång till ett mer normalt ekonomiskt tillstånd under kommande år. En möjlig, och i vårt tycke hoppfull, effekt av det som händer kan bli att en del av de satsningar som behöver göras för att få fart på ekonomin kan ske med tydligt hållbara förtecken, en chans att vända något kortsiktigt negativt till något långsiktigt positivt.

Värderingar

Prognosen avseende 12 månaders framåtblickande P/E-tal, är på historiskt höga nivåer. Det är en funktion av att vinsterna det närmaste året har justerats ner mer än vad börserna har fallit. Tar vi hänsyn till de låga räntenivåerna samt lägger in att återhämtningen blir kraftfull under 2021 i kalkylen, kan värderingarna absolut motiveras. Värderingsuppsidan på kort sikt är dock begränsad.

Företagsobligationer är för tillfället mer aptitligt värderade än aktier. Med hänsyn tagen till framtida konkurser och prognostiserade återvinningsnivåer är den ränta som erhålls för både Investment Grade- och High Yield-obligationer relativt attraktiv. Det förutsätter dock att vår prognos om en ekonomisk återhämtning under nästa år i viss mån realiseras.

Medan aktiemarknaden drivs av vinsttillväxt drivs kreditmarknaden av företagens återbetalningsförmåga, vilket inte ställer lika höga krav på tillväxtfaktorn. Stabilisering av kapitalmarknaden och de ekonomiska förhållandena kan vara tillräckligt för att obligationsinnehavarna ska få sina kuponger och därmed sin avkastning, vilket kan vara en fördel om återhämtningen följer en flackare kurva än vad vi nu prognostiserar.

För krediter relativt aktier talar också de kraftiga stödåtgärder som sätts in för att hjälpa företag att överbrygga krisen, vilket rimligen minskar risken för kreditförluster samt att flera centralbanker, inte minst Federal Reserve, har annonserat att man nu köper företagsobligationer (även vissa HY-obligationer), i syfte att stötta marknaden.

Riskaptit och positionering

Kortsiktiga riskindikatorer nådde extremt höga nivåer under februari. Omvänt, så var riskviljan i princip noll under senare delen av mars. Riskviljan har rekylerat upp, men förvaltare är generellt sett mer skeptiska än tidigare, vilket yttrar sig i ökad andel kassa i portföljerna och en mer defensiv allokering inom tillgångsslagen. Defensiva sektorer och strukturellt växande bolag favoriseras framför cykliska sektorer. Bolag med starka balansräkningar favoriseras framför bolag med hög belåning etc.

Vi använder positionering och riskvilja hos investerarkollektivet som kontraindikatorer när vi gör en bedömning av hur mycket risk vi ska ta i våra portföljer. För närvarande bidrar den defensiva positioneringen och den låga riskviljan till att vi har en mindre övervikt i risktillgångar.

Ränteinvesteringar

Potential för fortsatt återhämtning i företagsobligationer

Centralbankernas ”what ever it takes”-strategi med olika stimulanspaket dämpar tendenser till högre långräntor mot bakgrund av historiskt stora budgetunderskott. Med risk för negativ förväntad avkastning för statsobligationer måste investerare söka mer riskfyllda ränteinvesteringar för att skapa avkastning.

För den som är beredd att öka risken inom räntesegmentet kan företagsobligationer med högre risk vara ett bra första steg. Ofta utvecklas de väl så bra som aktier efter en kraftig nedgång och det till en lägre risk. Därför kan det vara köpläge, särskilt om marknaden blir lite orolig igen.

Statsobligationer (exklusive Emerging Markets)

Under coronakrisen har USA:s centralbank, Federal Reserve (Fed), varit mycket proaktiv och snabbt vidtagit kraftfulla åtgärder. Fed har sänkt räntan till nära noll, och satt igång omfattande och obegränsade tillgångsköp där köpen också har breddats till att inkludera mer än statsobligationer. Fed har även startat ett omfattande låneprogram riktat till mindre företag och tillhandahållit dollarlikviditet både i och utanför landet.

För Europas del är räntevapnet relativt förbrukat givet en redan rekordlåg ränta, istället fortsätter balansräkningen att utnyttjas genom att den Europeiska Centralbanken (ECB) har utökat sina tillgångsköp via främst obligationsmarknaden. Ytterligare räntesänkningar kan inte uteslutas, men vi tror att ECB ser starka motiv att undvika sådana. Banker i till exempel Tyskland och Italien är redan hårt pressade och i nuläget vore det mycket olyckligt om situationen förvärrades på ett sätt som allvarligt skulle hämma deras utlåningskapacitet.

Riksbanken har annonserat ett utökat köpprogram där man utöver statsobligationer kan köpa bostads-, företags- och kommunobligationer. Man har samtidigt låtit reporäntan ligga kvar vid 0.

Trots att centralbanker skulle kunna argumentera för räntesänkningar i coronakrisens spår är viljan att sänka räntan till en negativ nivå låg. Det är inte heller troligt att centralbanker vill höja räntan de närmaste åren och det kommer att finnas en acceptans för att överskrida inflationsmålen. Detta talar för att korta statsräntor kommer ligga kvar på låga nivåer en tid framöver.

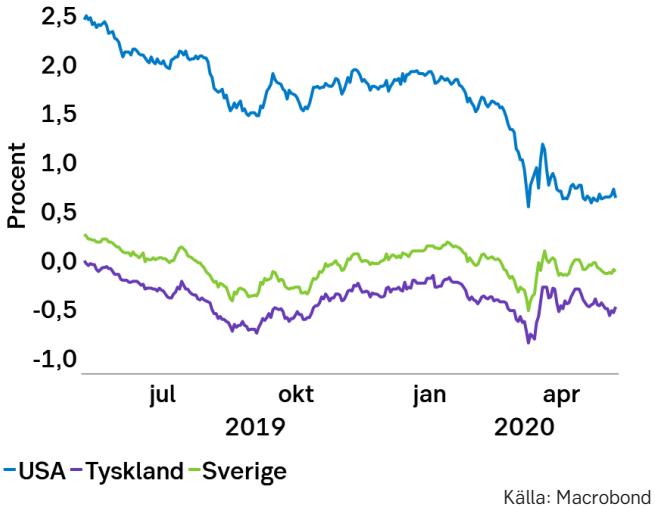
Utvecklingen av långa statsräntor är svårare att förutse. I närtid väntas nyheter om coronavirusets spridning och förändringar i riskaptiten styra riktningen. Dragkampen mellan utbud och köp av obligationer kommer avgöra långa räntans nivå på sikt. Centralbankerna kommer behöva finansiera de enorma stimulanserna genom att ge ut mer obligationer, men samtidigt vara beredda att köpa mer om räntorna stiger på ett sätt som äventyrar tillväxten. Vår bedömning är att risken för produktionsstörningar och minskad global handel leder till något högre inflation, viket driver de långa statsräntorna uppåt, men vi ser det som osannolikt att inflationen ska skjuta i höjden.

Prognoser för 10-åriga statsobligationsräntor

Marknad	18 maj 2020	Jun 2020	Dec 2020	Dec 2021
USA	0,65	0,70	0,90	1,20
Tyskland	-0,52	-0,40	-0,40	-0,10
Sverige	-0,08	0,15	0,15	0,35

Källa: SEB, marknadsdata maj 2020

Dragkamp mellan ökat utbud och obligationsköp



Källa: Macrobond

När riskaptiten minskar strömmar ofta pengar in i säkrare räntepapper, men trots stora börsras i mars steg svenska och tyska räntor. Efter nya stödåtgärder från världens centralbanker har räntorna fallit igen. En kombination av bättre ekonomisk utveckling och ökat obligationsutbud kommer att leda till något högre räntor under 2021, men centralbankernas obligationsköp gör att vi är kvar på historiskt låga nivåer.

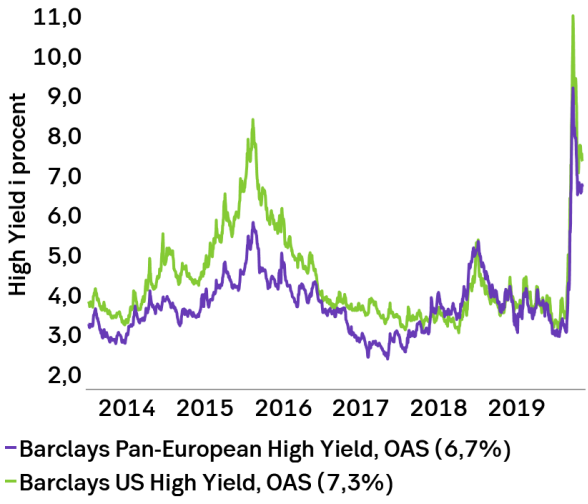
Företagsobligationer – Investment Grade (IG) och High Yield (HY)

Under coronakrisen har vi sett fallande värden på företagsobligationer, särskilt de med högre risk, High Yield (HY). En obligation är en form av lån. När ekonomin viker ökar risken för att företag får ekonomiska problem och i värsta fall går i konkurs. Osäkerheten gör att placerarna vill ha mer betalt i form av högre ränta för att låna ut till företagen.

En annan anledning till fallet är den dåliga likviditeten. Prissättningen och handeln på företagsobligationsmarknaden fungerar inte på samma sätt som aktiemarknaden. Säljare och köpare möts förvisso på en nivå, men det finns ofta inget orderdjup och priset kan även under normala marknadsförhållanden variera mellan olika aktörer. När marknaden, som nu, är stressad blir dessa variationer ännu större och i vissa obligationer finns under perioder få eller inga köpare.

Marknaden för företagsobligationer drabbades på ytterligare en front – oljeprisets branta fall i spåren av priskriget mellan Saudiarabien och Ryssland. USA är en stor oljeproducent och banker lånar ut pengar till oljebolagen. Internationellt är 10-15 procent av företagsobligationsmarknaden exponerad mot råvarusektorn. De obligationer som påverkas främst är utgivna av oljerelaterade bolag, men det spiller även över på övriga delar av företagsobligationsmarknaden. Priskriget har inneburit en fördel för de investerare som använt sig av en hållbar inriktning i sin exponering mot företagsobligationer. Givet det faktum att hållbara fonder i de flesta fall exkluderar oljerelaterade bolag i sina investeringar, har detta inneburit en relativ fördel jämfört med traditionella fonder där dessa bolag ofta är ett naturligt inslag.

Historiskt attraktiva nivåer på företagsobligationsmarknaden



Källa: Bloomberg/ Macrobond

Ränteskillnaden som ska kompensera den högre risken mellan statsobligationer och företagsobligationer steg i mars. Spreadarna har kommit tillbaka, men är fortfarande på höga nivåer. Om vårt huvudscenario håller finns goda skäl att anta att investeringar i företagsobligationer kan ge god avkastning på 12 månaders sikt.

Att kreditspreadarna (skillnaden mellan den ränta företagen måste betala och räntan på statsobligationer) är väsentligt över det historiska snittet, särskilt för HY, motiveras av den ökade risken för kredithändelser, det vill säga att bolagen inte förmår återbetala sina obligationslån. Från de mer normala nivåerna för HY i USA, med skillnader på 3-4 procentenheter mot statspapper, var skillnaden under våren som störst omkring 10 procentenheter. I nuläget ligger de mellan 7-8 procentenheter.

När man gör en avkastningsprognos för företagsobligationer behöver man justera för förväntade kreditförluster. Under den globala finanskrisen för drygt tio år sedan drabbades 13 procent av de amerikanska HY-obligationerna av kredithändelser. Idag pekar marknadens prognoser mot ungefär 10 procent. Historiskt har det vid kredithändelser i HY-obligationer varit möjligt att i genomsnitt återvinna 50 procent av obligationens värde i den uppgörelse som följer på en kredithändelse. Å andra sidan räknar vi med att kreditspreadarna bör kunna krympa framöver när ekonomin stabiliseras. Det räcker att spreadarna tar igen hälften av avståndet ner till historiska normalnivåer för att den kursuppgång det ger för obligationerna mer än väl ska kompensera för kreditförlusterna.

Minskad oro kring coronavirusets framfart, samt utökat stöd från centralbanker (främst Fed) har fått företagsobligationer att stiga i värde igen de senaste veckorna, men tittar man på de räntor man får för att placera i High Yield är det fortfarande långt över det historiska snittet. Obligationerna ger idag en god löpande avkastning, runt 6-7 procent. För de investerare som tror att vi är på väg mot en normalisering är det sannolikt köpläge, även om det finns risker. Osäkerheten är fortfarande stor och det kan komma nya negativa nyheter kring virusspridningen och påföljande ekonomiska konsekvenser.

För den som vill ta lägre risk har nedgången i mars även inom företagsobligationer med lägre risk, Investment Grade (IG), lett till att framtida avkastning är högre än före coronakrisen, men med lägre avkastningspotential än för HY. Vi ser att dessa företag kommer att gynnas av centralbankernas utökade stimulanser och bolagen är ofta stora och stabila och borde klara effekterna av den ekonomiska sättningen relativt bra.

Tillväxtmarknadsobligationer – Emerging Market Debt (EMD)

Trots räntesänkningar i flera tillväxtländer (Emerging Markets, EM) det senaste året, bland annat på grund av coronautbrottet, är räntenivåerna fortfarande betydligt högre än för utvecklade marknader vilket möjliggör fortsatt god löpande avkastning. Vidare kan de försämrade globala tillväxtprognoserna leda till ytterligare räntesänkningar i flera EM-länder, något som skulle verka positivt på de underliggande obligationspriserna. Samtidigt har tillväxtmarknadernas valutor försvagats av den osäkerhet som råder. Försämrad global tillväxt, stark USD och ett rekordlågt oljepris är samtliga faktorer som har påverkat tillväxtmarknadernas ekonomiska förutsättningar negativt och indirekt försvagat deras valutor. En återhämtning i några av dessa faktorer skulle påverka valutorna positivt, vilket kan ge stöd åt denna typ av investeringar även i lokal valuta.

Globala aktier

Försämrade vinstutsikter vs kraftig policyrespons

Att kurserna för olika typer av företagsrisk har stigit efter det dramatiska börsfallet under tidiga våren är inte förvånande. Stödpaket och utsikter till återöppnande motiverar lägre riskpremier. Att börserna nu närmar sig tidigare toppar indikerar att marknaden redan diskonterar mer normala vinstnivåer. Vi delar bilden på sikt, men ser risker för besvikelser på vägen.

Pandemins utbrott innebar en av de större börsnedgångarna i mannaminne. Den omfattande nedstängningen av samhällen och ekonomier leder naturligtvis till att bolagsvinsterna faller på bred front. Detta skedde dessutom i ett läge när aktiemarknaden handlades på värderingsnivåer i paritet med tidigare toppar (undantaget börsbubblan runt millennieskiftet). De nedgångar som följde var i storleksordningen 30-35 procent, vilket är i trakten av det historiska snittet för så kallade ”bear markets” (definierat som perioder när börsen faller mer än 20 %)

Att börserna sedan relativt snabbt vände upp har också sin förklaring. Utplanande virusspridningskurvor vred den politiska diskussionen från hur stora nedstängningar som krävdes till hur, och i vilken takt, återöppnandet skulle ske. Tillsammans med de exempellöst stora stimulanser som har satts in, och som i skrivande stund fortfarande ökas på, ges investerarna skäl att anta att det pågående vinstraset inom rimlig tid kommer att ersättas av vinstökningar. Att vi skulle få den snabbaste uppstudsen i modern tid framstår dock som väl optimistiskt, även om mer än hälften av nedgången nu är återhämtad, mätt med det amerikanska indexet S&P 500.

Bred börsnedgång när alla drabbas

Utvecklingen skiljer sig från tidigare börsras även på andra sätt. Eftersom detta ras utlöstes av en icke-ekonomisk faktor som slår brett mot hela ekonomin har börsnedgången drabbat samtliga marknadssegment tämligen likartat. På sektornivå sticker Energi ut med klart störst nedgångar, drivet av dramatiken på oljemarknaden. IT och Läkemedel/Bioteknik har klarat sig relativt oskadda i nedgången tack vare starka balansräkningar och stabila kassaflöden.

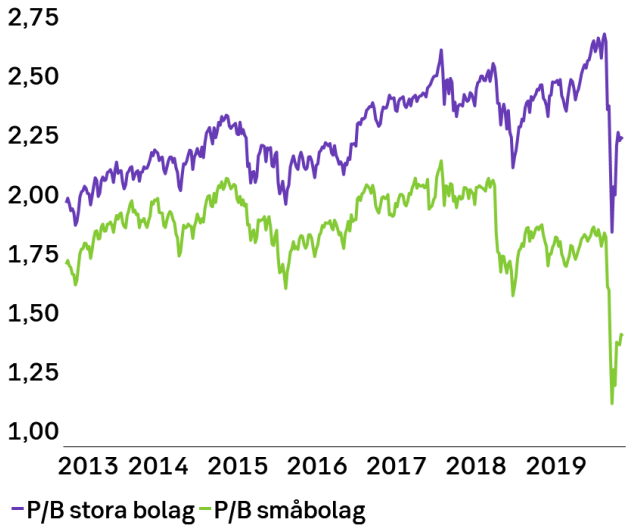
Annars är skillnaderna relativt små, med de cykliska sektorerna på den svagare sidan. Ett undantag är dock småbolag som har fallit mer än marknaden i övrigt, vilket brukar vara fallet vid recessioner. Den här gången är dock diskrepansen i utvecklingen mellan stora och små bolag större än vanligt, vilket bland annat kan förklaras av att belåningsgraden hos småbolagen är högre än för stora bolag samt betydligt högre än vid tidigare recessioner. En majoritet av lånen är dessutom klassade som High Yield (HY), vilket inte är fallet för storbolagen. De ökade kreditspreadarna (ränteskillnaden mellan företagsobligationer och statsobligationer) har därmed fått negativa konsekvenser för småbolagen som tvingas refinansiera sig till betydligt högre räntor i ett ytterst prekärt läge.

HY-obligationer och småbolagens kursutveckling är därför starkt korrelerade. Lyckligtvis kommer regeringar till hjälp med riktade stödåtgärder då småbolagen sysselsätter en stor del av befolkningen. Centralbanker stöttar också via direkta obligationsköp, vilket pressar ner räntenivåerna. Småbolagens värdering har kommit ner rejält och är ett av få segment av marknaden som har diskonterat en recession, vilket gör omvärderingspotentialen stor vid en normaliseringsprocess.

Ytterligare fallhöjd för vinstprognoserna

Att bedöma rimligheten i dagens börskurser utifrån de normala faktorerna vinsttillväxt och värdering försvåras av den stora osäkerhet som råder kring förloppet framåt. Givet att alla utgår ifrån att vinsterna i år faller kraftigt för att sedan återhämta sig under 2021, blir frågan naturligtvis vilka vinster man ska lägga in i kalkylen, och vilka multiplar det då är rimligt att åsätta dessa?

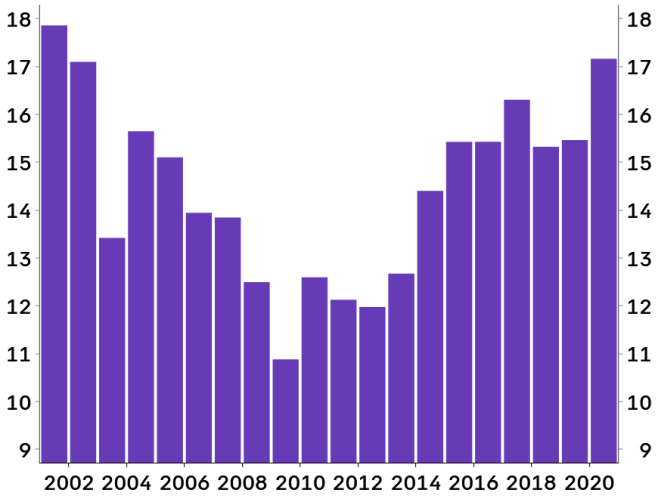
Stora bolag värderas normalt, småbolagen värderas med stor rabatt



Källa: Bloomberg

Grafen visar Price/Book (pris per aktie/bokfört värde per aktie) för stora respektive småbolag baserat på MSCI:s världsindex för stora respektive småbolag.

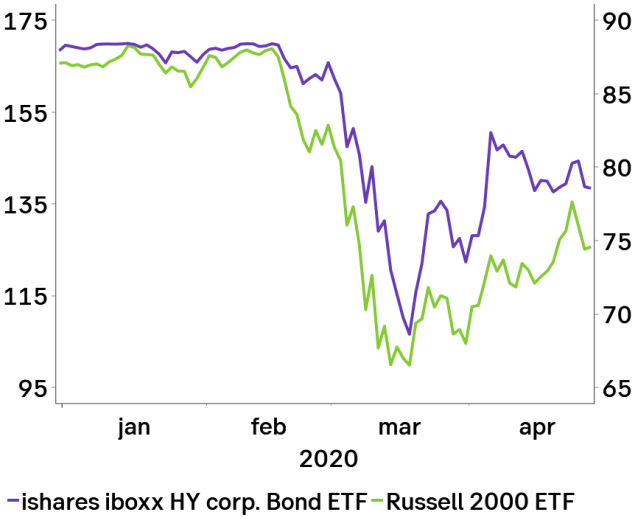
Hög historisk värdering av nästa års prognostiserade vinst



Källa: Macrobond

Stapeldiagrammet visar P/E-talet på nästa års vinst utifrån börskurs 30 april och vinstprognos för kommande kalenderår.

Hög korrelation mellan amerikanska småbolag och HY-obligationer



Källa: Bloomberg

Grafen visar utvecklingen för en amerikansk småbolags ETF (Russell 2000 ETF) och en amerikansk HY-obligations ETF (ishares iboxx HY Corp Bond ETF).

Prognoserna för världsbörsindex (MSCI World) pekar mot att vinsterna i år faller med knappt 20 procent, med risk för ytterligare nedrevideringar. För nästa år indikerar konsensusprognoserna en väl så kraftig vinstuppgång, analytikerna räknar med att vinsterna för S&P 500-bolagen under 2021 blir något högre än de var under 2019. Det framstår som väl optimistiskt givet att tillväxtprognoserna pekar mot ett tydligt lägre snitt under 2021. Betänk även att 2019 var ett år när arbetslösheten var låg och företagen gick på högvarv.

De höga nivåerna kan sannolikt förklaras av att fokus varit på att justera ner prognoserna för i år, samtidigt som det finns fortsatt fallhöjd. Vinsterna kommer att påverka de flesta sektorer, men i varierande grad. Vissa sektorer såsom Dagligvaruhandel och den så kallade ”Do it yourself” (typ byggvaruhandel och liknande) samt bolag förknippade med hemmasittande såsom Netflix och Amazon har sett ökad efterfrågan. Banker däremot har redan i första kvartalet gjort stora reserveringar för framtida kreditförluster, vilket påverkar vinsterna i stor utsträckning. Som exempel gjorde JP Morgan reserveringar på närmare 7 miljarder USD i första kvartalet. Ännu har vi inte sett de stora vinsttappen från tillverkande bolag och konsumentbolag, men vi kan förbereda oss för att nästa kvartal blir ett av de sämre i historien avseende vinster och kassaflöden, men det borde vara känt och förväntat vid det här laget.

2020 ett förlorat år

Att studera värderingsmått som PE-tal utifrån prognoserna för innevarande års vinst är knappast meningsfullt. Om vi i stället använder prognoserna för nästa år hamnar PE-talet utifrån dagens börskurser på 18. I stapeldiagrammet ovan visar vi börskurserna i april varje år i förhållande till vinstprognosen för året efter för alla år efter millennieskiftet.

Resultatet blir lätt nedslående. Trots att vinstprognoserna är ovanligt osäkra i dagsläget har aktier den högsta värderingen i modern tid, bortsett från IT-bubblan runt millennieskiftet. Det kan vara svårt att förstå att placerarna accepterar den värderingen, att det finns köpare på de här nivåerna. Sannolikt räknar man med att vinsterna framöver ska kunna stiga längre efter nedgången, så att man inte bara ska räkna in nästa års vinstökningar som de flesta värderingsmodeller gör. En annan förklaring kan vara att man accepterar högre värdering än historiskt, motiverat av att räntorna är lägre. I sig inte orimligt, men den för ögat höga värderingen gör sannolikt marknaden mer känslig för negativa nyheter. Att räntorna kommer att vara låga längre ger stöd för högre börsvärdering. Om dessa faktorer kombineras kan dagens historiskt sett höga värdering mycket väl vara motiverad, en ny värderingsstandard kan etableras.

Låga räntor ger börsstöd

För den som tror på en snabbare återhämtning vad gäller tillväxt och vinster än vad som ligger i förväntansbilden framstår potentialen som störst i aktier. Men även i huvudscenariot talar mycket för att marknaden kan vara beredd att diskontera vinster längre fram (och därmed acceptera en högre värdering i de traditionella värderingsmodellerna), därav att börserna kan stiga i denna annars mörka miljö. Den snabba uppgången gör dock att mer svag statistik kan skapa ny osäkerhet och nya börsrekyler under kommande månader, ett vanligt mönster vid större nedgångar. TINA-argumentet (There Is No Alternative) talar dock för att eventuella fall snabbt fångas upp av köpare med brist på alternativ. Om tillväxtbilden håller är börsbotten sannolikt passerad.

Nordiska aktier

Krisen slog till snabbt, återhämtningen tar tid

De senaste tre månadernas börsutveckling har varit dramatisk. En till synes ändlös optimism i mitten av februari trots en då växande insikt om vilka följder Covid-19 skulle få i Kina, förbyttes snabbt till panik och den snabbaste börsnedgången i modern tid. Den sista veckan i mars återhämtade sig börsen och april blev den bästa börsmånaden i Norden på fem år. Exceptionellt kraftiga finans- och penningpolitiska åtgärder ligger bakom det förbättrade börssentimentet, liksom tecken på att de mest pessimistiska scenarierna för pandemin som tidigare befarades nu inte tycks slå in. Osäkerheten är dock fortsatt mycket stor och en omedelbar konjunkturåterhämtning är helt osannolik, men efter en våg av kraftigt nedreviderade vinstprognoser är förväntansbilden redan nu mer rimlig.

Förändrade beteendemönster och försämrade internationella relationer riskerar att ge en långsammare ekonomisk återhämtning. Vi ser en uppenbar risk för nya besvikelser kring styrkan i återhämtningen senare i år i flera bolag och sektorer där aktierna redan klättrat tillbaka merparten av nedgången. En kris är sällan bara negativ, den skapar ofta även möjligheter, och Coronakrisen har öppnat ett sällsynt tillfälle att återuppbygga samhället på ett mer hållbart sätt, men kommer ropen på en ny grön giv att hörsammas? Det blir en viktig fråga för aktieinvesterare att följa.

Panik och oro ger ofta köpläge

I mitten av februari var konsensussynen på finansmarknaden fortfarande att coronaviruset primärt var ett problem för Kina och indirekt för de företag som är verksamma där eller köper produkter därifrån. Den synen förändrades sedan totalt och på bara tre veckor gick vi från hopp om en mindre förbättring av industrikonjunkturen 2020, till följd av eldupphör i handelskriget mellan USA och Kina, rakt in i den snabbaste recessionen någonsin. Nu befinner vi oss i den djupaste konjunktursvackan i modern tid. Bara i USA har 36 miljoner arbetstillfällen försvunnit hittills under krisen, vilket kan jämföras med den enskilt sämsta veckan dessförinnan i mars 2009 då 665 000 nya arbetslöshetsanmälningar gjordes. Dramatiken i nuvarande krasch är exceptionell.

Fruktan för både hälsa och ekonomi skapade panik i finansmarknaden. Temporärt upphörde prissättningen av många företagsobligationer helt som en obehaglig påminnelse om situationen hösten 2008. I aktiemarknaden sköt orosindikatorer som VIX-index i taket, i USA till högsta nivån sedan 2008 och i Europa till nya rekordhöga nivåer.

Det är definitionsmässigt mycket svårt att hitta mod nog att gå emot och köpa när oron är som störst, dessutom vet vi inte förrän efteråt när den faktiskt är som allra störst. Kursfallen är ofta extremt snabba i denna panikfas, varför ett något för tidigt köp kan bli mycket kostsamt. Historiken visar dock att det i dessa lägen oftast uppstår bra köptillfällen, i synnerhet på mycket kort sikt, men ofta även på ett halvårs eller ett års sikt. Tabellen nedan visar avkastningen på 1, 3, 6 och 12-månaders sikt för en investering på Stockholmsbörsen i slutet av den vecka då orosnivån enligt VIX-index har toppade sedan millennieskiftet. Hittills har vi endast kunnat konstatera att det även denna gång har varit synnerligen lönsamt att köpa i samband med VIX-toppen åtminstone på en månads sikt. Historiskt har återhämtningen oftast varat längre än bara första månaden och även de därefter följande två, fem och elva månaderna brukar vara bra. Samtidigt har återhämtningen på börsen denna gång varit ovanligt snabb, medan mycket talar för att konjunkturåterhämtningen blir mer utdragen.

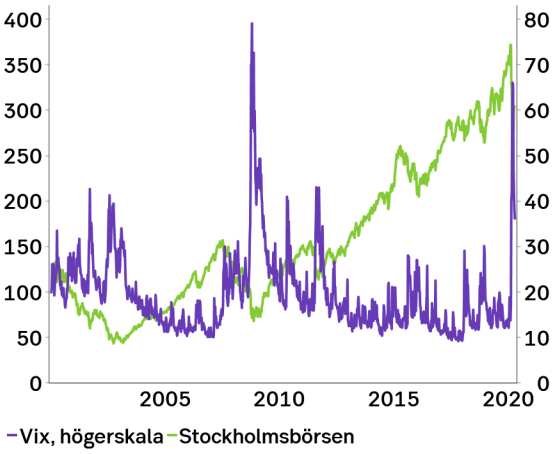
Avkastning SBX i procent

Datum VIX-topp	1 mån	3 mån	6 mån	12 mån
2001-09-21	13	27	28	-23
2002-07-26	11	0	0	17
2007-08-17	1	-6	-19	-22
2008-10-24	-5	2	33	61
2010-05-21	10	6	16	27
2011-08-19	5	6	25	26
2015-08-28	-5	3	-6	2
2018-02-09	6	11	13	8
2018-12-28	7	13	19	33
2020-03-20	15			

Källa: SEB, Bloomberg

Tabellen visar avkastningen på 1, 3, 6 och 12 månaders sikt för Stockholmsbörsen från toppnoteringar för VIX-index, en etablerad indikator för oro i finansmarknaden.

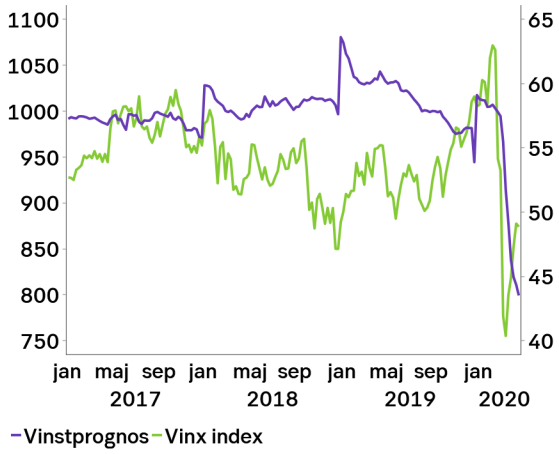
Orostider innebär rea på aktier, den håller oftast inte i sig



Källa: SEB, Bloomberg

Diagrammet visar omindexerad utveckling för Stockholmsbörsen, SBX-index med startvärde 100 januari 2000, samt amerikanska VIX-index. VIX är ett index baserat på implicit volatilitet i indexoptioner i S&P 500 och används som ett mått på investerarnas oro, ju högre index desto mer nervositet.

Börsen trotsar kraftigt reducerade vinstprognoser 2020



Källa: Bloomberg

Diagrammet visar Vinx 30-index för de 30 största börsbolagen i Norden samt indexerad vinstprognos för samma bolag. Vinstprognoserna har reviderats ner dramatiskt på grund av Covid-19, men investerarna blickar framåt och Vinx 30 har redan återhämtat en stor del av nedgången.

Dramatisk konjunkturförsvagning ger lägre vinstprognoser
Konjunkturförsämringen vi just nu befinner oss i saknar motstycke i historien, åtminstone i fredstid, och i synnerhet den närmast perfekt synkroniserade supersnabba nedgången i ekonomisk aktivitet i hela världen är unik. Trots massiva, (också de unikt stora och tidsmässigt synkroniserade men tyvärr ofta inte samordnade), ekonomiska stimulansåtgärder har de globala BNP-prognoserna justerats ner kraftigt för 2020.

I analogi med detta har konsensusvinstprognosen för de största bolagen i Norden 2020 justerats ner med 27 procent sedan mitten av februari. Eftersom börsnedgången i skrivande stund är 15 procent har vinstmultiplarna återigen expanderat. Det är dock inte alls orimligt att börsen går ner mindre än vinstutsikterna för innevarande år eftersom endast en mycket liten del av värdet på ett bolag normalt förklaras av den förväntade vinsten för ett enskilt år. Dessutom bör åtminstone de mest stabila börsbolagen, de vars vinster inte påverkas alls eller till och med gynnas av nuvarande kris, kunna värderas högre idag än i början av året till följd av lägre riskfri ränta.

Ökad osäkerhet, både på kort sikt och de närmaste åren bör dock mer än motväga effekten av lägre riskfri ränta för avkastningskraven för marknaden i övrigt. Vi är något förbryllade över att aktierna i flera stora industri- och oljebolag i princip har återhämtat hela börsraset sedan februari trots att deras verksamhet kommer att drabbas oerhört hårt i närtid och utsikterna för åtminstone det närmaste året därefter är sämre eller mer grumliga än för tre månader sedan. Det finns därmed en uppenbar risk för bakslag efter den senaste tidens börsåterhämtning i delar av marknaden. Även om delar av ekonomin sannolikt kan återhämta sig snabbt när restriktioner lyfts och allmänhetens virusoro reduceras, finns det också betydande delar av ekonomin där återhämtningen kan bli mycket långsam. I vissa fall är förändringen till och med permanent. Exempelvis finns det en uppenbar risk att underleverantörer till oljeindustrin och civil flygplanstillverkning kommer att ha många år med dålig efterfrågan. Detaljhandelns accelererande migration online blir sannolikt bestående, med följder för både detaljhandeln och fastighetssektorn. Det spekuleras även i en mer permanent ökning av tjänstemannaarbete från hemmet samt ökad användning av digitala verktyg istället för fysiska möten. Om dessa beteendeförändringsprognoser slår in kommer de få negativa konsekvenser för efterfrågan på kontorslokaler och resor. Vinnare är diverse it-bolag som dessvärre oftast är noterade i USA och väger lätt på den nordiska aktiemarknaden.

Blandade besked från bolagen i kvartalsrapporterna
Rapportperioden togs emot relativt väl av investerarna, många bolag har agerat snabbt för att parera det försämrade marknadsläget. Trots att Covid-19 slog mycket hårt mot Kina redan under februari är det uppenbart att första kvartalet fram till mitten av mars var relativt bra för många bolag. Den förbättring i den internationella industrikonjunkturen som kunde skönjas i fjärde kvartalet i många bolag hade fått ytterligare fart i inledningen av 2020. Därefter tog det dessvärre tvärt stopp runt mitten av mars och vi vet att innevarande kvartal i många fall blir katastrofalt dåligt.

Bolagen målade genomgående en mycket mörk bild av avslutningen av mars och inledningen av det andra kvartalet, i den mån de överhuvudtaget kommenterade det senare. Generellt hade dock analytikernas vinstprognoser redan innan rapporterna presenterades justerats för detta. Hos oss på SEB blev de genomsnittliga vinstprognosrevideringarna positiva för verkstadsbolagen efter att rapporterna hade publicerats (dock fortsatt på en mycket lägre nivå än var de låg i februari). Flera bolag imponerade också med att oerhört snabbt anpassa kostnaderna efter det sämre efterfrågeläget.

I enstaka fall rapporterades i princip oförändrad rörelsemarginal mot föregående år, trots tvåsiffrig procentuell nedgång i försäljningsvärde.

De svenska och finska storbankerna rapporterade också överlag betydligt bättre resultat än väntat till följd av lägre kreditförluster än prognostiserat, men i Norge och Danmark var bilden den omvända. Avvikelserna här kan dock i stor utsträckning vara mer en fråga om tidpunkt för förlusterkännande än faktiska skillnader mot analytikernas förväntningar, en bättre bild av detta får vi först efter halvårsrapporterna.

Utdelningsosäkerhet tynger banksektorn
Bankaktier har inte haft en lika stark kursmässig återhämtning från bottennoteringarna runt 20 mars som industrisektorn. Detta trots att banker är mer exponerade mot den inhemska konjunkturen och svenska banker således bör gynnas av de mer ekonomiskt skonsamma åtgärder som vidtagits i Sverige för att förhindra smittspridningen. En delförklaring till den svaga utvecklingen ligger sannolikt i ökad oro kring svaga finansinstitut i framför allt Sydeuropa som smittar även de nordiska aktierna. Bankindex i Europa var så sent som i mitten av april på den lägsta nivån sedan 1988. En annan delförklaring kan vara kopplad till utdelningarna. Liksom de flesta industribolagen har bankernas utdelningsförslag skjutits upp, sänkts eller slopats. Det är politiskt känsligt att dela ut pengar samtidigt som företag och banker drar nytta av olika stimulansåtgärder med syfte att mildra konjunkturfallet. På lång sikt är givetvis utdelningarnas betydelse för aktievärderingarna helt avgörande för både industri och banker, men direktavkastningen på kort sikt är betydligt mer central för bankaktier än industriaktier på den nordiska börsen. Direktavkastningen för 2018, som utbetalades 2019, var 3,8 procent för den nordiska verkstadssektorn jämfört med 6,9 procent för bankerna. Den ökade osäkerheten kring utdelningarna i närtid har därmed sannolikt påverkat bankaktier mer än börsen i övrigt.

Dramatiskt värre på oljemarknaden
Även om berg- och dalbanan i aktiemarknaden har varit dramatisk under de senaste månaderna står den sig slätt i jämförelse med oljemarknaden, i synnerhet den nordamerikanska, där priset på ett fat olja med leverans i maj som lägst var minus 38 dollar per fat. Det vill säga den som var villig att ta emot oljan fick betalt för detta och kunde samtidigt sälja densamma för cirka 10 dollar bara en månad senare förutsatt att en lagringsplats kunde ordnas.

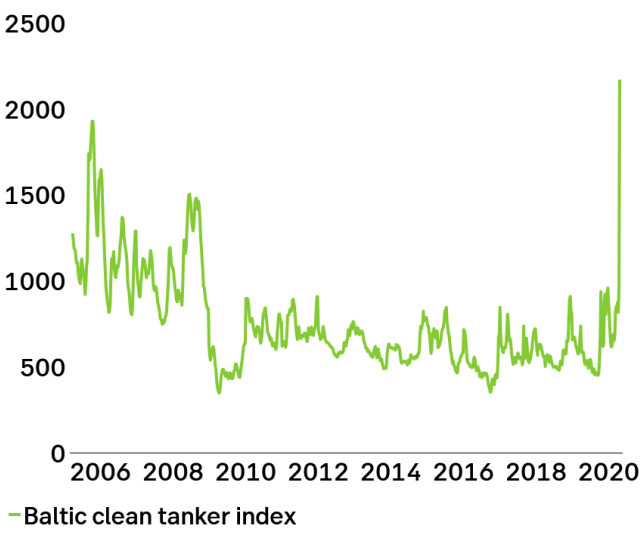
Denna extrema prisskillnad på olja med snar leverans och olja med leverans några månader längre fram har varit osedvanligt stor även i övriga världen även om den nordamerikanska situationen var exceptionell. Effekten har även spridit sig till raffinerade oljeprodukter. Ett raffinaderi eller en oljehandlare som tar emot råolja idag och sedan väntar med leverans av bensin, diesel med mera kan också tjäna oerhört mycket på ett par månaders lagerhållning innan leverans. Ett sätt att lagra olja eller raffinerade produkter är att placera dem i tankfartyg, vilket nu också görs i mycket stor omfattning. Effekten har blivit historiskt rekordhöga fraktrater för tankfartyg.

Kostnaden att hyra ett produkttankfartyg var i slutet av april i snitt 3,5 gånger högre än snittet för de senaste fem åren. Det största produkttankrederiet i Norden skulle, om alla fartyg hyrdes ut till sådana rater, på en månad generera motsvarande en femtedel av börsvärdet i nettovinstGivetvis är denna situation inte uthållig, det är inte de rådande oljepriserna heller, men vi räknar med att de fem traditionella tankrederier vi bevakar kommer att skifta ut stora delar av dessa övervinster till aktieägarna i år och våra direktavkastningsprognoser för dessa bolag ligger på mellan 20-50 procent (en femtedel till hälften av börsvärdet, det är inte en felskrivning). På lite längre sikt, när oljemarknaden stabiliseras, är coronakrisen dock klart negativ även för tankrederier om det innebär en bestående lägre oljeförbrukning i världen och transportbehovet för olja och oljeprodukter därmed reduceras.

Lägre investeringstakt att vänta
För oljebolagen och deras underleverantörer, inklusive många av de största verkstadsbolagen i Norden, samt banker i Norge är oljekrisen dock mycket negativ. Efter den andra djupa oljekrisen på fem år är det rimligt att räkna med väsentligt lägre investeringstakt under lång tid framöver för oljeindustrin, förväntningarna om en uppgång i oljepriset i närtid bygger främst på minskad produktion. Oljeindustrin är fortfarande en viktig kundgrupp även för de svenska verkstadsjättarna och för två av de största verkstadsbolagen var cirka en åttondel av omsättningen ifjol relaterad till olja och gas.

Två branscher som historiskt brukar vara vinnare på lägre oljepriser är flygbolag och kryssningsrederier, dessvärre har dessa ingen större nytta av billigare bränsle idag. De branscherna har ingen nämnvärd direkt betydelse på den nordiska aktiemarknaden idag, men om spekulationerna om strukturellt minskad efterfrågan på resor slår in kommer det indirekt

Oljekrisen ger rekordhöga tankfraktrater



Källa: Bloomberg

Diagrammet visar index över fraktraterna för produkttankfartyg. Den extrema utvecklingen i oljemarknaden 2020 har resulterat i enormt stor efterfrågan på tankfartyg som flytande lager för både råolja och raffinerade produkter.

att få betydelse för flera av de nordiska verkstadsjättarna som har varv och flygplanstillverkare som viktiga kundgrupper. Det finns en risk att en långsam och svag återhämtning i efterfrågan på allt från oljerelaterad infrastruktur, flygplan, fartyg och butiks- och kontorslokaler kommer att göra investerare besvikna framöver. Givet alla dessa befarade problemsegment kommer det sannolikt behövas stimulansåtgärder för att sätta fart på samhällets aggregerade investeringar igen efter krisen. Förhoppningsvis sker det inom områden där slutkundsefterfrågan inte är strukturellt försvagad på det vis de nyss nämnda sektorerna kan befaras vara.

Rop efter grön giv, blir de hörsammande?
Den ekonomiska kollapsen till följd av covid-19-pandemin medför en utbredd acceptans för att kraftfulla finans- och penningpolitiska stimulanser är absolut nödvändiga. Från många håll höjs röster för att vi ska ta tillfället i akt och försöka återuppbygga samhället på ett mer ekologiskt hållbart vis, det är absolut inte enbart miljörörelser och traditionella miljöpartier som önskar se detta utan även stora delar av näringslivet. I mitten av april skickades ett upprop med rubriken GreenRecovery ut från en grupp av 180 företagsledare, politiker och intresseorganisationer i Europa som deklarerade att de önskar se en mer ekologiskt hållbar återuppbyggnad av samhället efter krisen. Bland de nordiska storbolag som återfanns bland de undertecknade märks Volvo, H&M, Ikea, Lego och den europeiska pappersindustrins branschorganisation. Den 24 april efterlyste Fossilfritt Sverige samt VD för Vattenfall, SSAB, ABB Power Grids Sverige och Scania statligt stöd för en satsning på 500 miljarder till ett sjupunktsprogram för att ge Sverige en fossilfri omstart. Bland internationella organisationer som deklarerat att de ser nuvarande kris som ett historiskt unikt tillfälle att ställa om samhället genom att satsa på grönare teknik märks även IEA (International Energy Agency) och IMF (Internationella valutafonden).

Det krävs stora investeringar för att ställa om samhället mot koldioxidneutral teknik, enligt beräkningar från Morgan Stanley skulle det krävas 50 000 miljarder dollar i investeringar till 2050, investeringar i sådant som energieffektivisering, förnybar energi, elektrifiering av transportsektorn och industri, vätgasteknik och koldioxidabsorberande lösningar. Beloppet är svindlande, men när vi ställer det i relation till SEB:s beräkningar att världen hittills har lanserat stimulanspaket för att ta oss ur coronakrisen till ett värde av 17 500 miljarder dollar framstår kostnaden inte som oöverkomlig.

Alla är dock inte överens om färdvägen framåt, presidenten i världens största ekonomi, USA, bannlyste nyligen allt som påminde om sina politiska opponenters idéer om en ”ny grön giv” från det största finanspolitiska stimulanspaketet i modern tid. Det finns de som betraktar en omställning av samhället som en överflödig lyx och distraktion från strävan att snabbast möjligt återgå till full sysselsättning och ekonomisk tillväxt. Det återstår att se vilken väg världen tar men räkna med att denna fråga kan få stor betydelse även för aktiemarknaden framöver. Det finns många potentiella vinnare och förlorare även på en sådan samhällsomställning även på den nordiska aktiemarknaden. Med 10 nordiska bolag av de 50 mest hållbara storbolagen globalt enligt Corporate Knights (en kanadensisk media- och analysorganisation fokuserad på ESG-frågor som årligen rankar världens 100 mest hållbara bolag), bör nordiska företag redan intagit en väldigt intressant position inför en sådan utveckling.

Sammanfattning
När det råder panik i finansmarknaden, som i mitten av mars, är det också rea på aktier, men denna består oftast ingen längre tid. Den period vi nyss passerat var inget undantag, men börsuppgången har varit mycket ojämn och exempelvis bankaktier är fortsatt mycket nerpressade. Vi befinner oss mitt i en dramatisk konjunkturförsvagning och har sett kraftiga vinstprognosnedrevideringar. Oljekrisen påverkar många bolag signifikant, det finns risk för besvikelser om en normalisering dröjer, men det finns även vinnare på oljekrisen såsom tankrederier. Efter en blandad rapportperiod, men resultatmässigt överlag bättre än de dessförinnan nedjusterade prognoserna, lämnas vi med fortsatt stor osäkerhet inför innevarande kvartal som sannolikt blir de värsta någonsin för många bolag. En kris innebär dock inte enbart elände utan ofta även möjligheter. Ett unikt läge för en mer hållbar omstart har uppstått, men kommer ropen på en ”ny grön giv” för att snabba på återhämtningen efter Coronakrisen att hörsammas? Detta blir en viktig fråga för investerare på aktiemarknaden att följa, både i Norden och internationellt.

Tema: Förnybar energi

Nystart eller tvärstopp?

Hur kommer Coronakrisen slå på energisektorn i ett längre perspektiv? Kommer en accelererad samhällsomställning mot bättre ekologisk hållbarhet att ses som en del av lösningen för att få fart på ekonomin igen efter covid-19-pandemin, eller kommer det betraktas som en överflödig lyx och distraktion från strävan att snabbast möjligt återgå till full sysselsättning och ekonomisk tillväxt?

Snabbväxande energikällor

Sol- och vindkraft är de snabbast växande energikällorna idag. Deras andel av den totala elproduktionen i OECD har dubblerats på sex år, drivet av det senaste decenniets dramatiska kostnadsfall, men produktionen måste trefaldigas igen för att kunna ersätta kolkraft. Den förnybara energisektorn på börsen inkluderar många vitt skilda affärsmodeller och investeringsmöjligheter.

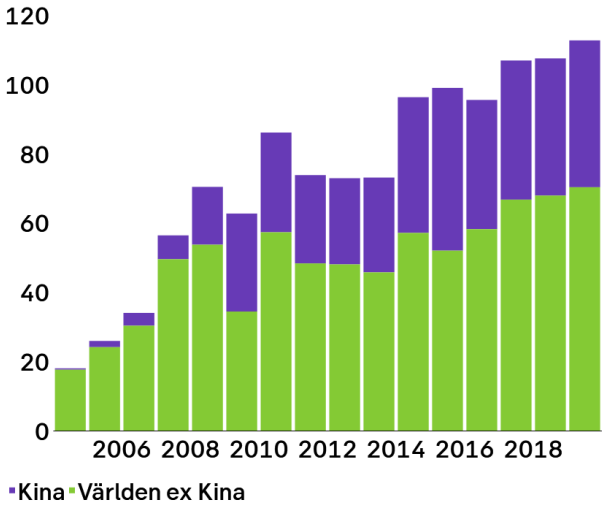
En kris som den nuvarande innebär att många får tid att reflektera över samhället och utvecklingen. Vissa beteendeförändringar är sannolika och potentiellt kan till och med vissa grundläggande värderingar förändras. Coronakrisen medför en utbredd acceptans för att kraftfulla finans- och penningpolitiska stimulanser är absolut nödvändiga. Det förblir dock en öppen fråga vilken utveckling vi kommer att få efter att krisen är över. Tar vi chansen att bygga upp ett mer hållbart samhälle eller kommer miljöfrågorna få stå tillbaka för annat precis som 2009?

I det gigantiska finanspolitiska stimulanspaket på 2 000 miljarder dollar som i slutet av mars lanserades i USA för att motverka Coronakrisens negativa konjunkturpåverkan önskade Demokraterna att få med förlängda skattelättnader för sol- och vindkraft, samt krav på flygbolag som räddas med statliga medel att de som motprestation måste reducera sina utsläpp. President Donald Trump, som själv försökte få med riktade stödåtgärder till oljeindustrin, vägrade dock att godkänna stimulanspaketet om dessa gröna element skulle finnas med och Demokraterna gav efter. Även i Europa är politikerna splittrade mellan de som vill ta tillfället i akt och öka ansträngningarna för att göra ekonomin mer hållbar nu när politisk intervenering (finans- och penningpolitiska stimulanser) ändå krävs för att sätta fart på konjunkturen, och de som helt enkelt menar att det är för dyrt med hållbarhet nu när vi har drabbats av Coronapandemin. En ljuspunkt är Sydkorea där framgångar i virusbekämpningen gav en jordskredsseger för den sittande regeringen i valet den 15 april. Valsegern banar väg för deras utlovande ”gröna giv” med målsättningen ”ett fossilfritt samhälle 2050”. Det återstår att se vilken väg världen väljer efter krisen, men vägvalet det närmaste året kan få stora långsiktiga konsekvenser.

Finanskrisen, ett avskräckande exempel

Finanskrisen 2008 blev ett bakslag för investeringarna i förnybar energi. 2009 bröts en starkt stigande tillväxttrend för de globala investeringarna i förnybar energi.

Finanskrisen var ett hårt bakslag för vindkraftinvesteringarna utanför Kina



Källa: Bloomberg New Energy Finance

Diagrammet visar de årliga investeringarna i landbaserad vindkraft i miljarder dollar i Kina och resten av världen. Utanför Kina minskade investeringarna kraftigt 2009 och om vi helt exkluderar Asien dröjde det till 2014 innan de åter var tillbaka på rekordnivåerna från 2008. Det finns en risk för signifikanta bakslag även denna gång, men omvärldsförutsättningarna är mycket annorlunda idag.

I Europa och Amerika rasade de sammanlagda investeringarna i landbaserad vindkraft med 40 procent, och trots en signifikant återhämtning redan 2010 skulle det dröja ända till 2014 innan rekordnivåerna från 2008 överträffades igen. Global statistik såg bättre ut tack vare stark tillväxt i Kina, men den marknaden var i princip inte tillgänglig för de västerländska bolagen.

Under åren före finanskrisen var tillväxten för sektorn mycket stark. Mellan 2004 och 2008 ökade de globala investeringarna i förnybar energi med 40 procent per år. I Norden och internationellt var ”alternativ energi” som det då kallades även hett på börsen. I Norden tog danska Vestas och norska REC täten bland storbolagen med kursuppgångar på väl över 100 procent 2007. Utvecklingen tvärvände med finanskrisen, och 2008 rasade REC-aktien med 77 procent, vilket skulle visa sig bara vara början på nedgången. Trots tre nyemissioner på sammanlagt nära 9 miljarder kronor återstår idag endast ett börsvärde på 1 miljard kronor för REC, vars börsvärde 2007 var större än både aluminiumjätten Norsk Hydro och landets största bank, DNB. Kursen för Vestas nästan halverades 2008 och bottnade inte förrän 2012. Trots att bolaget har dubblerat omsättningen sedan 2008 och idag har en väsentligt starkare position dröjde det till december 2019 innan aktiens rekordnotering från 2008 överträffades.

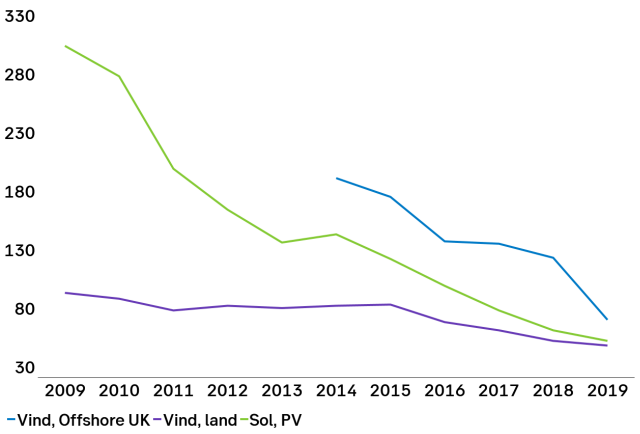
Stora och viktiga skillnader mellan nu och då

Med detta sorgliga minne relativt färskt är det inte underligt att investerarna oroas över utsikterna för förnybar energi till följd av Coronakrisen. Samtidigt är det viktigt att notera ett antal väsentliga skillnader, vilket också nyligen lyftes fram i ett upprop från 180 storföretagsledare, branschorganisationer och politiker i Europa.

Den tekniska utvecklingen har varit snabb de senaste 12 åren, kostnadseffektiviteten och konkurrenskraften för förnybar energi har förbättrats enormt. Det finns dessutom tillgång till kompletterande teknik för energilagring och styrning av kraftnät som möjliggör en övergång till 100 procent förnybar elförsörjning. Därtill har erfarenhet av energisystem med en stor andel förnybar energi byggts upp och regelverk för branschen har kunnat anpassas. I ett bredare perspektiv gäller de väsentligt bättre tekniska förutsättningarna även en rad andra sektorer som behöver bidra till samhällsomställningen inklusive transport, industri, lokaler och jordbruk. Omställningen i flera av dessa sektorer är dessutom ömsesidigt beroende av varandra för önskad effekt, det är exempelvis ingen påtaglig miljövinst med elbilar som drivs med kolkraft (det är dock inte fokus i denna text).

Kostnaden för att producera en kilowattimme elektricitet med solpaneler har minskat till mindre än en sjättedel sedan 2009 och är i många länder idag den billigaste elkraftkällan. Enhetskostnaden för landbaserad vindkraft har samtidigt halverats och är även den ett av de mest konkurrenskraftiga alternativen. I de stora ekonomierna står slaget idag vanligtvis mellan sol, vind, naturgas och kol, även räknat helt utan subventioner. I många fall kan olika

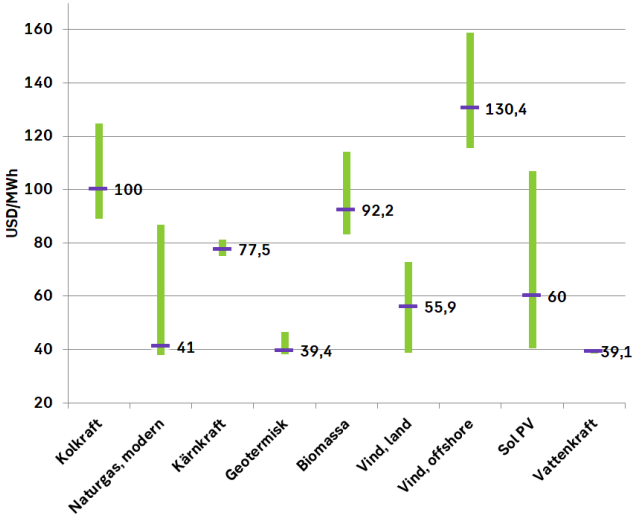
Kostnadseffektiviteten har förbättrats dramatiskt för sol- och vindkraft



Källa: Bloomberg New Energy Finance

Diagrammet visar den totala kostnaden i dollar per megawattimme för elektricitet från solpaneler och landbaserad vindkraft, globalt 2009-2019, samt offshore-baserad vindkraft i Storbritannien 2014-2019. Enhetspriset på el från solen har fallit till mindre än en sjättedel på 10 år, medan priset på landbaserad vindkraft har halverats. Havsbaserad vindkraft är fortfarande betydligt dyrare, men kostnadstrenden är mycket gynnsam. Subventioner kan snabba på omställningen mot förnybar energi, men sol- och vindkraft är numera konkurrenskraftigt mot fossileldade alternativ även utan stöd.

Förnybar kraft är mycket konkurrenskraftig, även utan bidrag



Källa: United States Energy Information Administration, EIA

Diagrammet visar kostnaden (högsta, lägsta och snitt) per MWh elkraft över en förväntad livstid på 30 år för olika typer av kraftverk, exklusive subventioner för ett kraftverk som kan produktionstartas i USA 2023. Kolkraftverken i beräkningen antas inkludera 30-90 procents lagstadgad koldioxidåtervinning. I praktiken förbättras idag kalkylen för en amerikansk kraftproducent väsentligt av skatterabatter till framför allt solkraft och offshore-baserad vindkraft och i mindre omfattning även för landbaserad vindkraft.

stödåtgärder och/eller system för att prissätta utsläppen från fossilbaserade alternativ ge de förnybara alternativen ännu större kostnadsfördelar. Subventioner och regelverk kan givetvis påverka hur snabbt omställningen sker.

Ytterligare en avgörande skillnad mellan 2020 och 2009 är den kraft med vilken centralbankerna denna gång snabbt och tydligt har intervenerat för att undvika en finanskris på toppen av det virusorsakade konjunkturraset. Det är inte finanssystemet som är trasigt denna gång. Den brist på krediter som orsakade så mycket problem 2009 kan därmed förhoppningsvis undvikas.

Temporärt virusstopp

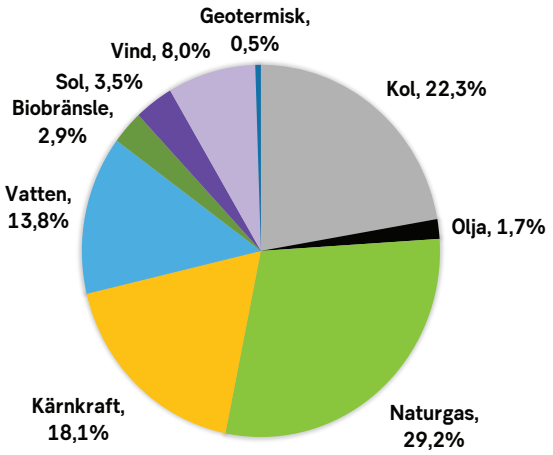
De direkta effekterna av covid-19 är givetvis mycket negativa även för den förnybara energisektorn. Elpriserna har kollapsat som en följd av lägre efterfrågan och kraftiga prisfall på naturgas, kol samt i flera viktiga regioner även på koldioxidutsläppsrätter. Lyckligtvis baserar inte elbolagen sina investeringskalkyler för kraftverk, med en förväntad ekonomisk livslängd på 20-30 år eller mer, på den senaste veckans priser. Ett faktum som även har upprepats från exempelvis Fortum i slutet av mars. Därmed har få förändringar skett hittills vad gäller större kraftverksprojekt även om det i förekommande fall har blivit tidsmässiga förskjutningar på grund av att social distansering tillfälligt har stoppat aktiviteten vid byggarbetsplatser och fabriker. Om elpriserna förblir lika låga som idag över en längre tid blir situationen betydligt mer utmanande. Även oljeprisfallet är negativt för investeringarna i förnybar energi, inte för att olja används till att generera elektricitet (den användningen är obetydlig idag), utan för att det försvårar för de gigantiska investeringar i förnybar energi som ett antal stora oljebolag hade planerat.

Ett segment av den förnybara energisektorn som tämligen omedelbart drabbades mycket hårt av pandemin är solpanelinstallationer på hustak. I USA har många avbokat hustaksinstallationer på grund av oro för viruset. Nyförsäljningen, som till stor del sker med dörrförsäljare, har stannat upp helt. Liksom bilar och andra kapitalvaror är solpaneler på taket ett relativt stort investeringsbeslut som förmodligen prioriteras ner snabbt om/när hushållen oroar sig för att bli arbetslösa. Hur återhämtningen kommer att se ut återstår att se.

Växande, men fortsatt låg penetration

Trots att sol och vind numera är påtagligt konkurrenskraftiga är endast 8 procent av elproduktionen i OECD från vindkraft och 3,5 procent från solen, samt 0,5 procent geotermisk kraft. Dessa källor tillsammans har dubblerat sin andel av elförsörjningen på sex år, men står fortfarande för endast 12 procent av den totala elproduktionen. Lägger vi till vattenkraft och biobränslen är den totala andelen förnybar el 29 procent. Kolkraftens andel har minskat med mer än 10 procentenheter sedan 2013, men utgjorde fortfarande 22 procent 2019. Omställningen från fossila bränslen till förnybar energi går framåt, men mycket återstår att göra och stimulansåtgärder kan snabba på utvecklingen.

Elproduktionen i OECD domineras av fossila bränslen, men andelen förnybart ökar



Källa: IEA

Diagrammet visar elproduktionen i OECD-länderna 2019 fördelad per energikälla. Sol och vind har mer än dubblerat sin andel på sex år, men står fortfarande för mindre än en åttondel av den totala elproduktionen, medan fossila bränslen står för mer än hälften.

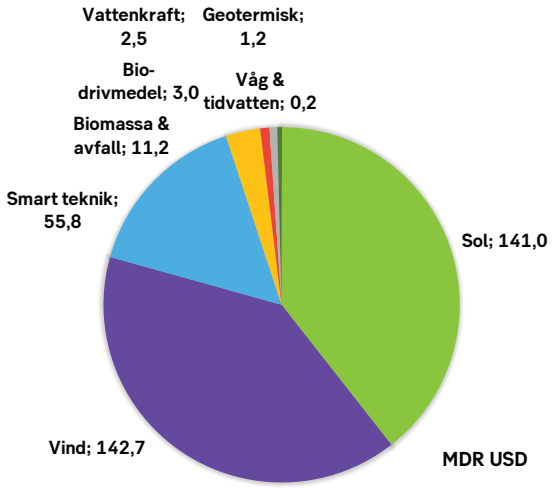
Sol- och vindkraft är de alternativ som har bäst förutsättningar att kunna växa framöver, givet idag tillgänglig och kommersiell teknik. Om de ska ersätta all återstående kol- och oljebaserad kraft innebär det att elproduktionen från sol och vind måste bli tre gånger så stor som idag, även vid ett oförändrat totalt elbehov. Energieffektivisering har potential att hålla tillbaka det totala elkraftsbehovet signifikant, men samtidigt finns det ett antal strukturella trender som kan lyfta totalbehovet. Beräkningar från Vattenfall visar att om alla personbilar i Sverige byttes ut mot elbilar skulle den totala elkonsumtionen i landet öka med cirka 9 procent. I exempelvis Tyskland skulle stora miljövinster kunna göras genom att ställa om från uppvärmning av bostäder med oljepannor till värmepumpar, men även om det skulle reducera den totala energiförbrukningen signifikant skulle behovet av elektricitet öka. I industrin finns det stora energieffektiviseringsmöjligheter och miljövinster från elektrifiering, men det ökar elektricitetsbehovet. Sammantaget ser IEA dock endast en svag ökning av den totala elkonsumtionen i OECD-länderna över de kommande 20 åren, men en stark tillväxt i utvecklingsekonomier, vilket ger en sammanlagd global efterfrågetillväxt på drygt 2 procent per år.

Sol och vind dominerar

Förnybar energi rymmer många olika kraftkällor, men de idag helt dominerande är vatten-, vind- och solkraft. När det gäller vind är det fortfarande primärt landbaserade vindkraftverk, men havsbaserad ökar i betydelse och har kunnat uppvisa ett ännu snabbare kostnadsfall på senare år. När det gäller solkraft är det primärt frågan om solceller medan termisk solenergi spelar en mindre roll. Enligt Bloomberg NEF investerades 4,6 miljarder dollar i nya termiska solenergianläggningar 2019 jämfört med 141 miljarder dollar i solceller.

Det finns många spännande nya tekniker för att utnyttja tidvatten, vågkraft och geotermisk energi och potentiellt kan de få större betydelse i framtiden, men dessa har ännu en förhållandevis ringa betydelse. Tidvatten har den attraktiva egenskapen att vara förutsägbar lång tid i förväg, vilket kan göra den till ett bra komplement till både sol- och vindkraft. Geotermisk energi har fördelen

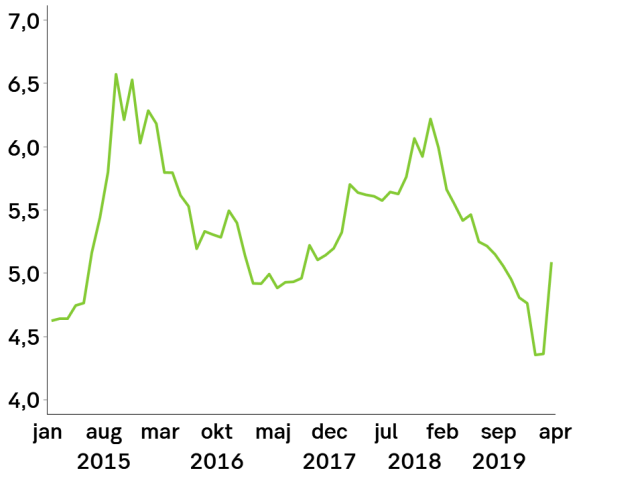
Globala investeringar i förnybar energi 2019 dominerades av sol- och vindkraft



Källa: Bloomberg New Energy Finance

Diagrammet visar investeringar i förnybar energi och kompletterande teknik i miljarder dollar 2019 fördelat per kategori. Sol- och vindkraft dominerar medan våg-, tidvatten och geotermisk kraft fortfarande spelar en väsentligt mindre roll.

Fristående kraftproducenter lockar med förnybara källor och generös utdelning



Källa: Bloomberg

Diagrammet visar konsensus utdelningsprognos i procent av börsvärde för de kommande 12 månaderna för en likaviktad portfölj med sju börsnoterade kraftproducenter från USA, Kanada och Tyskland fokuserade på förnybara energikällor.

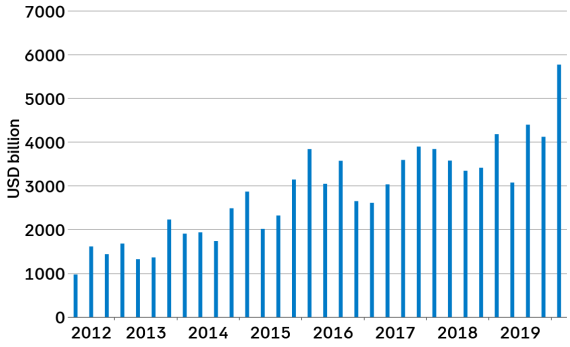
att ge stabila och förutsägbara flöden. Bägge dessa källor begränsas dock av att det finns ett relativt begränsat antal platser med rätt naturförutsättningar.

Geotermisk energi har redan idag goda förutsättningar att kunna spela en betydligt större roll inom uppvärmning av lokaler med hjälp av bergvärmepumpar, även utanför Norden, och därmed bidra till förbättrad energieffektivitet och reducerade utsläpp. I Tyskland, som annars tillhör de miljömässigt mer progressiva länderna i världen, värms fortfarande 25 procent av alla byggnader med olja och alla fossila bränslen sammanlagt står för 80 procent, medan värmepumpar fortfarande endast utgör 2 procent enligt en rapport från IEA 2019. Värme står för hela 40 procent av Tysklands totala utsläpp och uppvärmning av byggnader är en viktig del av detta.

Förnybar energi på börsen: Sol i Kina, vind i Danmark
För aktieinvesterare erbjuder den förnybara energisektorn många olika alternativ. Det finns väldigt många små, ofta olönsamma, men ibland mycket innovativa börsnoterade bolag inom den förnybara energisektorn. Därtill finns ett antal stora och ofta lönsamma bolag, vilket är de vi fokuserar på nedan.

Kraftproducenter och projektutvecklingsbolag lockar med utdelningar
En stor del av världens förnybara kraftgenereringstillgångar ägs av stora diversifierade kraftproducenter och eldistributörer, vars produktion ofta fortfarande domineras av fossileldade kraftverk. Därtill finns åtminstone ett 20-tal börsnoterade fristående kraftproducenter helt fokuserade på nya förnybara energikällor med 5-400 miljarder kronor i börsvärde noterade i Nordamerika eller Europa. Ofta har bolagen diversifierade portföljer vad gäller teknik och geografier, men det finns även de som är fokuserade på specifika geografier och tekniker, exempelvis solkraft i Indien eller enbart geotermisk kraft eller enbart havsbaserad vindkraft. Dessa förekommer både som integrerade projektutvecklingsbolag och kraftverksoperatörer, samt i form av närmast investmentbolagsliknande strukturer där den tekniska förvaltningen lagts ut på externa parter och elproduktionen säljs på långsiktiga kontrakt. Många av dessa kraftproducenter strävar efter att betala ut konkurrenskraftiga och stabila utdelningar.

Solpanelleverantörer har visat stark omsättningstillväxt



Källa: Bloomberg

Diagrammet visar den sammanlagda omsättningen för de fem största börsnoterade, renodlade, solpaneltillverkarna per kvartal i miljoner dollar.

Vindkraftsindustrin konsolideras snabbt
För investerare som söker mer direkt exponering mot förväntad framtida tillväxt för branschen är det sannolikt utrustningsleverantörerna som är mest intressanta.

Vindkraftsindustrin är relativt konsoliderad med fyra stora turbinleverantörer: danska Vestas, tysk/spanska Siemens Gamesa och kinesiska Xinjiang Goldwind. GE är också en viktig aktör inom vindkraft, men denna verksamhet står endast för cirka 16 procent av koncernens omsättning. Därtill finns ett flertal mindre kinesiska aktörer, tyska Nordex, indiska Suzlon och ett stort antal mycket små aktörer. Många av de mindre aktörerna lider av svag lönsamhet, vilket i kombination med en fortsatt snabb teknisk utveckling (som kräver resurser för bland annat produktutveckling) och de utmaningar som Coronakrisen medför talar för att de ledande aktörerna kommer stärka sina positioner ytterligare.

Kina dominerar stort inom solceller
Solenergibranschen domineras stort av Kina, landet står ensamt för över 70 procent av världens tillverkningskapacitet av kiselbaserade solceller och branschen domineras också, föga förvånande, av kinesiska bolag. I jämförelse med vindkraftsturbiner är tillverkningen av solceller betydligt mer fragmenterad och inget enskilt bolag kontrollerar mer än 5-6 procent av marknaden. Av de tolv största tillverkarna av kiselbaserade solceller är alla från Kina, utom ett som är sydkoreanskt och ett vars huvudkontor ligger i Kanada, men där tillverkning huvudsakligen sker i Kina. Grundare och huvudägare är också från Kina.

Kina är även störst inom produktionen av kiselråvara med 60 procent av global kapacitet, men dominansen är inte lika stor och här finns även tunga bolag från Sydkorea och Tyskland. Icke kiselbaserade tunnfilmssolceller domineras av amerikanska First Solar som ensamt sitter på över 60 procent av den globala kapaciteten. Tunnfilmssolceller är dock en relativt liten del av solcellsmarknaden, räknat i watt tillverkningskapacitet är kiselbaserade solceller 20 gånger större. De kraftiga prisfall som skapat solenergibranschens framgångar och tillväxt det senaste decenniet har dessvärre samtidigt inneburit att många av tillverkarna brottas med svag lönsamhet, ett påtagligt undantag är kinesiska Longi Green Energy som också är en av de absolut största aktörerna.

Smart teknik ger hög lönsamhet
En fungerande solkraftanläggning kräver dock inte bara själva panelerna. Medan lönsamheten är pressad och kapitalintensiteten stor bland paneltillverkarna är det istället smarta tekniska lösningar som är kritiskt för invertertillverkarna. Invertrar omvandlar strömmen från solpanelerna och gör den användbar. Leverantörerna av invertrar

säljer ofta även relevant kringutrustning för styrning av systemen och batteripaket för hushåll med solpaneler på taket. Solinverterbranschen är inte alls dominerad av kinesiska aktörer, de två börsvärdemässigt största bolagen är från USA respektive Israel. Därtill är även ett tyskt och ett kinesiskt bolag i branschen börsnoterade. De mest framgångsrika bolagen i denna nisch har inte bara bra marginaler, vilket några få av paneltillverkarna också har, utan även mycket god räntabilitet eftersom kapitalbildningen är betydligt mer begränsad. Teknikutvecklingen har varit snabb och marknadsandelarna mellan olika aktörer i branschen har förändrats kraftigt över de senaste sju åren.

Sammanfattning
Världen står vid ett viktigt vägskäl, ska satsningen på hållbarhet inklusive förnybar energi accelereras ytterligare efter Coronakrisen eller kommer denna kris, liksom den senaste finanskrisen, bromsa in omställningen? De förnybara energikällornas kostnadseffektivitet har förbättrats enormt det senaste decenniet och även efter de senaste sex årens dubblering av de nya förnybara källornas andel behövs ytterligare ett trefaldigande av kapaciteten bara för att ersätta befintlig kolkraft. Eftersom detta förr eller senare ändå måste ske menar vi att åtgärder som snabbar upp utvecklingen vore synnerligen lägligt både för konjunktur och sysselsättning de närmaste åren, och för planeten i ett långsiktigt perspektiv. För investerare finns det många intressanta möjligheter i sektorn. Den förnybara energisektorn finns numera väl representerad på börser världen över inklusive många stora och lönsamma bolag med olika affärsmodeller och fokusområden.

Tema: Olja

Skilda strategier och efterfrågekollaps bakom prisraset

Oljemarknaden chockades när Saudiarabien hämndlystet förklarade oljepriskrig mot Ryssland i kölvattnet av mötet mellan medlemmarna i OPEC+ den 6 mars, där Ryssland vägrade gå med på ytterligare produktionsminskning. Oljepriserna, som redan innan utbrottet av pandemin var i en nedåtgående trend, kollapsade. WTI-oljan handlades tillfälligt så lågt som -40 USD/fat, då ingen ville ta emot den. Även om obalansen har minskat är global efterfrågan alltjämt lägre än utbudet och överskottet fyller snabbt upp tillgänglig lagerkapacitet – något som har fått oljemarknadens aktörer att inse att man missbedömt utbudsöverskottets storlek och att det krävs mycket kraftiga produktionsminskningar.

Efter flera års kraftansträngningar har Ryssland lyckats sänka sina kostnader och får nu ihop sin budget med ett oljepris på 40 USD/fat. Efter tre år av sänkt produktion ville Ryssland därför återgå till normalproduktion genom gradvisa produktionsökningar oavsett vad det skulle innebära för priset. Saudiarabien å sin sida behöver ett oljepris på 80 USD/fat för att nå budgetbalans och försökte därför genom minskad produktion ivrigt lyfta oljepriset så mycket som möjligt. Dessa två vitt skilda behov och strategier var kärnan till priskriget mellan dessa oljemakter.

Pandemi gav efterfrågekollaps

Som om inte priskriget mellan två stora oljemakter vore illa nog, sammanföll det med insikten om att covid-19 viruset inte respekterade nationsgränser utan var på väg att slå till med kraft i Europa och senare även i USA. Oljemarknadens aktörer blev varse att efterfrågan inte bara minskade, den snarare kollapsade. Efterfrågan under senare delen av mars motsvarade cirka 70 procent av normal nivå, som en konsekvens av ”lock downs” och väntan på en virusfri tid. En efterfrågekollaps likt denna har historiskt aldrig tidigare inträffat.

Kraftigt minskat utbud

OPEC+ minskade produktionen med 9,7 miljoner fat/dag per den 1 maj, en mycket stor produktionsminskning i ett historiskt perspektiv. Även produktionen utanför OPEC+ faller. Inte nödvändigtvis frivilligt, utan snarare som en effekt av låga priser och att Norge har lovat avstå från produktionsökning under andra halvåret i år. Produktionen i Nordamerika har sannolikt redan minskat med runt 2 miljoner fat/dag. Sammantaget faller global produktion snabbt.

Kraftig tillväxt i amerikansk skifferoljeproduktion
Samtidigt som den globala produktionen av traditionell olja jobbar i uppförsbacke, blomstrar amerikansk skifferolja som aldrig förr. De senaste fyra åren har amerikansk produktion av flytande råvara stigit med 5,5 miljoner fat/dag till 20 miljoner fat/dag, vilket har lett till att USA nu är självförsörjande. Utbud och efterfrågan i USA var i balans vid en nivå strax över 20 miljoner fat/dag. USA har därmed adderat mer utbud till marknaden under denna period än hela Iraks produktion, som är en av OPEC:s största producenter.

Trots att skifferoljeproduktionen har växt kraftigt och utmanat traditionell oljeutvinning, har investeringar i den sistnämnda varit ytterst begränsade sedan förra oljepriskollapsen 2014/15. Pipeline med nya projekt som sätts i produktion de kommande åren var sedan tidigare tunn och det fanns redan innan rådande priskollaps tydliga varningssignaler om fallande oljeproduktion utanför OPEC+ från 2021 och framåt. Denna nedgång kommer nu att förstärkas av minskade investeringar inom traditionell oljeutvinning och inom skifferoljeproduktionen, där skifferoljeproduktionen drabbas hårdare av investeringsminskningar. Konventionell oljeproduktion minskar endast med 5 procent på ett år även om företagen helt sluta investera.

Skifferolja bakom både instabilitet och möjlig stabilitet?
Så samtidigt som introduktionen av amerikansk skifferoljeproduktion har medfört en mycket instabil oljemarknad har den också potential att hjälpa marknaden att stabiliseras betydligt snabbare än historien indikerar. Detta kräver dock att OPEC inte är för giriga rörande oljepriset. Givet att OPEC+ tillåter oljepriset att pendla runt 40 USD/fat under en tid så kommer marknaden åter vara i balans inom ett år.

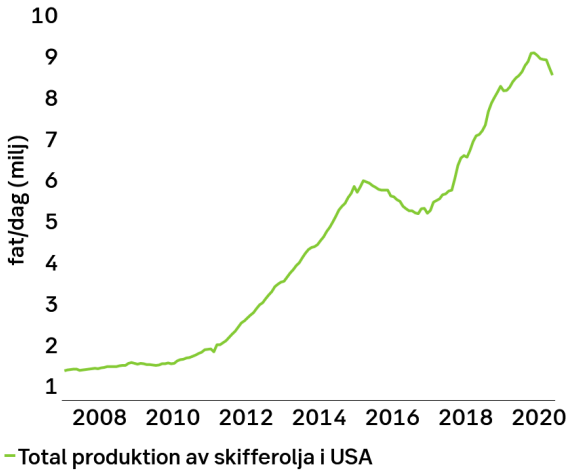
Ett annat scenario skulle vara att efterfrågan återhämtar sig till cirka 90 procent av normal efterfrågan. Om det skulle inträffa relativt snabbt skulle marknaden potentiellt vara i balans redan till sommaren i år och oljepriset (Brent) snarare 35 USD/fat istället aktuell prognos på 20-25 USD/fat.

Efterfrågan kommer tillbaka
Den globala oljemarknaden är för närvarande i en smärtsam återbalanseringsprocess, producenter världen över läker sina sår och drar ner på kostnader och minskar ny produktion. Å andra sidan lägger dagens låga priser grunden för högre priser framöver. Vår bedömning är att global oljeefterfrågan kommer återgå till 100 miljoner fat/dag någon gång under 2021/22. För närvarande är den globala konsumtionen mycket låg. Uttryckt i fat per person och år ligger ett globalt genomsnitt på 5 och för Europa på 10. Sverige och Norge har ett snitt på 16-18 fat per person och år, medan USA ligger på 20. Om vi för Sverige och Norge också räknar med den indirekta oljekonsumtionen, via import av alla typer av produkter, ligger konsumtionen snarare på 36 fat per person och år.

Den stora bilden är emellertid att amerikansk skifferoljeproduktion minskar kraftigt och investerare inom detta område tvekar efter tidigare minor, där produktionstillväxten avtog under 2019 när oljepriset låg nära 60 USD/fat. Även investeringar inom traditionell olja är nu på en miniminivå.

I ett längre perspektiv kommer en ökande befolkning och en högre energikonsumtion per person att ge en långsiktigt ökad efterfrågan, där det aktuella låga priset på olja förvisso gynnar

Explosionsartad produktionstillväxt – en viktig faktor bakom aktuell obalans



Källa: Bloomberg

Grafen ovan visar produktion i miljoner fat per dag av amerikansk skifferolja sedan 2007. En tillväxt på nästan 8 miljoner fat per dag fram till senaste årsskiftet. Även om inte detta är hela förklaringen till aktuell obalans i oljemarknaden är det en kraftigt bidragande orsak som inte minst Ryssland ser på med onda blickar.

oljekonsumtionen, men där hållbarhetsaspekter och miljömedvetenhet klättrar allt högre upp på listan över saker som styr konsumenters efterfrågan.

Större hållbarhetsfokus ökar konkurrensen för oljeproducenterna
Att USA blir självförsörjande och har president Trump som gärna talar om amerikansk energidominans, där export av olja och naturgas ingår som en del av planen och i handelsavtalet med Kina, ökar givetvis konkurrensen på oljemarknaden.

Konkurrensen i totala energisektorn har givetvis också ökat då hållbara och förnybara energikällor kommer allt högre upp på agendan. Exempelvis är sol- och vindkraft de snabbast växande energikällorna idag. Deras andel av den totala elproduktionen i OECD har dubblerats på sex år.

I det gigantiska finanspolitiska stimulanspaket på 2 000 miljarder dollar som i slutet av mars lanserades i USA för att motverka Coronakrisens negativa konjunkturpåverkan önskade Demokraterna att få med förlängda skattelättnader för sol- och vindkraft, samt krav på flygbolag som räddas med statliga medel att de som motprestation måste reducera sina utsläpp. På andra sidan stod Donald Trump och vägrade att godkänna stimulanspaketet om dessa gröna element skulle finnas med och Demokraterna tvingades ge efter denna gång. Hållbarhetsfrågorna har dock stort fokus och trycket på åtgärder likt demokraternas önskemål ökar. Läs mer om förnybar energi i vår tema ”Nystart eller tvärstopp?” på sid 18. Beroendet av olja kommer att finnas kvar, även om volymen är svårare att prognostisera. Energiproducenter kommer framöver slåss om marknadsandelar genom att göra sig relevanta och genom att fylla konsumenternas behov. Att energiefterfrågan generellt kommer öka i takt med en ökande befolkning är ett faktum, vilken slags energi denna befolkning behöver och vill ha kommer visa sig.

Kontaktinformation

Denna rapport publicerades den 19 maj 2020.
Innehållet baseras på analys och information tillgänglig fram till den 18 maj 2020.

Medverkande i denna utgåva av Investment Outlook

Kai Svensson
Tf Chief Investment Officer
Investment Strategy
kai.svensson@seb.se

Esbjörn Lundevall
Aktiestrateg
Investment Strategy
esbjorn.lundevall@seb.se

Pernilla Busch
Investment Communication Mgr
Investment Strategy
pernilla.busch@seb.se

Johan Hagbarth
Investeringsstrateg
Investment Strategy
johan.hagbarth@seb.se

Louise Lundberg
Investeringsstrateg
Investment Strategy
louise.lundberg@seb.se

Cecilia Kohonen
Investment Communication Mgr
Investment Strategy
cecilia.kohonen@seb.se

Jonas Evaldsson
Investeringsstrateg
Investment Strategy
jonas.evaldsson@seb.se

Henrik Larsson
Portföljförvaltare
Investment Strategy
henrik.y.larsson@seb.se

Elisabet Törnered
Trainee
Investment Strategy
elisabet.tornered@seb.se

Bjarne Schieldrop
Chief Analyst Commodities
Large Corporates & Financial Institutions
bjarne.schieldrop@seb.no

Detta dokument kommer från SEB och innehåller allmän marknadsinformation om SEB:s finansiella instrument. SEB är det globala varumärkesnamnet för Skandinaviska Enskilda Banken AB (publ) och dess dotterbolag och filialer. Varken materialet eller de produkter som beskrivs häri är avsedda för distribution eller försäljning i USA eller till person bosatt i USA, s.k. US persons, och all sådan distribution kan vara otillåten. Även om innehållet är baserat på källor som SEB bedömt som tillförlitliga, ansvarar SEB inte för fel eller brister i informationen eller för förluster eller kostnader som kan uppstå med anledning därav. Om informationen hänvisar till en investeringsanalys bör du om möjligt ta del av den fullständiga analysen och information publicerad i anslutning därtill eller läsa den information om specifika bolag som finns tillgänglig på www.seb.se/mb/disclaimers. Uppgifter om skatter kan ändras över tiden och är inte heller anpassade efter just din specifika situation. Investeringsprodukter ger avkastning i förhållande till risken. Deras värde kan både stiga och falla och historisk avkastning utgör ingen garanti för framtida avkastning. I vissa fall kan förlusten även överstiga det insatta kapitalet. Om du eller en fond investerar i finansiella instrument som är uttryckta i utländsk valuta, kan förändringar i valutakurserna påverka avkastningen. 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. Mer information såsom faktablad för fonder, informations- och marknadsföringsbroschyrer för fonder och strukturerade produkter finns på www.seb.se. Om behov finns kan du även inhämta råd om placeringar anpassade efter din individuella situation från din rådgivare i SEB.

Information om beskattning: Som kund vid våra internationella Private Banking-kontor i Luxemburg och Singapore är det ditt ansvar att hålla dig informerad om de skatteregler som gäller i de länder som avser ditt medborgarskap, bosättning eller skatterättslig hemvist beträffande bankmedel och finansiella transaktioner. Du behöver informera vederbörande myndighet om och när så erfordras.

Investment Strategy
SEB
106 40 Stockholm, Sweden