



## Tema: Riksbankens vägval Börsens vinnare och förlorare

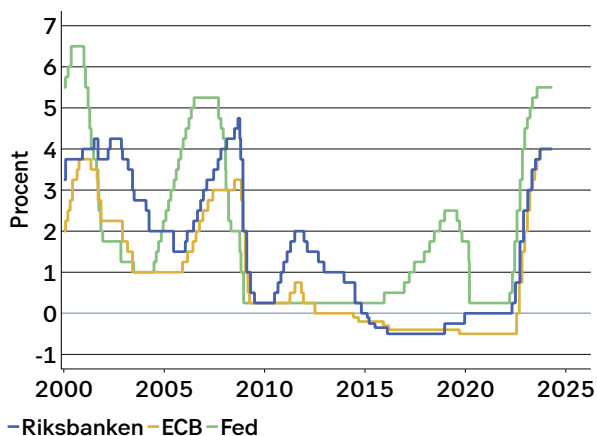
Världens centralbanker står inför svåra beslut när vi nu går in i nästa fas av inflationsbekämpningen. I USA tuffar ekonomin fortsatt på och inflationen har slutat falla. I euroområdet har tillväxten stagnerat och höga löner måste vägas mot fallande inflation. Förutsättningarna för Riksbanken att fortsätta sänka styrräntan är däremot goda: inflationen faller, lönerna är låga och den ekonomiska aktiviteten är dämpad. Den svaga svenska kronan och senarelagda räntesänkningar i omvärlden kan dock sätta käppar i hjulet.

Pandemin förde med sig stora störningar i leverans- och tillverkningskedjor, och för att stödja ekonomier och finansiella system vidtogs extraordinära åtgärder från såväl finans- som penningpolitik. När ekonomier som stängts under pandemin öppnades upp igen följde en enorm uppgång i aktivitet. Begränsningarna i utbudsled fanns fortfarande kvar, vilket ledde till allt högre kostnader när efterfrågan ökade. Inflationen började stiga och i bland annat USA påbörjades arbetet med att minska på den i allra högsta grad stimulerande penningpolitiken. Rysslands invasion av Ukraina ledde sedan till en andra våg av prishöjningar när energipriserna sköt i höjden och inflationen accelererade. USA drabbades mest i den första fasen medan inflationen i euroområdet och Sverige var betydligt mer utsatta under den andra. Idag står världens centralbanker inför nästa fas i inflationsbekämpningen. Drivkrafterna bakom inflationen kommer spela stor roll både för när, och hur mycket styrräntorna kan sänkas. I denna temaartikel går vi igenom de olika faktorer som ledde till inflationsuppgången och hur förutsättningarna för Federal Reserve (Fed), Europeiska centralbanken (ECB) och Riksbanken ser ut idag.

### Global inflationsuppgång, men skillnader i drivkrafterna

Inflationen är i hög utsträckning ett globalt fenomen men inflationstakten i Sverige var bland de högsta av alla avancerade ekonomier, särskilt under fjolåret. Uppgången i svenska priser drevs av högre energipriser, höga internationella varupriser och dyra frakter. Även en hög och förvånansvärt motståndskraftig efterfrågan bland hushållen och en svag svensk krona bidrog. Riksbanken började höja räntan, men svenska kronan försvagades i en kombination av ekonomisk oro, minskande riskapitet bland världens investerare och en högre räntenivå i utlandet.

### Styrräntor



Källa: Macrobond, SEB

### Energikris i Europa och efterfrågedriven inflation i USA

Drivkrafterna bakom inflationen i euroområdet bär många likheter med den svenska. Den europeiska ekonomins stora beroende av energi från Ryssland skulle visa sig leda till en energiprischock som spred sig till många delar av ekonomin och en fortsatt mycket hög efterfrågan gav också upphov till högre priser.

Löneökningstakten i euroområdet har dessutom varit relativt hög genom hela inflationsperioden, vilket bidrog till upprätthållen konsumtion. I USA drabbades ekonomin inte lika hårt av energikrisen som i Europa. USA är i princip självförsörjande med energi och är inte beroende av rysk gas och olja. I stället uppstod inflationstrycket av en mycket hög efterfrågan i ekonomin, i kombination med stora störningar i produktionsled. Politiska stimulanser och en mycket stram arbetsmarknad gjorde att amerikanska konsumenter både kunde och var villiga att fortsätta konsumera.

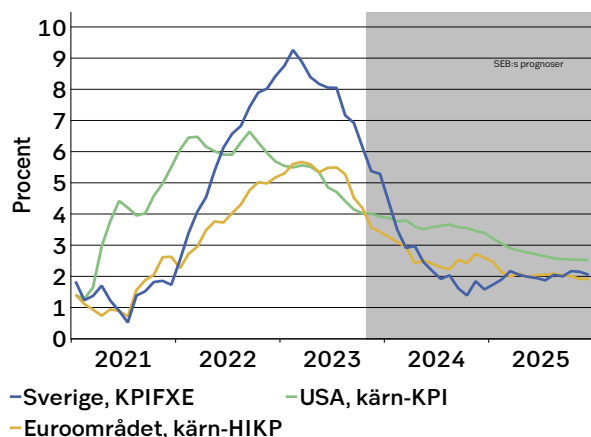
### Sparbuffertar en viktig förklaring till hushållens motståndskraft

Högre räntor och hög inflation begränsar hushållens möjlighet att konsumera, men många hade sparade medel efter pandemin. Om risken att bli arbetslös upplevs som låg finns det en tendens att vara villig att använda mer av sina sparade medel, och hushållen har upprätthållit en del av sin konsumtion genom att använda just sitt sparande. Till exempel visar beräkningar av Internationella valutafonden (IMF) att sparandebuffertarna steg kraftigt under pandemin för att sedan falla kontinuerligt. Det är dock svårt att veta exakt hur stora buffertarna är och när de börjar ta slut.

### Åtstramande penningpolitik för att få ned inflationen på sikt

Penningpolitiken påverkar i första hand efterfrågesidan i ekonomin. En högre ränta dämpar konsumtionen, ökar incitamenten för att spara och minskar incitamenten för att låna och investera. Det är svårare att påverka utbudssidans. Varken Fed, ECB eller Riksbanken kunde påverka det faktum att fraktpriserna steg på grund av pandemin, eller att energipriserna steg på grund av Rysslands invasion. De kunde däremot påverka risken för att inflationen biter sig fast. Idag har världen framgångsrikt fått ner inflationen från höga nivåer, men både tillväxt- och inflationskillnaderna har ökat, vilket skapar olika spelplaner för centralbankerna.

### Kärninflation



Källa: Macrobond, SEB

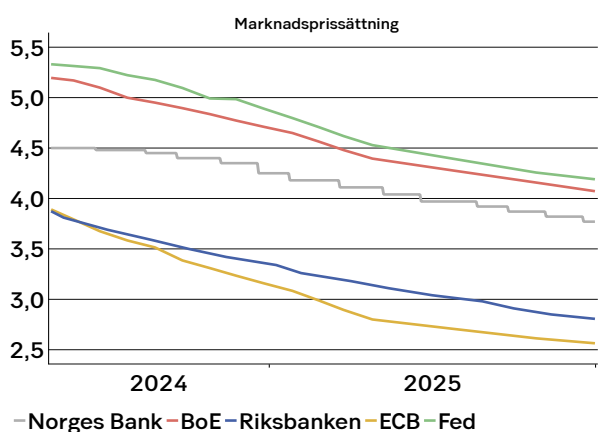
## Motståndskraftig amerikansk ekonomi

I USA har inflationsnedgången nu stannat av, vilket bidragit till stora skiften i förväntningarna kring när räntesänkningarna från Fed kan påbörjas. En väl så viktig anledning är att tillväxten har varit överraskande stark och arbetsmarknaden är fortsatt mycket stram, trots höga räntor. Nästan alla amerikanska bolån är bundna på löptider på upp till 30 år, vilket gör att effekten av högre styrränta blir betydligt mindre än i många andra ekonomier. Konsumtionen har också fått fortsatt stöd av stora sparbuffertar och offentlig sektor har gett stora tillväxtbidrag de senaste 1,5 åren. Stora satsningar från finanspolitiskt håll bidrar också till den höga tillväxten.

## Inflationsbakslag och senarelagda räntesänkningar i USA

Ekonomins och arbetsmarknadens styrka, tillsammans med en serie inflationsbakslag i början av 2024, har bidragit till att antalet förväntade räntesänkningar från Fed 2024 har justerats ned från sex till två. Fed står inför en svår balansgång. En alltför tidig lättnad i penningpolitiken skulle kunna leda till att inflationen tar fart igen och blir ännu högre. Det skulle medföra att de måste börja höja räntan igen, vilket ger upphov till ännu större ekonomiska kostnader. Men att vänta för länge med att sänka räntan, särskilt i en ekonomi där genomslaget av penningpolitiken verkar med lång fördröjning, skulle kunna leda till onödigt höga kostnader i form av högre arbetslöshet och ökande konkurser längre fram. Vi tror ändå att inflationen återgår till sin nedåtgående trend, om än långsammare och senare i år än vi tidigare trott. Det innebär också att Fed väntar längre med att sänka räntan. Vi spår två räntesänkningar i år, en i september och en i december – men för att detta ska bli av krävs att inflationen återigen börjar falla och att den alltför heta arbetsmarknaden hamnar i bättre balans.

## Räntesänkningar under 2024 och 2025



Källa: Bloomberg, Macrobond, SEB

## Låg tillväxt och fallande inflation i euroområdet

I euroområdet har tillväxten stagnerat samtidigt som inflationen fallit markant. Arbetsmarknaden har varit robust men nu syns allt fler tecken på en försvagning även om arbetslöshetsuppgången endast blir måttlig. Vi tror dock att tillväxten nu nått botten och framför allt under andra halvåret i år växlar tillväxten upp. Lägre inflation och att ECB sänker räntan i år är dock förutsättningar för stigande konsumtion och investeringar. Stödet från finanspolitiken blir begränsat de kommande åren då flera länder brottas med en hög offentlig skuldsättning och finanspolitiska regelverk som ger små utrymmen att stimulera ekonomin och det saknas långsiktiga tillväxtkrafter.

## Höga löner och stigande tjänstepriser besvärar ECB

Vår prognos är att inflationen fortsätter att falla mot inflationsmålet, även om tjänstepriserna fortfarande ökar oroväckande snabbt. ECB brottas alltså inte riktigt med samma problem som Fed, men det är ändå svårnavigerad terräng. Löner och tjänstepriser blir avgörande. Löneökningarna, som visserligen börjat komma ner från historiskt höga nivåer, är tillsammans med de höga tjänstepriserna den största risken för att inflationen inte ska stabiliseras runt målet på medellång sikt. Risken med höga löner är att inflationen återigen börjar stiga, eller åtminstone att inflationen blir mer varaktigt hög. Det dämpade sentimentet i ekonomin talar dock emot alltför höga löneökningar och vi tror att ECB inleder räntesänkningar i juni. Fortsatt fallande inflation, särskilt kärninflation, och att vårens löneökningar inte blir för höga är nödvändiga villkor för att ECB sammantaget sänker räntan fyra gånger under 2024 och lika mycket nästa år. ECB har sänt en tydlig signal om att de planerar en första räntesänkning i juni.

## Goda inflationsutsikter får Riksbanken att sänka styrräntan trots svag krona

Mycket tyder på att den svenska inflationen fortsätter att falla mot eller till och med under Riksbankens inflationsmål. Det senaste halvåret har inflationen sjunkit snabbt och vår prognos är att kärninflationen, mätt som KPIF exklusive energi, tillfälligt hamnar en bit lägre än både Riksbankens prognos och inflationsmålet under andra halvan av 2024.

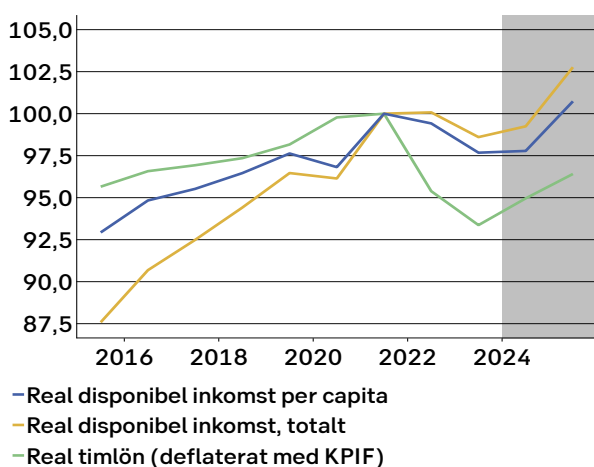
## Snabbt genomslag från penningpolitiken i Sverige

Svenska hushåll har relativt sett stora lån i förhållande till ekonomins storlek, och de flesta har rörliga räntor på sina lån. Riksbankens räntehöjningar får därför både ett snabbt och stort genomslag i ekonomin, och en alltför hög ränta skulle leda till onödiga kostnader i form av arbetslöshet, fallande tillväxt och stigande konkurser. På samma sätt bidrar räntesänkningar till en relativt sett snabb och stark återhämtning. Den ekonomiska aktiviteten är låg och sysselsättningen sjunker gradvis, men vi spår en återhämtning under andra halvåret i år följt av en tydlig acceleration under 2025, då styrräntesänkningar och finanspolitisk stimulans bäddar för stark inhemsk efterfrågan.

## Låga svenska reallöner

Inflationen har varit betydligt högre än löneökningstakten och svenska reallöner har sjunkit kraftfullt. Den svenska lönomodellen, med avtalsrörelsens starka inflytande på lönesättningen i ekonomin som helhet, har bidragit till att lönetillväxten varit förhållandevis låg i ett internationellt perspektiv. Det innebär att inflationsutsiktterna i Sverige inte hotas av höga löner, till skillnad från i vissa andra ekonomier. Inflationsförväntningarna ligger nära Riksbankens inflationsmål och företagens planer på att höja priserna har återgått till mer normala nivåer.

## Stora fall för reallönerna, mindre nedgångar för inkomster



Källa: Statistiska centralbyrån (SCB), Macrobond, SEB

## Goda förutsättningar för räntesänkningar från Riksbanken

Förutsättningarna för Riksbanken att fortsätta med en serie räntesänkningar är med andra ord goda. Det som står i vägen är framför allt att den svenska kronan återigen har försvagats, vilket skulle kunna leda till ökat inflationstryck via importerade priser. När andra centralbanker tycks behöva skjuta sina räntesänkningar på framtiden talar det för att Riksbanken går långsamt fram med sina sänkningar. Det är svårt för en liten öppen ekonomi att avvika alltför mycket från de stora centralbankernas politik. Men argumentet för att ha en egen centralbank, en egen penningpolitik och en egen valuta är just att kunna styra landets ekonomi utifrån sina egna förutsättningar. Riksbankens stora utmaning framöver ligger sannolikt i avvägningen om just hur självständig man verkligen vågar vara.

## Vinnaraktier i kommande räntesänkingsfas

Som vi skrev tidigare i texten och när vi blickar framåt är vår, SEB:s, förväntan att både Europa och USA snart går in i en period av synkroniserade styrräntesänkningar. Däremot innebär skillnaden i ekonomisk aktivitet i de två regionerna en högre sannolikhet att USA sänker sina styrräntor först mot slutet av 2024 för att minimera risken att inflationsbekämpningen misslyckas. I Europa är den risken låg då den ekonomiska aktiviteten är svag och inflationsnedgången tydligare. Vi bedömer att det är stor sannolikhet att ECB sänker styrräntan med start i början av sommaren. Riksbanken inledde sina räntesänkningar i början av maj.

I texten nedan försöker vi hitta de aktier som kan gynnas mest av fallande styrräntor. Vi tar vår utgångspunkt i vad som hände med aktiekurserna i flera av de största bolagen som SEB Equity bevakar när inflation och styrräntor tog fart i mitten av 2021, respektive i början av 2022. Sedan följer vi upp med att titta på kursutvecklingen, och sedan återhämtningsfasen på Stockholmsbörsen som började under senare delen av hösten 2023. Slutligen avslutar vi med att hitta de bolag med högst skuldsättning i förhållande till aktievärdet bland alla de svenska bolag som SEB Equity har prognoser för.

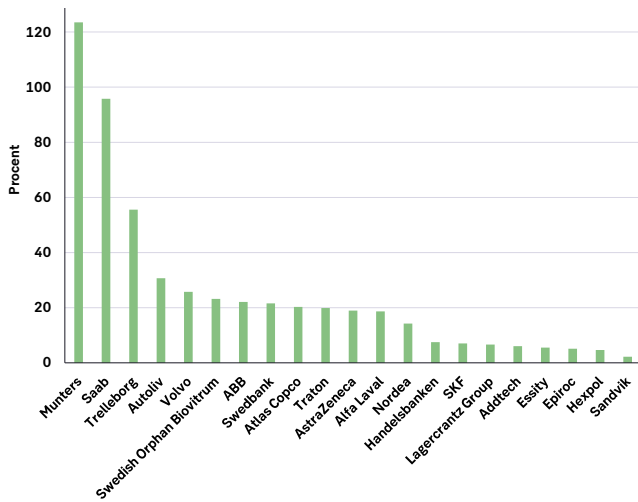
## Spegelvänd styrränteutveckling framöver

På Stockholmsbörsen påverkades många aktier negativt av stigande inflation och räntor. Stigande räntor skapade en motvind för bolag med hög skuldsättning eller med försäljning av varor och tjänster i räntekänsliga slutmarknader. För fastighetsbolagen innebär det både en motvind för fastighetsvärdering som baseras på nuvärdesberäknade kassaflöden och en medvind från högre inflationsbaserade kommersiella hyresavtal. Netto var det dock negativt för substansvärdet och aktierna. Även aktier i bolag med bra långsiktiga tillväxtutsikter och en hög värdering var bland förlorarna när avkastningskrav reviderades då inflationen tog fart under våren 2021 i USA och skapade en styrräntehöjningsfas som började under mars 2022. Aktier som kan gynnas mest i en värld med fortsatt fallande inflation och sänkta styrräntor är troligen några av de bolag som var förlorarna under styrräntehöjningsfasen. Det gäller om inte företagets marknadsposition, konkurrenskraft och långsiktiga tillväxtutsikter påverkats av en svag finansiell utveckling med avyttringar av tillgångar för att stärka balansräkningen.

## Aktier som trotsade ränteuppgången

Vi väljer att titta på kursutvecklingen för 56 större svenska bolag som SEB Equity bevakar mellan mars 2022, då styrräntorna började höjas, till sista oktober 2023. Av dessa hade 20 aktier, eller 35 procent, en positiv kursutveckling under styrräntehöjningsperioden. Vi inkluderar inte utdelningar i kursutvecklingsgrafnen nedan. Där framgår det att Munters är den aktie som toppar vinnarlistan. Gemensamt för bolagen med positiv avkastning under perioden med stigande inflation och räntor är att det finns flera bolag inom globala tillverknings- och läkemedelsbolag samt banker. Många tillverkande bolag hade positiva valutaeffekter under en period av svag svensk krona. De större svenska bankaktierna utvecklades starkt under perioden och deras vinster gynnades av stigande räntenetto samtidigt som utlåningsvolymerna växte. När styrräntan var noll och minus var inlåningsaffären en förlustaffär för bankerna men nu är den lönsam.

## Aktier med positiv aktiekursutveckling



Källa: Infront

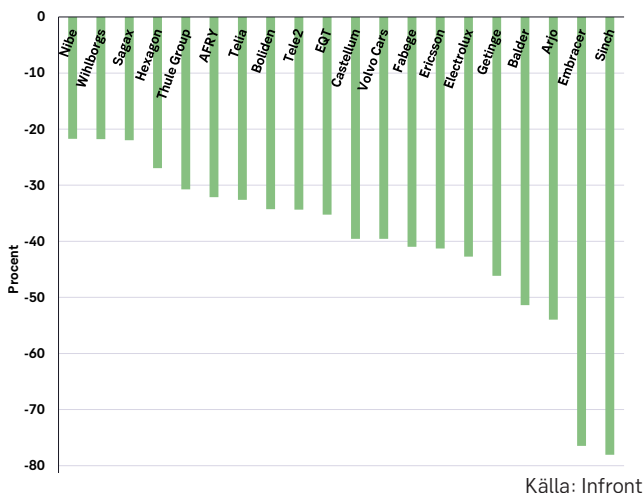
Grafen ovan visar de bolag i vårt urval av 56 större svenska bolag som SEB bevakar där aktiekursen den sista oktober 2023 var högre än i början av mars 2022.

Balansräkningarna hos vinnaraktierna har varit generellt starka och därför ser vi en mindre påverkan på resultat från stigande räntekostnader. Inte heller värderingen var ansträngd för de flesta verkstads- och bankaktierna. Om vi i stället tittar på de aktier som gick sämst under perioden av stigande räntor är det två faktorer som skiljer sig från vinnaraktierna. Det är skillnaden på kunder och skuldsättning.

## Förloraraktier från stigande räntor

Bland de bolag som hade den svagaste kursutvecklingen under perioden mars 2021 till sista oktober 2023 finns många konsumentbolag. Listan inkluderar också bolag med en förvärsagenda där synergier inte kompenserat stigande räntekostnader. Fastighetsaktier är också bland förlorarna.

## Aktier med svagast aktiekursutveckling



Källa: Infront

Grafen ovan visar de bolag i vårt urval av 56 större svenska bolag som SEB bevakar där aktiekursen den sista oktober 2023 hade fallit mest sedan början av mars 2022.

Skuldsättningen för förloraraktierna är högre än gruppen som utvecklades bäst under styrräntehöjningsfasen och drabbades därför mer negativt av stigande räntekostnader. Fastighetsbolag hade en skuldsättning i relation till EBITDA på ungefär 12 gånger under 2023. Aktierna föll betydligt mer än förändringen av substansvärdet då osäkerheten ökade kring den långsiktiga finansieringskostnaden och tillgång till krediter när styrräntan höjdes. De stigande räntorna innebar att bolagen mot slutet av 2022 och framför allt under 2023 höjde sina avkastningskrav. Fastigheternas värdeminskning från lägre nuvärde av framtida kassaflöden med högre avkastningskrav ledde till att substansvärdet minskat med ungefär 10 procent. Inflationen har motverkat värdeminskningen när indexerade kommersiella hyresavtal har ökat driftsnettot och förväntade kassaflöden.

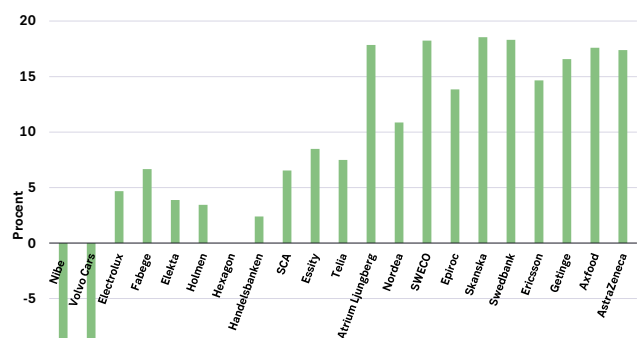
En exponering mot den svaga konsumentmarknaden är en gemensam faktor bland många förloraraktier med bolag som Nibe, Thule, Volvo Cars, och Electrolux. Det gäller också för Embraer som påverkades negativt av en kombination av svagare slutmarknader efter pandemin, fallande värdering och ökade räntekostnader. Det finns en påverkan av operativa misslyckanden under perioden i förloraraktier som Boliden, Electrolux, Getinge, Arjo och AFRY. Ett icke ännu värdeskapande förvärv i Ericsson av Vonage under 2022 har påverkat aktiekursen negativt. Dessa bolag har andra större utmaningar än höga räntor som avgör hur aktierna utvecklas framöver.

Vårt tredje steg för att hitta aktier som kan gynnas av fallande styrräntor är att titta på kursutvecklingen i aktierna från november 2023 fram till idag, en period då Stockholmsbörsen utvecklats positivt. Vi väljer att fokusera på de aktier som utvecklats sämst i vår grupp av 56 aktier och som är möjliga efterslänrare.

## Efterslänrare

För samma grupp av 56 större aktier enligt tidigare, undersöker vi vilka aktier som inte har hängt med i den starka börsutvecklingen på Stockholmsbörsen sedan början av november 2023 fram till idag.

## Aktiekursutveckling november 2023 till idag



Källa: Infront

Grafen ovan visar de aktier av de 56 större bolag som SEB bevakar på Stockholmsbörsen som utvecklats svagast i börsens återhämtningsfas sedan november 2023.

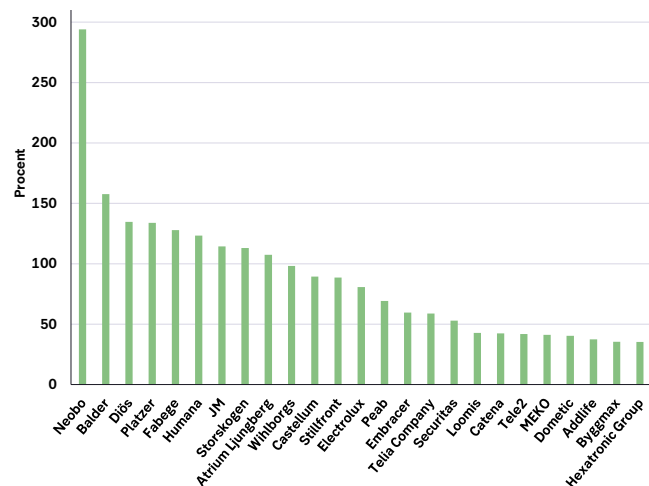
Bland de förlorare under räntehöjningsfasen, som också varit bland de aktier som utvecklats minst positiv sedan börsen började sin uppgångsfas under november 2023, finns fastighetsbolag men även Nibe, Electrolux, Volvo Cars och Hexagon. Dessutom har varken Ericsson eller Getinge hängt med i den kraftiga uppgången på Stockholmsbörsen och tillhörde samtidigt förlorarna under styrräntehöjningsfasen. Som tidigare är grafen baserad på kursutvecklingen exklusive eventuella utdelningar. De större bankerna har gett en utdelning som motsvarar en direktavkastning på mellan 8-10 procent under våren.

Avslutningsvis tittar vi på alla svenska bolag SEB Equity bevakar och fokuserar på aktierna med högst skuldsättning. Anledningen är att i dessa bolag kan både räntebetalningar, värdering och slutmarknadsefterfrågan gynnas av fallande räntor. Vi väljer nyckeltalet nettoskuld i förhållande till aktievärdet.

### Räntekänslighet

Fastighetsbolag var på förlorarlistan under styrräntehöjningsfasen och har en hög skuldsättning i förhållande till aktievärdet. I grafen nedan har vi inte inkluderat Intrum som har en nettoskuld i relation till aktievärdet som är flerfaldigt högre än alla andra bolag SEB Equity bevakar. Anledningen är att de andra bolagens skuldsättning ser låg ut i jämförelse. Intrum har en hög räntekänslighet både via upplåning och deras kreditstockar.

### Hög nettoskuld i förhållande till aktievärdet



Källa: Infront

Grafen ovan visar ett urval av de svenska aktierna på Stockholmsbörsen som SEB Equity bevakar med hög nettoskuld som andel av aktievärdet.

De flesta fastighetsbolag har valt att säkra sina räntenivåer. I början av året var räntenivån på deras upplåningskostnad för en grupp av noterade fastighetsbolag mellan 2,3 procent och 5,2 procent. Snitträntekostnaden för bolagen var 3,7 procent. Genomsnittlig räntebindningstid är strax under tre år för denna grupp. Det betyder att en succesiv re-finansiering med dagens räntenivåer leder till högre räntekostnader de kommande åren. Det innebär att fallande styrräntor snarare kommer begränsa framtida ökning av räntebetalningar än att det leder till lägre kostnader.

Däremot kan lägre räntor ge stöd till nuvarande avkastningskrav och därigenom substansvärdet om transaktionerna ökar och bekräftar fastighetsvärderingarna. I början av 2024 har det varit marginella höjningar av avkastningskravet i de fastighetsbolag som rapporterat och därmed stabila fastighetsvärden. En viktig faktor för vilka fastighetsaktier som kan utvecklas bäst blir de som har en stabilitet inom vakanser och därmed får full effekt av stigande hyresnivåer även framöver när räntemotvinden avtar. Många fastighetsaktier förutom Sagax, Catena och Wihlborgs handlas till höga substansvärdesrabatter idag, vilket inte var fallet före ränteuppgången. Substansrabatterna var betydligt större i slutet av oktober 2023.

De bolag utanför fastighetssektorn som har en hög skuldsättning i relation till sitt aktievärde är omsorgsbolaget Humana, bygg och fastighetsutvecklare JM och Peab. Även Storskogen, Stillfront och Electrolux ligger i toppen. Alla dessa bolag kan gynnas av lägre styrräntor.

Exempel på företag där konsumentefterfrågan drabbats negativt av högre räntor är Dometic och Bygghem. I Dometic var försäljningen under första kvartalet 2024 ungefär 14 procent lägre i oförändrad struktur och samma valutakurser, jämfört med första kvartalet 2020 innan pandemin påverkade efterfrågan. Bygghem omsatte 866 miljoner med 211 butiker under första kvartalet i år. Under samma period 2020 var försäljningen 879 miljoner med 172 butiker, en omsättningsminskning med runt 20 procent i samma struktur. Lägre räntor bör ge stöd till ökad köpkraft för konsumenterna men då försäljningen av produkter från Bygghem och Dometic till stor del sker under vår- och sommarsäsongen innebär det att lägre styrräntor får en full effekt först under nästa säsong.

Många bolag utanför fastighetssektorn med hög skuldsättning i förhållande till aktievärdet i grafen ovan påverkas relativt fort via rörliga ränteaftal. Det bör ge en effekt på räntekostnaderna succesivt och påverkar analytikernas vinstprognoser positivt om vi har rätt i vår globala räntesyn. Om styrräntorna fortsätter på nuvarande nivå under en lägre period är det nog andra aktier som utvecklats bäst i närtid och därför kommer kommande räntebeslut bland centralbankerna ha en stor påverkan på vilka aktier som blir vinnare.