Investment Outlook november 2025

Positiva drivkrafter möter värderingsrisker

Innehåll

Inledning	3
Sammanfattning	4
Vår marknadssyn	6
Vår portfölj	10
Globala aktier	11
Nordiska aktier	14
Ränteinvesteringar	19
Teman Hälsovårdssektorn Private credit	22
Internationell översikt	32

Tema: Hälsovårdssektorn

Hälsovårdssektorn är en av de stabilaste sektorerna på aktiemarknaden – men även en av de långsiktigt mest attraktiva. Vi ser att kombinationen av defensiva egenskaper och strukturell tillväxt gör hälsovårdssektorn till en viktig komponent i en balanserad portfölj.

Läs mer på sidan 23 i vårt tema om hälsovård.

Inledning
Sammanfattning
Vår marknadssyn
Vår portfölj
Globala aktier
Nordiska aktier
Ränteinvesteringar
Teman
Internationell översikt

Positiva drivkrafter möter värderingsrisker

Den som vid årsskiftet förutspådde tullkaos, inbromsning i amerikansk ekonomi, fortsatt geopolitisk oro och tvekande konsumenter hade näppeligen klippt till med en prognos om börsuppgångar på 15-30 procent för de breda regionala indexen i världen, i lokal valuta, vilket är facit i dagsläget. Få trodde också att vi skulle få en så snabb och stark uppgång för kronan, vilket begränsar värdet av börsuppgångarna för en svensk investerare.

Efter en stor obruten börsuppgång från vårens tulldebacle har oro och rekyl präglat de senaste veckorna. Utlösande faktor är en spirande oro för överinvesteringar relaterat till främst AI från de digitala jättarna i USA samtidigt som en förväntad räntesänkning från Fed i december börjat ifrågasättas. En rekyl efter kraftiga uppgångar, som drivit upp värderingar är i sig inte förvånande. Huruvida det är ett trendbrott återstår att se. Fler orosmoln än de nyss nämnda finns på börshimlen, inte minst risken för en djupare inbromsning i amerikansk ekonomi än förväntat, om framför allt arbetsmarknad och privatkonsumtion utvecklas svagare än förväntat.

Men det finns också positiva krafter som ger börsstöd. En hel del så kallade svansrisker har mildrats, som risken för recession i USA eller tullar på förlamande nivåer för världshandeln. Totalt sett lägre räntor, en motståndskraft i ekonomin, inte minst i USA, som ger upprevideringar av tillväxtprognoser, hopp om produktivitetslyft från digitalisering/AI-utveckling samt ökad efterfrågan via investeringar i bland annat infrastruktur och försvar talar för att vinsterna kan utvecklas väl framöver. Dessutom ökar sannolikheten för att de breddas till flera sektorer och regioner efter år av teknologidriven USA-dominans. Som vi ser det väger vågskålarna hyggligt jämnt avseende börsriktningen framöver, utvecklingen avgörs till stor del av om de marknadsledande teknikjättarna förmår kapitalisera på sina gigantiska investeringar och om ”resten” av världens börsföretag kan försvara i alla fall det mesta av dagens prognoser om vinstökningar under nästa år.

I våra portföljer har vi valt att bibehålla en mindre övervikt för aktier, stöttat av den gradvis mer stabila bilden som utkristalliserats sig sedan oron som briserade under våren. Givet dagens stora osäkerheter och de stora kursrörelser det medfört för olika tillgångsslag, regioner, sektorer samt bolag har vi valt en bred portföljansats, med god riskspridning för att minska riskerna för felsteg. En mer detaljerad rekommendation återfinns i publikationen.

Som seden bjuder har vi även denna gång två teman i publikationen. I det ena belyser vi nuläget och utsikterna för hälsovårdssektorn. Stabil och god tillväxt parat med rimliga värderingar efter ett tufft 2025 gör sektorn intressant. I det andra temat går vi igenom en typ av ränteinvesteringar som kallas private debt. Denna typ av lån som inte handlas på marknaden som andra obligationer, är mer komplexa till sin karaktär men kan vara goda komplement i en ränteportfölj, ofta med högre avkastningspotential är traditionella ränteplaceringar.

”En rekyl efter kraftiga uppgångar, som drivit upp värderingar är i sig inte förvånande.”

Fredrik Öberg
Investeringschef, Investments

Inledning
Sammanfattning
Vår marknadssyn
Vår portfölj
Globala aktier
Nordiska aktier
Ränteinvesteringar
Teman
Internationell översikt

Sammanfattning

3,1%
Global tillväxt 2025

1,3%
Svensk tillväxt 2025

1,9%
USA:s tillväxt 2025

Vår marknadssyn

Den globala tillväxten har varit robust trots handelskrig och kraftigt förhöjda tullsatser i delar av det ekonomiska systemet. Det i sin tur har lett till en inflationsimpuls som vi bedömer som temporär. Penning- och finanspolitik används för att stimulera men skapar också skulduppbyggnad. Företagssektorn har uppvisat stor anpassningsförmåga till nya förutsättningar och levererat bättre vinster än befarat, i USA även goda vinstökningar, väl över högt ställda förväntningar. Investerare har stort fokus på de strukturella krafterna inom AI, tillväxten imponerar men de stora investeringarna väcker även en del farhågor. Tech-industrin fortsätter att skörda enorma vinster samtidigt som de gör massiva investeringar. Kommer de bära frukt? De två senaste kvartalen redovisar kraftigt stigande börser och riskaptit bland investerare. Sammantaget finns det flera positiva strukturella krafter i spel samtidigt som riskbilden är fortsatt komplicerad och värderingsparametern ställer krav på positiv leverans under 2026.

Vår portfölj

Den ekonomiska situationen har successivt stabiliserats sedan oron kring Liberation Day. Penning- och finanspolitiska initiativ stöttar och stabiliserar ekonomin samtidigt som företagssektorn återigen visar upp en hög grad av anpassningsförmåga. Börser diskonterar att 2026 ska bli ett år med positiva förtecken avseende vinstgenereringsförmågan i företagssektorn. Både när det gäller vinstökningarna i sig och breddningen avseende vilka regioner, sektorer som ska generera dessa vinstlyft. Risktagandet bland placerare och värderingen av finansiella tillgångar har stigit tydligt samtidigt som det fortsatt finns betydande osäkerhet kring 2026. Vi balanserar denna situation via en portfölj med lätt övervikt mot aktier och en sammansättning inom räntebärande placeringar och likvida alternativa placeringar som är åt det försiktiga hållet. Vi förordar en ansats med bred riskspridning då vi räknar en utveckling som från tid till annan drabbas av tydligt förhöjd volatilitet.

Börsen och värdering

Efter ett starkt halvår har börsen tappat fart i november, tyngd av senarelagda räntesänkningar och oro kring AI-megainvesteringar. Hyperscalers som Microsoft, Amazon och Alphabet satsar enormt på AI – investeringar som nu driver både börs och amerikansk ekonomi. Frågan är om dessa satsningar ger avkastning nog för att motivera de höga värderingarna. Vinstökningarna är starka, särskilt inom tech och finans, men koncentrationen till få bolag utmanar portföljförvaltare. Europa släpar efter med svagare tillväxt, medan Asien dominerar bland tillväxtmarknader. Europa väntas öka vinsterna med drygt 10 procent nästa år, samma nivå som USA och ett globalt index. Tillväxten i världsekonomin blir stabil, men inte tillräcklig för att driva vinster via försäljning. Däremot talar ökad produktivitet genom digitalisering och AI, samt investeringar i försvar och infrastruktur, för fortsatt god vinstutveckling. På kort sikt styr sentimentet kring amerikanska IT-aktier även Norden, där höga värderingar och stora AI-satsningar skapar fallhöjd om optimismen viker.

Risker

Osäkerheten kring tulleffekterna kvarstår, samtidigt som tillväxtprognoser bygger på att försiktiga konsumenter ökar sin konsumtion. Inflation får inte bita sig fast i USA – det kan stoppa räntesänkningar och tynga konsumtionen. Den hårt spända bågen avseende vinstprognoser kan göra det svårt att leva upp till förväntningarna. Med redan relativt höga värderingar och placerare med en relativt positiv syn och positionering kan det skapa besvikelser. De enorma investeringarna relaterade till AI får fler att prata om en bubbla i vardande. Stökig politisk bild i USA kan också skapa oro, inte minst rättsprocessen som pågår kring Trumps tullar. I bakgrunden lurar stora offentliga underskott som kan leda till skulduppbyggnad, finansiella obalanser och stramare finanspolitik. Även om riskerna är många och potentiellt kan få stora effekter ser vi inte att de behöver dominera bilden och motivera en mer defensiv portföljsammansättning.

Inledning
Sammanfattning
Vår marknadssyn
Vår portfölj
Globala aktier
Nordiska aktier
Ränteinvesteringar
Teman
Internationell översikt

Sammanfattning

Stabil global tillväxt, stimulanser via penning- och finanspolitik samt möjligt vinstlyft från AI-boomen talar för ännu ett bra börsår 2026. Men högre värderingar och bubbelrisker manar till försiktighet och god risksprid ning.

Globala aktier

- Stark utveckling på börserna med tekniksektorn som draglok
- Amerikanska vinster växer starkt medan de europeiska vinsterna går sidledes
- AI-relaterade megainvesteringar väcker bubbeloro
- Småbolagsindex halkar efter det IT-dominerade storbolagsindexet
- Bred global vinsttillväxt förväntas nästa år

Nordiska aktier

- Bubblig tekniksektor smittar på gott och ont
- Helsingfors i topp, Köpenhamn i botten
- Läkemedel lyfter och lockar fortsatt
- Vinstprognoserna har stabiliserats
- Höga förväntningar på 2026

Ränteinvesteringar

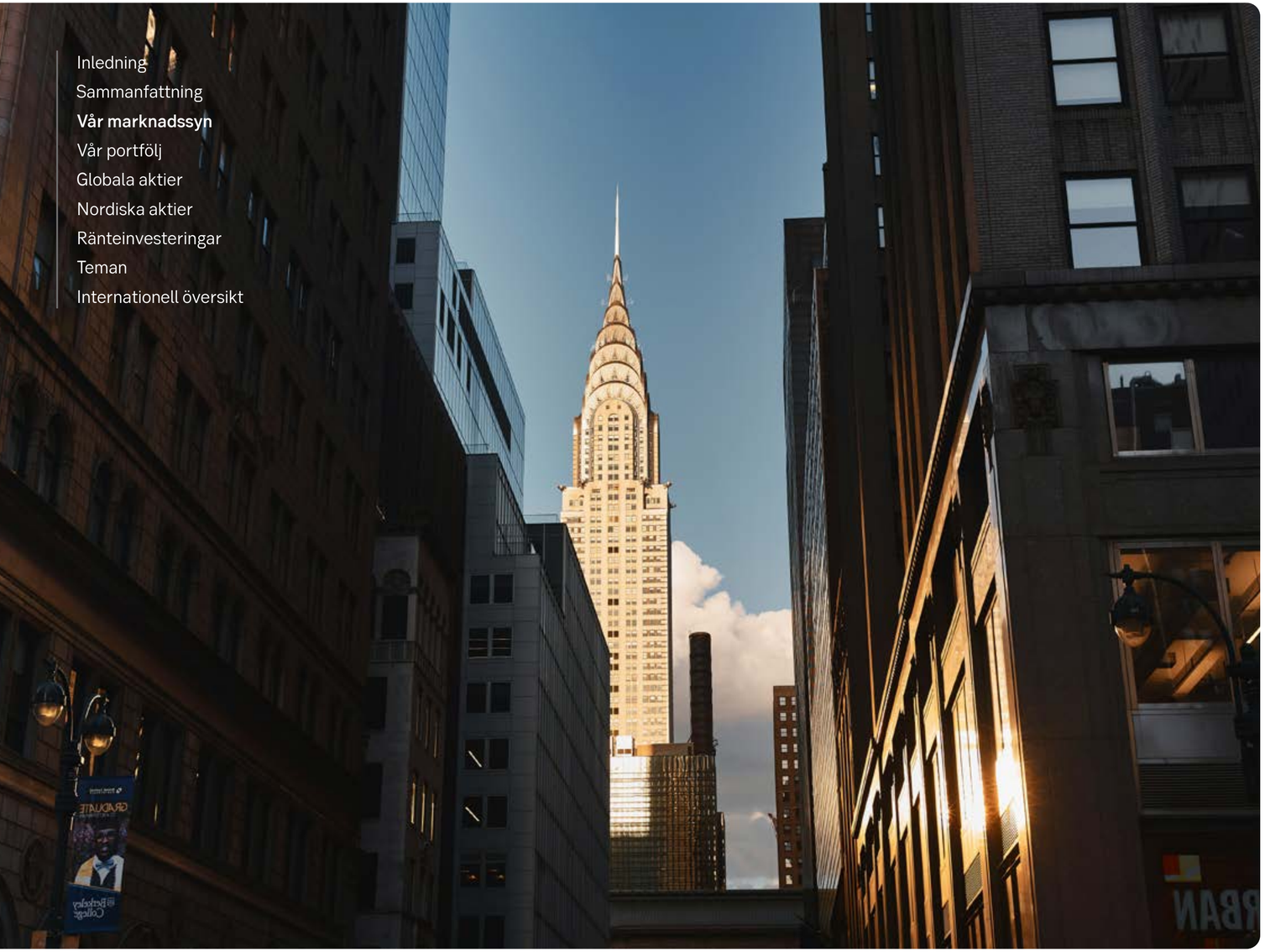
- Nedstängningar i USA lämnar Fed i tillfällig dimma
- Långräntor i Europa trycks uppåt av ökat utbud
- Fler sänkningar i USA väntas nästa år
- Kreditspreadar vänder upp något från historiskt låga nivåer

Tema: Hälsovårdssektorn

- Hälsovård gynnas av demografiska trender
- Innovation och teknik stärker sektorn
- Defensiv sektor med stabila kassaflöden
- Långsiktig tillväxt trots politisk oro
- Attraktiv värdering efter svagt 2025

Tema: Private credit

- Private Credit en ökande del av kreditmarknaden
- Private Credit erbjuder en attraktiv avkastningsförväntan med höga kassaflöden
- Ett alternativ till andra högriskobligationer
- En intressant investering i en väldiversifierad portfölj



Inledning
Sammanfattning
Vår marknadssyn
Vår portfölj
Globala aktier
Nordiska aktier
Ränteinvesteringar
Teman
Internationell översikt

Vår marknadssyn

2025 visar att den globala ekonomin även klarar stora förändringar såsom plötslig implementering av höga tullsatser från USA mot omvärlden. Det i kombination med både penning- och finanspolitiska åtgärder ger en stabil ekonomisk bild trots en fortsatt osäkerhet.

Även företagssektorn ser ut att kunna anpassa sig till de nya förutsättningarna och vi förväntar oss fortsatt stigande vinster under 2026.

Inledning
Sammanfattning
Vår marknadssyn
Vår portfölj
Globala aktier
Nordiska aktier
Ränteinvesteringar
Teman
Internationell översikt

I förra *Investment Outlook*, i början av september, konstaterade vi att bilden kring handelskriget klarnat, att vi räknade med en stabil global tillväxt där finans- och penningpolitik stöttar. Samtidigt underströk vi att osäkerheten var stor kring företagens vinstutveckling och att börserna återtagit vårens förlorade mark.

Minnet bleknar fort, men osäkerheten var närmast total dagarna efter Trumps famösa tullannonsering under ”Liberation day” i början av april. Efter en stark inledning på året föll börserna närmast handlöst med nedgångar på över 20 procent för flera index i USA. En rejält negativ reaktion på obligationsmarknaden bidrog sannolikt till att tullretoriken mjukades upp, utfallet (hittills) har också blivit betydligt mindre dramatiskt/potentiellt skadligt än vad som först befarades.

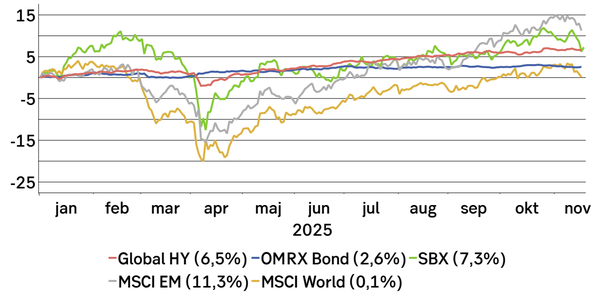
Som vi beskrev i förra utgåvan hade börsraset reverserats under sommaren, vi var dock osäkra på hur resultaten skulle påverkas av tullar och lägre fart i USA:s ekonomi och hur börshumöret skulle hålla under den ofta skakiga höstperioden. Såväl september som oktober bjöd dock på fortsatt stabil och relativt stark börsutveckling överlag. Bolagsrapporterna för tredje kvartalet visade också på fortsatt goda vinster, särskilt i USA och framför allt för de stora teknologibolagen. Under sommarens och höstens börsuppgång har dessa återtagit ledartröjan och fortsätter att dominera utvecklingen både vad gäller vinster och indexuppgångar.

En annan trend under året, som fått stor effekt för oss svenska investerare är det faktum att kronan stärkts kraftigt, och faktiskt är en vinnarvaluta i år. Samtidigt har dollarn försvagats, vilket slår extra hårt mot värdet i svenskars globala aktieinvesteringar då världsbörserna tydligt domineras av amerikanska aktier. Mätt i lokal valuta har flertalet stora börsindex presterat en mycket god avkastning, väl över 10 procent. Omräknat i kronor suddar kronans +15 procent mot dollarn ut det mesta av avkastningen. Här kan det dock vara på plats att höja blicken. Under flera tidigare år har kronan närmast regelmässigt försvagats. Det har gett svenskar en ”extra” avkastning när internationell börsutveckling räknats om till kronor i våra innehav. Att vi nu får ge tillbaka en hel del av den ”överavkastningen” hör till spelets regler. Under inledningen av året hade vi en partiell valutasäkring i flera av våra portföljer, vilket lindrade effekten av kronförstärkning. Här bör också påpekas att delportföljerna inom räntor och hedgefonder regelmässigt är valutasäkrade. Mycket talar nu för att den stora rörelsen ligger bakom oss, framöver blir denna parameter sannolikt mindre betydelsefull.

Vad gäller börsutvecklingen har dock november hittills bjudit på en betydligt skakigare resa. De gigantiska investeringar som framför allt de stora teknologibolagen gjort och gör i datacenter och annat AI-relaterat har börjat ifrågasättas, samtidigt som allt fler backar från tidigare prognoser om ytterligare en räntesänkning från USA:s centralbank Fed i december. Frågan för stunden är om de senaste veckornas börsoro är början på en ny trend eller bara ett hack i framgångskurvan.

> ”Frågan för stunden är om de senaste veckornas börsoro är början på en ny trend eller bara ett hack i framgångskurvan.”

Emerging markets i topp under året



Källa: Bloomberg, Macrobond

Grafen visar utvecklingen sedan årsskiftet för svenska aktier (SBX), MSCI Världsindex samt MSCI EM mätt i svenska kronor. Dessutom visas det svenska ränteindexet OMRX Bond samt ett globalt high yield-index valutasäkrat till svenska kronor.

Vår marknadssyn i korthet

Den globala tillväxten har varit robust trots handelskrig och kraftigt förhöjda tullsatser i delar av det ekonomiska systemet. Det i sin tur har lett till en inflationsimpuls som vi bedömer som temporär. Penning- och finanspolitik används för att stimulera men skapar också skulduppbyggnad. Företagssektorn har uppvisat stor anpassningsförmåga till nya förutsättningar och levererat bättre vinster än befarat, i USA även goda vinstökningar, väl över högt ställda förväntningar. Investerare har stort fokus på de strukturella krafterna inom AI, tillväxten imponerar men de stora investeringarna väcker även en del farhågor. Tech-industrin fortsätter att skörda enorma vinster samtidigt som de gör massiva investeringar. Kommer de bära frukt? De två senaste kvartalen redovisar kraftigt stigande börser och riskaptit bland investerare. Sammantaget finns det flera positiva strukturella krafter i spel samtidigt som riskbilden är fortsatt komplicerad och värderingsparametern ställer krav på positiv leverans under 2026.

Inledning
Sammanfattning
Vår marknadssyn
Vår portfölj
Globala aktier
Nordiska aktier
Ränteinvesteringar
Teman
Internationell översikt

Svaret är som alltid långt ifrån givet, det går att hitta övertygande argument för bägge slutsatserna. För att bedöma framtida börsutveckling är det en god idé att börja med förutsättningarna för vinstgenerering framöver, det är trots allt stigande vinster som på sikt motiverar stigande börskurser. En viktig parameter härvidlag är hur tillväxten i ekonomin utvecklas, eller annorlunda uttryckt hur stor efterfrågan kommer vara.

Stabil tillväxt trots osäkerhet

I senaste Nordic Outlook från 11 november konstaterar vi: ”Global tillväxt bromsar in men med positiva tillväxtöverraskningar, främst i USA. Världs-BNP ökar realt (inflationsrensat) med 3 procent per år och riskerna är fortsatt något större på ned- än på uppsidan. Sommarens och höstens handelsavtal ger höga tullar men ändå lägre än befarat. Att handelsavtal finns på plats minskar osäkerheten men fortfarande råder en oförutsägbarhet som dämpar den ekonomiska aktiviteten. Samtidigt visar företag och hushållmotståndskraft. Finans- och penningpolitik samt expansiva finansiella förhållanden ger stöd – men skapar också risker.”

Till bilden, av vikt för oss placerare, hör också att denna prognos utgör en mindre uppredivering av tidigare prognoser. Och det är inte bara vi som konstaterar att tillväxtbilden innehåller ljusglimtar, prognoser justeras upp på flera håll och risken för recession i USA bedöms numera som liten. Tvärtom är det framförallt ekonomin i USA som överraskar positivt, till stor del drivs tillväxten av tidigare nämnda investeringar i AI-relaterad teknik.

Vad gäller inflation och räntor tecknar vi även där en relativt stabil bild. Vi konstaterar att inflationen är på rätt väg – för de flesta, även om tullar fördröjer återgången till trakten av inflationsmålet i USA. Även om inflationen i USA kvarstår på lite förhöjda nivåer är trycket stort på Fed att fortsätta sänka styrräntan. Logiken bakom är att räntan fortfarande är på relativt höga nivåer. Det har en åtstramande effekt på en ekonomi som trots allt är i en inbromsning, man vill

Aktuella BNP prognoser för real tillväxttakt

	2025	Rev*	2026	Rev*	2027	Rev*
USA	1,9	0,3	1,9	0,2	2,0	0,0
Kina	5,0	0,0	4,5	0,0	4,5	0,0
Indien	6,9	0,3	6,5	0,0	6,7	0,0
Tyskland	0,3	-0,1	1,2	0,0	1,4	0,0
Storbritannien	1,4	0,2	1,0	0,1	1,3	0,0
Sverige	1,3	0,2	2,8	0,1	2,9	0,0
OECD	1,7	0,3	1,6	0,1	1,7	0,0
Euroområdet	1,4	0,2	1,2	-0,1	1,4	-0,1
Baltikum	1,9	-0,1	2,7	0,0	2,3	0,0
Emerging markets	4,2	0,1	4,0	0,0	4,2	0,1
Världen, PPP**	**3,1**	**0,1**	**3,0**	**0,1**	**3,1**	**0,0**

*Revidering från senaste *Nordic Outlook*, november 2025, **PPP=Purchasing Power Parity
Källa: SEB *Nordic Outlook*

ogärna se att räntan bidrar till en tvärnit för tillväxten. Vi, och de flesta med oss räknar därför med fortsatta sänkningar framöver även om utfallet i december är osäkert. Övriga centralbanker av betydelse för oss, ECB och Riksbanken har redan sänkt räntan till neutral nivå, här ser vi inga större rörelser framöver.

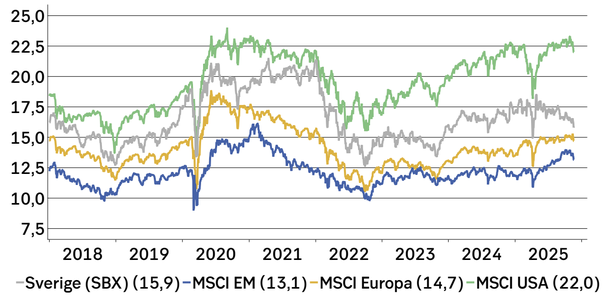
Inflations- och styrräntebilden talar också för att de längre obligationsräntorna kan hålla sig tämligen stabila. Hopp om bättre tillväxt i Europa, och framförallt Sverige, kan ge mindre ränteuppgångar från dagens låga nivåer. Det innebär att ränteplaceringar framöver försvarar sin plats i våra portföljer som en stabilisator till svängiga aktier, men att avkastningsförväntningarna bör vara rimliga.

Sannolikheten för möjliga utfallsrum och en mer detaljerad bild av den ekonomiska utvecklingen presenteras under avsnittet ”Internationell översikt”, som är ett utdrag ur Nordic Outlook från den 11 november.

Ljus vinstbild – höga förväntningar

Den relativt stabila bilden avseende den prognostiserade ekonomiska utvecklingen, som tecknas ovan, sänder inga varningssignaler vad gäller vinstutvecklingen framöver. Mer om detta återfinns i de kommande avsnitten om globala och nordiska aktier. Vi kan konstatera att medan vinstutvecklingen under 2025 har haft sektorerna teknologi och till del finans som draglok har ändå resten varit mindre svagt än befarat, vi räknar med att bilden för ”resten” fortsätter ljusna så att vinstdistributionen blir bredare, både vad gäller geografier och sektorer. Det förutsätter dock inte bara att den stabila tillväxtbilden och prognosen om lägre Fed-räntor materialiseras. Det bygger på bättre fart för cyklisk industri, bland annat via ökade investeringar samt att tillväxtaktier och AI-relaterat fortsätter att leverera. Ser vi på de så kallade konsensusprognoserna är bolagsanalytikernas förväntningar tämligen högt ställda, man räknade med vinstökningar på bortåt 15 procent för flera stora marknader. Det kan tyckas högt, troligen har dock investerare/förvaltare lite mer modesta förväntningar.

Stora regionala skillnader på P/E-talen



Källa: Bloomberg, Macrobond

Grafen ovan visar P/E-talen som anger värderingen på en börs via kvoten mellan aktiekurs och vinster. Amerikanska aktier sticker ut med en högre värdering än andra regioner och länder i världen. Det beror främst på deras framgångsrika tillväxtbolag som drar upp snittet.

Inledning
Sammanfattning
Vår marknadssyn
Vår portfölj
Globala aktier
Nordiska aktier
Ränteinvesteringar
Teman
Internationell översikt

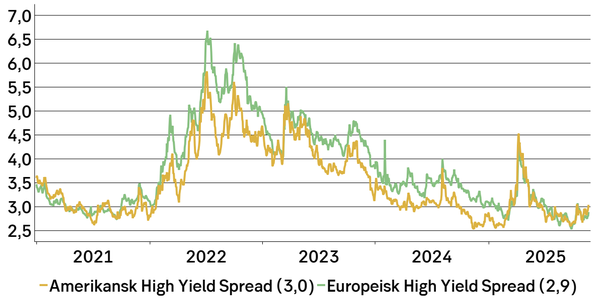
Att börserna ser ut att prestera ett starkt år är långt ifrån självklart givet den alltmer osäkra omvärldsbilden med motvind från tullar, inbromsning i USA, fortsatt geopolitisk oro med mera. Placerarna har under perioder sett ut att närmast bortse från negativa nyheter, alternativt tolka dem positivt (en svag tillväxtsignal tas till intäkt för förhoppningar om fler räntesänkningar). Detta positiva tolkningsföreträde har fått vissa att ifrågasätta hållbarheten i börsoptimismen. Det finns dock en del rimliga förklaringar bakom optimismen. Stabilare ekonomisk utveckling, tullar på mer ”rimliga” nivåer och företagens förmåga att leverera vinster i rörig geopolitisk miljö är exempel på drivkrafter som fått investerare att öka upp risken i sina portföljer sedan Liberation day. En möjlig positiv faktor är också de tecken vi nu ser på att president Trump tar hänsyn till hemmaopinionen och backar från tullar och utspel som påverkar inhemsk opinion och efterfrågan negativt. Minskande politisk osäkerhet och ökat fokus på inhemsk efterfrågan/tillväxt (nästa år innehåller viktiga val i USA) skulle välkomnas av marknaderna. Under en följd av år har börsnedgångar varit relativt kortlivade och därmed utgjort köptillfällen, även i år har köparna återvänt när nedgångar gör värderingen mer aptitlig. Den starka AI-trenden och de starka rapporterna från de stora teknologibolagen har också drivit på utvecklingen, liksom förhoppningarna att 2026 ska kunna bli ett starkare vinstår. Den positiva framtidsbilden syns också i dagens låga kreditspreadar. Spreadarna, den ”extra” ränta företagen får betala för sin upplåning, är nära sina historiska bottnar. Det begränsar avkastningspotentialen för företagsobligationer och signalerar även det en optimism om framtiden. Som alltid finns det dock en andra sida av myntet, risker att beakta.

Riskbilden mångfacetterad – och som alltid svårbedömd

Som vi konstaterar i Nordic Outlook finns det tydliga nedsidesrisker i tillväxtprognosen. Osäkerheten kring tulleffekterna är fortfarande på bordet samtidigt som tillväxtprognoserna innehåller förväntningar om att försiktiga konsumenter runt om i världen ska öka sin konsumtion. Vi ser tecken på det, men bilden är inte självklar. Samtidigt vill det till att inflationen inte biter sig fast på för höga nivåer i USA. Det kan förhindra väntade räntesänkningar och påverka konsumtionen negativt. Den hårt spända bågen avseende vinstprognoser kan göra det svårt att leva upp till förväntningarna. Med redan relativt höga värderingar och placerare med en relativt positiv syn och positionering kan det skapa besvikelser. De enorma investeringarna relaterade till AI får fler att prata om en bubbla i vardande. Detta belyses noga i våra aktieavsnitt, det är långt ifrån självklart att alla dessa investeringar bär frukt. Stökig politisk bild i USA kan också skapa oro, inte minst rättsprocessen som pågår kring Trumps tullar. Det finns också risker som än så länge lurar i bakgrunden i form av stora offentliga underskott på många håll som leder till skulduppbyggnad och risk för såväl obalanser i det finansiella systemet som hårt åtstramande finanspolitik i flera länder. Även om riskerna är många och potentiellt kan få stora effekter ser vi inte att de behöver dominera bilden och motivera en mer defensiv portföljsammansättning. I nästa avsnitt beskriver vi hur vi hanterar våra portföljer i dagen miljö.

”Även om riskerna är många och potentiellt kan få stora effekter ser vi inte att de behöver dominera bilden och motivera en mer defensiv portföljsammansättning”

Låga, men inte rekordlåga kreditspreadar



Källa: Bloomberg, Macrobond, Barclays

Grafen visar den så kallade kreditspread som en investerare får utöver den underliggande statsobligationsräntan vid köp av high yield-obligationer i USA och Europa i lokal valuta (dvs utan valutasäkringskostnaden).

Fredrik Öberg
Investeringschef, Investments

Inledning
Sammanfattning
Vår marknadssyn
Vår portfölj
Globala aktier
Nordiska aktier
Ränteinvesteringar
Teman
Internationell översikt

Fortsatt tro på tillväxt i portföljerna

Stor osäkerhet motiverar god riskspridning i våra portföljer. God tillväxt i AI-sektorn och hopp om bredare vinstdistribution talar fortsatt för aktier, trots värderingsrisker.

Vi har i dagsläget en försiktig övervikt mot aktier, främst i den globala aktiedelen. Här är vi beroende av att tillväxtbolagen fortsätter att skörda framgångar, givet deras dominans på den globala aktiemarknaden. Efter en lång period av tydlig övervikt i dessa bolag och därmed USA (i förhållande till deras vikt i index) har vi valt att tona ner den exponeringen till mer normala nivåer. På sektornivå har vi en undervikt i rent defensiva sektorer, med undantag för hälsovårdssektorn.

Vi räknar med att 2026 års vinstökningar kommer att levereras med en bredare palett, både gällande regioner och sektorer. Det bör då innebära att beroendet av de senaste årens vinnare, de stora amerikanska tillväxtbolagen, minskar. Givet att vi i utgångsläget har en stor andel svenska aktier är vi också beroende av att den cykliska industrin på global basis (som är stor på Stockholmsbörsen) skjuter lite fart. Den förväntade fartökningen för den svenska ekonomin kommer att gynna de domestika företagen på börsen. Med tanke på det osäkra läget fortsätter vi att arbeta med en bred ansats och god riskspridning. Det motiveras av att vi under året sett stora kast och kraftiga kursrörelser, såväl mellan tillgångsslag som mellan geografier, sektorer och bolag på börserna.

I vår ränteportfölj balanserar vi upp det totala risknyttjandet med en mer försiktig profil där en undervikt i high yield-obligationer och en något lång duration ska fungera som stötdämpare i oroliga tider. I flera portföljer kompletterar vi också med likvida alternativa placeringar i form av hedgefonder, de drivs av andra faktorer än aktier och obligationer och utgör därmed ett värdefullt komplement i en totalportfölj.

Underportföljerna inom likvida alternativa placeringar och ränteexponeringar är konstant valutasäkrade och påverkas inte av om kronan stärks eller försvagas. Aktieportföljerna däremot påverkas tydligt av valutakursförändringar mot kronan. I princip förstärks avkastningen redovisad i kronor när stora valutor som den amerikanska dollarn stärks mot kronan och vice versa. Under perioden 2021-2022 tappade den svenska kronan nästan 40 procent mot dollarn. Sedan följde två år med en sidledes rörelse. Under 2025 har kronan nästan tagit tillbaka hälften av fallet sedan inledningen av 2021. Vi räknar med att det mesta av kronans förstärkning ligger bakom oss och att den därmed inte påverkar avkastningen lika tydligt under de kommande åren.

Vår portfölj i korthet

Den ekonomiska situationen har successivt stabiliserats sedan oron kring Liberation Day. Penning- och finanspolitiska initiativ stöttar och stabiliserar ekonomin samtidigt som företagssektorn återigen visar upp en hög grad av anpassningsförmåga. Börser diskonterar att 2026 ska bli ett år med positiva förtecken avseende vinstgenereringsförmågan i företagssektorn. Både när det gäller vinstökningarna i sig och breddningen avseende vilka regioner, sektorer som ska generera dessa vinstlyft. Risktagandet bland placerare och värderingen av finansiella tillgångar har stigit tydligt samtidigt som det fortsatt finns betydande osäkerhet kring 2026. Vi balanserar denna situation via en portfölj med lätt övervikt mot aktier och en sammansättning inom räntebärande placeringar och likvida alternativa placeringar som är åt det försiktiga hållet. Vi förordar en ansats med bred riskspridning då vi räknar en utveckling som från tid till annan drabbas av tydligt förhöjd volatilitet.

Fredrik Öberg
Investeringschef, Investments

Inledning
Sammanfattning
Vår marknadssyn
Vår portfölj
Globala aktier
Nordiska aktier
Ränteinvesteringar
Teman
Internationell översikt

Rekordinvesteringar driver börsuppgången men riskerna växer

Börsen har varit stark det senaste halvåret men tappat fart i november, främst på grund av möjligt senarelagda räntesänkningar i USA och oro kring AI-megainvesteringar. Sedan ”Liberation Day” den 2 april har teknologisektorn och emerging markets drivit uppgången, medan defensiva sektorer och lågt värderade bolag halkat efter. Den framtida utvecklingen avgörs av om så kallade ”Hyperscalers” jätteinvesteringar ger avkastning nog för att motivera dagens höga värderingar.

Efter en stark börssommar restes en del oro inför den historiskt ofta svaga höstinledningen. Oron kom dock på skam när såväl september som oktober levererade överlag stigande börser. Hittills i november har dock utvecklingen varit mer skakig när prognoser om kommande räntesänkningar från Federal Reserve, Fed, ifrågasatts samtidigt som varnande röster höjts kring värderingen av de stora teknologibolagen. Ur ett geografiskt perspektiv, och om vi räknar med sommaren, är börserna i emerging markets tydliga vinnare. Bland övriga större marknader kommer sedan USA, följt av Japan och med Europa på sistaplats.

”Hyperscalers” jätteinvesteringar

Om vi tittar på sektornivå har teknologisektorn utklassat övriga sektorer medan de klassiskt defensiva sektorerna har utvecklats sämre. Sämst har den defensiva konsumentsektorn utvecklats. Bland vinnarna hittar vi också finanssektorn med bankerna i spetsen, det gäller inte minst i Europa. I ett lite längre perspektiv har tillväxtbolagen, som dominerat börsutvecklingen under senare år, efter en tuff inledning på året nu tagit en rejäl revansch och är långt före så kallade värdeaktier sedan årets början.

De stora tillväxtbolagen i USA, ofta definierade som Magnificent 7, har därmed fortsatt varit i fokus. Efter de senaste årens exempellösa framgångar utgör de en stor del av börsindex i USA och därmed också i ett globalt index där amerikanska aktier utgör 65-70 procent. Bolagens dominans gör livet vanskligt för portföljförvaltare. När koncentrationen till ett fåtal aktier blir hög avgörs utvecklingen i portföljen till stor del av om man lyckas ha ”rätt” andel av dessa aktier. Att ha en undervikt i dessa när de går bra gör det näst intill omöjligt att överträffa index, samtidigt som det å andra sidan framstår som riskfyllt att placera en så stor del av portföljen i ett fåtal bolag i en volatil sektor.

Hittills i år har vi också sett tvära kast på och mellan börserna, mellan sektorer och bolag inom sektorer. Sammantaget har det varit ett svårt börsår för aktiva portföljförvaltare.

Globala aktier i korthet

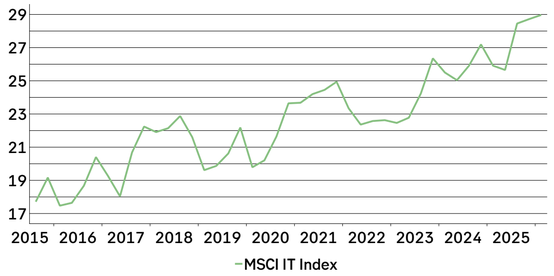
Efter ett starkt halvår har börsen tappat fart i november, tyngd av senarelagda räntesänkningar och oro kring AI-megainvesteringar. Sedan ”Liberation Day” i april har teknologisektorn och emerging markets lett uppgången, medan defensiva sektorer halkat efter. Hyperscalers som Microsoft, Amazon och Alphabet satsar enormt på AI – investeringar som nu driver både börs och amerikansk ekonomi. Frågan är om dessa satsningar ger avkastning nog för att motivera de höga värderingarna. Vinstökningarna är starka, särskilt för tech och finans, men koncentrationen till ett fåtal bolag gör det besvärligt för portföljförvaltare. Europa släpar efter med svagare tillväxt, medan Asien med Korea och Taiwan i spetsen dominerar bland tillväxtmarknader. Europa väntas öka vinsterna med drygt 10 procent nästa år, samma nivå som USA och ett globalt index. Tillväxten i världsekonomin blir stabil, men inte tillräcklig för att driva vinster via försäljning. Däremot talar ökad produktivitet genom digitalisering och AI, samt investeringar i försvar och infrastruktur, för fortsatt god vinstutveckling.

Inledning
Sammanfattning
Vår marknadssyn
Vår portfölj
Globala aktier
Nordiska aktier
Ränteinvesteringar
Teman
Internationell översikt

Bland de stora teknologibolagen har det utkristalliserats en grupp som kallas hyperscalers. Det är bolag som är i position att skala upp sin affär genom stora investeringar i den teknik som bedöms tillhöra framtiden via fortsatt digitalisering drivet av AI. Här brukar Meta, Microsoft, Amazon, Alphabet (Googles moderbolag) och Oracle nämnas. Stora investeringar i inte minst datahallar och avancerade datachips sker i rasande takt. Investeringarna är så omfattande att de för närvarande är en stor drivkraft bakom tillväxten i hela ekonomin i USA.

I år väntas bolagens investeringar relaterat till AI uppgå till 450-500 mdr dollar för att nästa år stiga till 500-600 mdr dollar. Aktiekurserna i dessa hyperscalers svarar positivt på besked om investeringar, förutom i Metas fall som är mest aggressivt i detta avseende. Huruvida dessa investeringar leder till ökade intäkter i framtiden går inte att säkert säga i dagsläget, storleken på investeringarna gör också att de måste ge betydande avkastning för att vara motiverande, inte minst med tanke på hur stora förväntningar som återspeglas i stigande aktiekurser och relativt höga värderingar. Hyperscalers täcker dock med marginal de ökade investeringarna med sina operativa kassaflöden, även om vissa bolag som Meta väljer att också öka sin (relativt låga) belåning.

Stadiga marginalökningar hos de amerikanska teknologibolagen



Källa: Bloomberg

Grafen visar utvecklingen för den aggregerade vinstmarginalen i det amerikanska IT-indexet ”MSCI IT index”.

”Minnen från IT-bubblan vid millennieskiftet förskräcker, men bilden är på flera sätt annorlunda nu.”

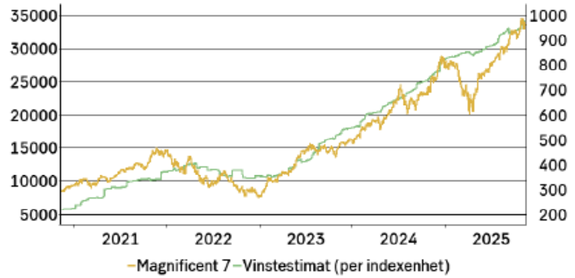
Givet bolagens mycket goda vinstökningar och snabbt stigande börskurser väcks en del frågor kring om detta är en bubbla, åtminstone en i vardande. Minnen från IT-bubblan vid millennieskiftet förskräcker, men bilden är på flera sätt annorlunda nu. Till skillnad från då drivs utvecklingen av bolag med bevisade affärsmodeller, som haft goda vinster i flera fall och med en lång period av goda vinstökningar i bagaget. Det har också lett till att bolagen har stark finansiell ställning och löpande vinster som kan finansiera aggressiva investeringar.

Börskurserna för dessa bolag, här uttryckt som Magnificent 7, har stigit kraftigt, men faktum är att vinsterna i stort stigit lika mycket. Det betyder att börsvärderingen i stort inte stigit. Bolagen handlas till klart högre värdering än börsen i stort, mätt som exempelvis P/E-tal. Men det är rimligt givet den högre vinsttillväxten. Frågan om vi ser en bubbla avgörs sannolikt av utfallet av de stora investeringarna. Kravet på avkastning på investerat kapital (bolagen har ju hittills varit så kallade kapitallätta dvs kunnat växa och tjäna pengar utan stora investeringar) och sannolikt ökande konkurrens i framtiden från andra bolag kan sätta press på bolagens vinstmarginaler. I dagsläget fortsätter dock bolagen av allt att döma att skapa goda vinster, om detta är en bubbla är vi sannolikt än så länge i ett tidigt skede.

Teknikjättarna fortsätter imponera i tredje kvartalet

Att teknologijättarna fortsätter att tjäna mycket pengar syns också i bolagsrapporterna för tredje kvartalet. Teknologisektorn redovisade vinstökningar på knappt 30 procent, vilket drar upp helheten till runt 15 procent upp – rejält över förväntningarna på runt plus 5 procent. Bland övriga sektorer bidrar finans också positivt med vinstökningar på runt 25 procent medan cykliska bolag (ex oljesektorn) ökar med 11 procent och defensiva sektorer varit svagast med någon procents vinstökning.

Kursutveckling och vinster går hand i hand för Magnificent 7



Källa: Bloomberg

Grafen visar kursutveckling för Magnificent 7 och vinstestmat 12 månader framåt under de senaste fem åren. Ungefär samma utveckling för kursutveckling och vinstestimat resulterar i en likvärdig vinstvärdering idag som för fem år sedan.

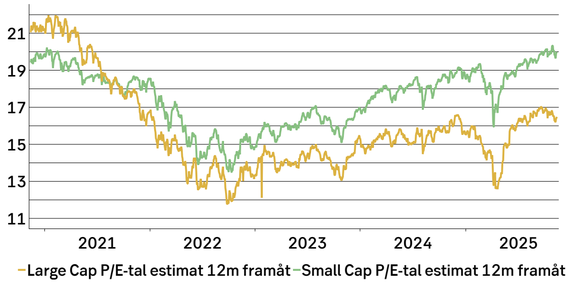
Vänder vi blickarna mot Europa ser vi vinster som också överraskar positivt, men från betydligt lägre nivåer. Överlag lägre tillväxt i ekonomin, särskilt i Tyskland gör att vinsterna i Europa för helåret väntas komma in på ungefär samma nivå som i fjol, vilket också gällde för fjolåret.

Årets vinnarregion, emerging markets, domineras av börserna i Asien. Även här är vinnarna teknologi/AI med börserna i Korea och Taiwan i spetsen. Även i Kina har utvecklingen varit stark, här finns stora teknologibolag som till del utmanar de amerikanska, men de så kallade China-tech bolagen handlas till betydligt lägre värdering. Indiska aktier tillhör i år regionens förlorare, efter flera starka år dessförinnan.

Inledning
Sammanfattning
Vår marknadssyn
Vår portfölj
Globala aktier
Nordiska aktier
Ränteinvesteringar
Teman
Internationell översikt

Förutom olika geografier och sektorer tenderar också bolag av olika storlek att periodvis utvecklas på skilda sätt. Småbolagen har halkat efter de stora ytterligare i år, efter att under många haft en starkare utveckling. Värderingsrabatten mot de stora bolagen har fortsatt att öka, vilket har sin huvudsakliga förklaring i de stora teknologibolagens framfart. Ökad ekonomisk tillväxt behövs för att få fart på vinsterna hos de små bolagen – då skulle värderingsskillnaden krympa. Låga kreditspreadar är redan på plats och ytterligare sänkta nominella räntor vore positivt. Såväl tillväxtbilden som utsikter till fortsatta sänkningar från Fed ger en del hopp för småbolagen.

Småbolagens värderingar har tappat mark



Källa: Bloomberg

Grafen visar utvecklingen P/E-talet (på 12 månaders vinstprognos) för stora- och små bolag. Premiumvärderingen för de små bolagen har vänts till en stor rabatt under den senaste femårsperioden.

Trots stor oro och turbulens vad gäller geopolitik, handelspolitik och inbromsning i USA ser 2025 ut att bli ett överlag starkt börsår. Det utgör i sig en dämpande faktor när vi blickar framåt, varken värderingen eller placerarnas positionering kan ses som positiva faktorer framöver. En del stora risker har dock bleknat under året (fatalt handelskrig med ultrahöga tullnivåer, recession i USA) vilket tillsammans med utsikter till stabil tillväxt och räntesänkningar från Fed ger stöd till börserna.

På sikt drivs börskurserna främst av vinstutvecklingen. För kommande år ser bilden ljusare ut för Europa med förväntade vinstökningar på drygt 10 procent. Den nivån gäller också för USA och därmed för ett globalt aktieindex. Att världsekonomin i stort väntas uppvisa ungefär samma tillväxt nästa år talar emot vinstökningar via ökad försäljning. Men ökad produktivitet via bland annat digitalisering/AI och ökande investeringar i försvar och infrastruktur i Europa bör, tillsammans med bolagens bevisade förmåga att anpassa sig till olika förutsättningar ändå talar för relativt god vinstutveckling. Och bland många placerare finns sannolikt en mer försiktig syn på vinstutvecklingen än vad som syns i analytikernas prognoser, det ökar chanserna till en relativt god börsutveckling nästa år. Dock sannolikt med fortsatt stora skillnader mellan regioner, sektorer och typer av bolag. God riskspridning är därmed en fortsatt klok strategi.

Kai Svensson
Portföljförvaltare, Investments

Inledning
Sammanfattning
Vår marknadssyn
Vår portfölj
Globala aktier
Nordiska aktier
Ränteinvesteringar
Teman
Internationell översikt

Nordiska aktier påverkas av AI-haussen

Den nordiska aktiemarknaden saknar de stora AI-bolag som numera driver börsen i USA, men teknologihaussen där påverkar ändå sentimentet här. På kort sikt kommer svängningarna i USA vara avgörande även för börsutvecklingen i Norden. Tredje kvartalets rapporter var relativt uppmuntrande och vinstprognosrevideringstrenden kan vara på väg att vända upp, men en starkare konjunktur 2026 krävs för att prognoserna ska hålla. De redan relativt höga värderingarna kräver sannolikt en bättre vinstrevideringstrend framöver.

Bubblig tekniksektor smittar på gott och ont

De senaste månaderna har det endast funnits ett tema som gäller på börserna, AI och tillhörande datacenter. AI-har varit det hetaste temat i USA under flera år men investerarnas fokus har inte varit lika ensidigt som nu på mycket länge. I Norden och övriga Europa har även banker och försvarsindustrin varit i fokus i år, framförallt under första halvåret men entusiasmen för dessa har mattats av något de senaste månaderna. Istället har det blivit allt tydligare att investerarna söker AI-exponering även i Norden, trots att den endast kan fås indirekt.

Det kanske mest illustrativa exemplet är Nokia som rusade 21 procent på en dag då Nvidia annonserade att de skulle investera en miljard euro i bolaget och börja leverera chip till Nokias telenät. Andra exempel är Fortums spektakulära kursuppgång på över 20 procent i oktober på förväntningar om att nya datacenter i Finland till 2030 kommer att behöva 3,4 GW i kraftgenereringskapacitet. Någon nämnvärd effekt på terminspriserna på el 2026 och 2027 är svår att skönja och de datacenter som finns i landet idag kräver uppskattningsvis 285 MW att försörja, men aktiemarknaden är framåtblickande och alla söker nu vinnare på AI-megatrenden.

Munters är ett av de bolag i Norden som har störst direkt försäljning till just datacenter. Kursutvecklingen har dock hållits tillbaka av en oro över att bolagets teknik för att kyla datorerna håller på att bli förlegad. Rapporten för tredje kvartalet avslöjade en stark orderingång från just datacenter vilket fick investerarna att avfärda idéerna om förlegad teknik och aktien rusade 24 procent på en dag. Andra vinnare på försäljningen till datacenter som också sticker ut som relativa vinnare på börsen i år är Wärtsilä och ABB.

Även börsindex som helhet svänger nu återigen i takt med amerikanska Nasdaq. Den något avvikande perioden i våras då många investerare ”sålde USA” måste betraktas som en anomali. På gott och ont innebär detta att även den nordiska aktiemarknaden, i synnerhet börserna i Stockholm och Helsingfors åker med i den amerikanska IT-haussen. Hittills har detta mest varit positivt men det finns nu flera bubbeltendenser i den amerikanska marknaden och värderingen av IT-aktier i USA är på den högsta nivån sedan de stora IT-bubblan sprack år 2000. I synnerhet värderingen av kassaflödena är höga. IT-sektorns kassaflöden har inte hängt med vinsterna på senare tid, de minskade till och med i senaste kvartalet, till följd av de gigantiska investeringar som görs i nya datacenter.

Nordiska aktier i korthet

På kort sikt kommer sentimentet till amerikanska IT-aktier styra utvecklingen även i Norden, i synnerhet Stockholm och Helsingfors. Hög värdering och stora investeringar i AI som tar en stor del av det fria kassaflödet för de största IT-bolagen skapar fallhöjd om investerarsentimentet sviker, vilket även kommer att smitta börserna i Norden. En sektor som sticker ut som attraktivt värderad med bra vinstutveckling och nu betydligt lägre politisk risk är läkemedel. De stora skillnaderna i värdering och kursutveckling mellan de nordiska börserna gör det svårt att tala om en nordisk aktiemarknad i år. Vinstprognoserna har stabiliserats på senare tid efter stora nedrevideringar tidigare under året. Vi räknar fortfarande med stark vinsttillväxt 2026, framförallt inom cykliska sektorer. Detta kräver dock en bättre konjunktur och börsen behöver sannolikt se tecken på detta inom kort för att undvika en korrigering.

Inledning
Sammanfattning
Vår marknadssyn
Vår portfölj
Globala aktier
Nordiska aktier
Ränteinvesteringar
Teman
Internationell översikt

De enorma investeringarna väntas driva framtida tillväxt men har ännu inte börjat ge avkastning i form av intäkter eller vinster. Därav faller kvoten fritt kassaflöde i förhållande till marknadsvärde. Den amerikanska IT-sektorns fria kassaflödesgenerering det senaste året motsvarar endast 2 procent av börsvärdet. Den starka börsuppgången har medfört en dubblerad värdering av IT-aktier på mindre än tre år och i relation till kassaflödena är värderingen nu den högsta sedan januari 2002 (dvs kassaflödena i relation till börsvärde är nu de lägsta på 23 år). Ett vanligare nyckeltal att studera är P/E-talet eller marknadsvärdet i förhållande till vinstgenereringsförmågan. Detta nyckeltal har inte skjutit i höjden på samma sätt och är inte på de alarmerade nivåer som rådde kring millenniumskiftet. En stor skillnad nu jämfört med då är de rekordvinster som genereras.

AI väntas revolutionera samhället och vi är sannolikt ännu endast i början på en megatrend som kommer att påverka det mesta under kommande decennier. Liknelsen vid internet- och mobiltelefoniutrullningen för cirka 25 år sedan är påtaglig. Stora, investeringskrävande, tekniksprång medför dock även nästan oundvikligen en hel del felinvesteringar. Felinvesteringarna är ibland rätt i ett längre perspektiv men blir kortsiktigt finansiella problem på grund av att samhället i övrigt ännu inte är redo, teleoperatörernas fibernätinvesteringar runt millenniumskiftet är ett bra exempel på detta. Eftersom detta är ett relativt välkänt fenomen kan vi även utgå från att marknaden från tid till annan kommer att spekulera i sådant med betydande börsturbulens som följd. Hittills har bakslagen för AI-haussen varit få och små men vi bör räkna med att de blir fler och större framöver.

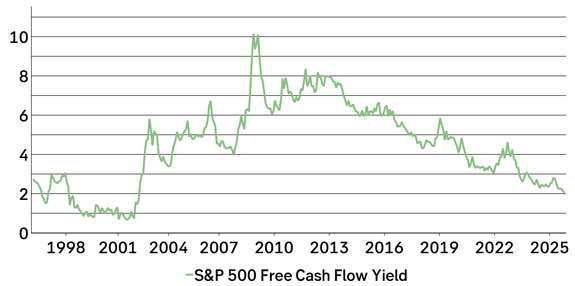
Euforin på börserna idag går inte att ta miste på. Ett av de mest framgångsrika AI-mjukvarubolagen i USA, Palantir Tech, väntas i år växa omsättningen med 53 procent till 4,4 miljarder dollar och nettovinsten spås uppgå till 1,9 miljarder dollar. Det är onekligen imponerande tillväxt och marginaler men trenden måste bestå länge för att bolaget ska kunna växa in i nuvarande börsvärde på 461 miljarder dollar, 105 gånger försäljningen. Som en jämförelse innebär det att ett bolag med en förväntad vinst i nivå med Sampo har ett börsvärde 1,5 gånger högre än hela Helsingforsbörsen.
En annan bubbelindikator är minneschiptillverkarna, en extremt cyklisk bransch med lång historik där värderingarna enligt trögrörliga multiplar (Pris/Eget Kapital) nu är på nivåer som inte skådats sedan år 2000.

> ”Hittills har bakslagen för AI-haussen varit få och små men vi bör räkna med att de blir fler och större framöver.”

Mönstret med allt fler cirkulära finansieringslösningar genom AI-bolag som investerar i varandra eller i praktiken säljer hårdvara eller tjänster i utbyte mot aktier i sina kunder är enligt vår mening också illavarslande trots att aktiemarknaden hittills älskar det. Dels påminner det om liknande affärer under IT-bubblan för 25 år sedan, dels är det svårt att komma ifrån att uppläggen är en konsekvens av att ovan nämnda kassaflödesgenerering från IT-sektorn börjar bli otillräcklig för att finansiera alla de investeringar som nu planeras.

Stora investeringscykler leder ofta till överinvesteringar och därmed kapitalförstöring och bakslag på börserna. Det gäller sannolikt även de enorma AI-investeringar som just nu genomförs. Det är dock i det närmast omöjligt att förutspå tidpunkten för detta bakslag. När bakslag kommer, kommer även de nordiska aktiemarknaderna att påverkas trots att de i sig har få företag som är direkt kopplade till denna strukturella trend.

Amerikanska IT-bolag värderas till 50 gånger fritt kassaflöde



Källa: Bloomberg

Diagrammet visar 12 månaders historiskt fritt kassaflöde i procent av börsvärdet för IT-bolagen i S&P 500 index.

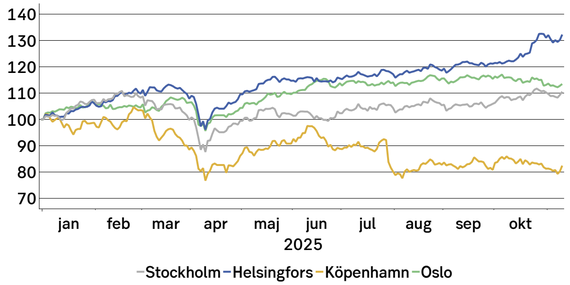
På samma sätt som en andel av de AI-investeringar som nu görs kommer att bli avskrivna och ihågkomna som förluster kommer andra att vara drivkrafter för framtida intäkter och i efterhand ses som sunda investeringar. Just nu används en stor del av det fria kassaflödet bland de amerikanska IT-bolagen till att investera i AI-kapacitet. De kommande åren kommer att visa vilka som bär frukt och inte.

Inledning
Sammanfattning
Vår marknadssyn
Vår portfölj
Globala aktier
Nordiska aktier
Ränteinvesteringar
Teman
Internationell översikt

Norden är tudelat

Det är tveksamt om man kan tala om en nordisk aktiemarknad i år. I Helsingfors är det hausse, i skrivande stund ser 2025 ut att kunna bli det bästa året sedan 2009. P/E-talet för Helsingforsbörsen är nu 11 procent över snittet de senaste 12 åren. Köpenhamnbörsen har backat med 20 procent, om utvecklingen står sig året ut blir 2025 istället det sämsta börsåret sedan 2008. Börsens P/E-tal är 29 procent under snittet de senaste 12 åren och nära 12-årslägsta.

Hausse i Helsingfors, baisse i Köpenhamn

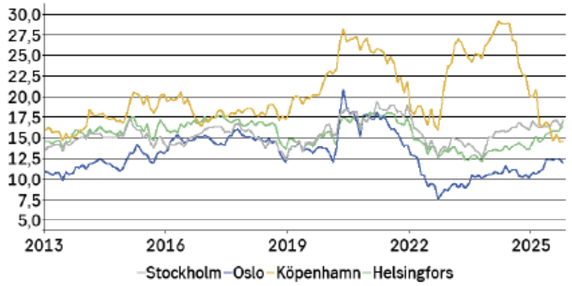


Källa: Bloomberg

Diagrammet visar börsutvecklingen inklusive utdelningar i lokala valutor för de nordiska aktiemarknaderna.

Börsraset i Köpenhamn förklaras primärt av raset för Novo Nordisk men även utan Novo Nordisk hade index varit nära nollan för året. Flera andra danska storbolag som Pandora, Coloplast, Örsted och Zealand Pharma noterar kursras på 23-38 procent hittills i år.

Stor skillnad i värdering mellan de nordiska börserna



Källa: Bloomberg

Diagrammet visar P/E för de nordiska börserna. Värderingarna i Stockholm och Helsingfors har följt med USA uppåt medan Köpenhamn pressas av Novo Nordisks problem och Oslo dras med stor rabatt på grund av den stora exponeringen mot olja- och gas med underleverantörer.

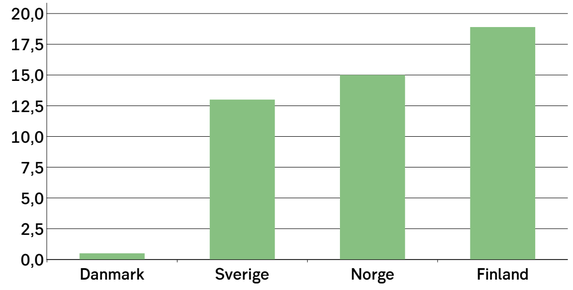
Haussen i Helsingfors förklaras av en bred uppgång bland de stora bolagen men den tydliga accelerationen av uppgången vi såg i oktober drevs av att flera bolag plötsligt började betraktas som vinnare på AI-haussen, framförallt Nokia och Fortum. Wärtsilä, vars koppling till datacentrens skriande energibehov varit uppenbart länge, har ridit på samma tema under större delen av året och dessutom gynnats av en minskad oro för bolagets exponering mot varvsindustrin. Metso gynnas, liksom gruvindustri med underleverantörer generellt, av ädelmetallhaussen och de höga kopparpriserna. Kopparprisuppgången förklaras i sin tur av produktionsstopp i ett antal stora gruvor, från Indonesien till Kongo, kombinerat med växande global efterfrågan för elektrifieringsprodukter.

Stockholm och Oslo har bägge haft ett relativt bra år, trots en skakig vår, med uppgångar på runt 10 procent inklusive utdelningar. Värderingen av Stockholmsbörsen är relativt hög i ett närhistoriskt perspektiv, 11 procent över snittet de senaste 12 åren. Värderingen av Oslobörsen är alltjämt den lägsta bland de nordiska börserna med P/E under 12 och en direktavkastning på 6 procent. P/E-talet är 8 procent under snittet de senaste 12 åren. Oslobörsens låga relativvärdering förklaras till stor del av en slagsida mot industrier som investerare i stor utsträckning undviker såsom olja, oljeservice och rederier. Vi ser nu en gryende konjunkturåterhämtning för oljeservicesektorn efter en lång och djup lågkonjunktur, men många investerare kommer sannolikt ändå att fortsätta rata dessa aktier.

Vinstprognoserna har stabiliserats, höga förväntningar på 2026

Efter att kontinuerligt ha reviderat ner förväntad vinsttillväxt under året har vinstprognoserna stabiliserats och lyfts marginellt över rapportperioden för tredje kvartalet. För svenska börsbolag har vinstprognoserna justerats upp med cirka en procent över rapportperioden. Vi räknar nu med en vinstminskning på drygt 4 procent för helåret. Det kan jämföras med att vi i början av året räknade med cirka 9 procents tillväxt. I Norden som helhet räknar vi nu med att vinsterna krymper med drygt 5 procent, i början av året räknade vi med över 6 procents tillväxt. Innevarande år går nu mot sitt slut och investerarna är fokuserade på framtiden varför ett svagt 2025 spelar mindre roll.

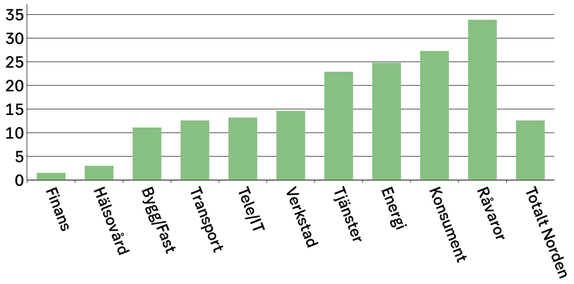
Väntad vinsttillväxt 2026 för börsbolagen i de nordiska länderna



Källa: SEB

Inledning
Sammanfattning
Vår marknadssyn
Vår portfölj
Globala aktier
Nordiska aktier
Ränteinvesteringar
Teman
Internationell översikt

Vinsttillväxt per sektor i Norden 2026



Källa: SEB

För 2026 räknar vi fortsatt med stark vinsttillväxt, särskilt i de cykliska sektorerna och utanför Danmark. Problemen för Novo Nordisk men även en kraftig vinstminskning för AP Möller-Maersk relaterat till en mer normaliserad sjötransportmarknad bidrar till att vi ser nära oförändrade vinster i Danmark 2026. För Sverige, Norge och Finland räknar vi med 13-19 procents vinsttillväxt. Det kräver en bättre konjunktur, något som bolagen ännu inte tycks se och inte heller kan skönjas i ledande indikatorer men som ändå är vårt huvudscenario för kommande år. Givet att värderingarna, som bygger på vinstprognoserna för nästa år, inte ser särskilt attraktiva ut är det sannolikt kritiskt för börsen att vi relativt snart ser tydliga tecken på en förbättrad konjunktur. Annars hotar sannolikt en korrigering. Det gäller framförallt börserna i Sverige och Finland, där värderingarna redan är relativt höga i ett historiskt perspektiv.

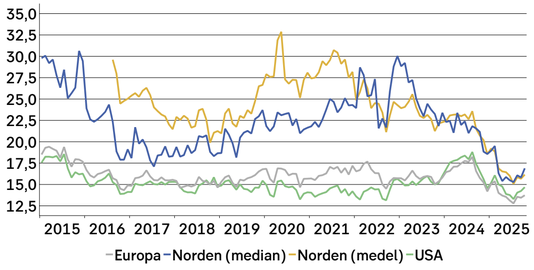
Läkemedel lockar med låg värdering och mindre oro

I september lyfte vi fram rean på läkemedelsaktier, i Norden såväl som globalt, som lockande givet de fortsatt goda vinstutsikter som branschen har. Den rekordstora rabatten på läkemedelsaktier relativt börssnittet var till stor del orsakad av oro över kommande läkemedelsprissättning, tullar och andra regulatoriska förändringar i USA. I slutet av september tecknade det amerikanska läkemedelsbolaget Pfizer ett avtal med Trumpadministrationen som dramatiskt reducerade oron för såväl prispress som tullar på läkemedel för den amerikanska marknaden. Inte bara för Pfizer utan för hela branschen eftersom i princip alla läkemedelsbolag förväntades teckna liknande avtal inom kort, vilket också har skett sedan dess. Pfizeravtalet medförde den största tvådagarsuppgången för läkemedelsindex i USA på 25 år, därefter följde en periods konsolidering men index är nu åter på årshögsta.

Även i Norden och Europa tog läkemedelsaktierna ett rejält skutt på Pfizeravtalet men de har inte visat lika god styrka som de amerikanska därefter. I Norden förklaras detta av bolagsspecifika motgångar för Novo Nordisk och några av de mindre bolagen medan starkare aktier som AstraZeneca, vars vinsttrend ser mer lovande ut, följt med i en internationell uppgång. Den relativa bottenvärderingen för läkemedelsaktier passerades i augusti och med Pfizeravtalet togs ett viktigt steg mot en omvärdering av sektorn. På en i övrigt historiskt högt värderad aktiemarknad sticker läkemedelsindustrin fortsatt ut som attraktivt värderad.

> ”På en i övrigt historiskt högt värderad aktiemarknad sticker läkemedelsindustrin fortsatt ut som attraktivt värderad.”

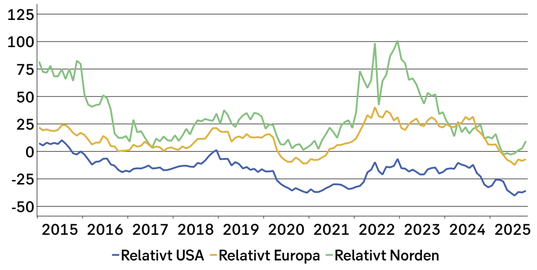
Läkemedelsbolag är historiskt lågt värderade



Källa: Bloomberg, SEB

Diagrammet visar P/E-talet för läkemedelsindex i USA och Europa samt ovägt medel och median-P/E-talet för 7 av de största nordiska läkemedelsbolagen.

Botten har passerats men läkemedel lockar ännu



Källa: Bloomberg, SEB

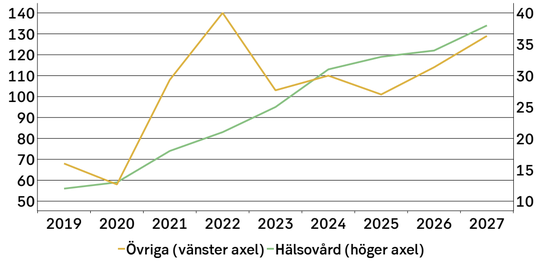
Diagrammet visar premium/rabatt på läkemedelsaktier jämfört med snitt P/E-talet på börsen i USA, Europa och Norden. I Norden använder vi median P/E-talet för 7 av de största läkemedelsbolagen jämfört med index.

Inledning
Sammanfattning
Vår marknadssyn
Vår portfölj
Globala aktier
Nordiska aktier
Ränteinvesteringar
Teman
Internationell översikt

Europeiska läkemedelsaktier värderas med en rabatt på 7 procent mot börssnittet, jämfört med ett historiskt normalt premium på 12 procent. I USA är rabatten 36 procent jämfört med en historiskt normal rabatt på 17 procent. Nordiska läkemedelsaktier är något högre värderade än amerikanska och europeiska i snitt men är enligt vår mening under värderade och vi har idag köprekommendationer på samtliga nordiska läkemedelsbolag under bevakning utom ett. Median P/E-talet för de sju nordiska läkemedelsbolagen med lång vinsthistorik är idag 7 procent över börssnittet i Norden, vilket kan jämföras med ett historiskt snittpremium på 32 procent.

Hälsovårdssektorn i Norden har historiskt haft en stadig vinsttillväxt. En viss svacka i tillväxten väntas 2026 på grund av Novo Nordisk och dollarförsvagningen men det är fortsatt tillväxt och vinsttillväxten väntas bli tvåsiffrig igen 2027. För de nio andra läkemedelsbolag vi följer i Norden väntas en vinsttillväxt på i snitt 11 procent 2026 och 14 procent 2027. Nordisk läkemedelsindustrin exklusive Novo Nordisk är extremt dominerad av AstraZeneca men av de tio läkemedelsbolag vi bevakar (förlustgenererande forskningsbolag är exkluderade) väntas alla ha tvåsiffrig vinsttillväxt 2026 utom Novo Nordisk, Orion och Bavarian Nordic.

Stadig och stabil vinsttillväxt i hälsovårdssektorn i Norden



Källa: SEB

Diagrammet visar historiska vinster samt prognoserna för kommande år i miljarder euro för den nordiska hälsovårdssektorn respektive alla övriga branscher. Hälsovård sticker ut med stadig och konjunkturstabil tillväxt.

Esbjörn Lundevall
Aktiestrateg, Investments

Inledning
Sammanfattning
Vår marknadssyn
Vår portfölj
Globala aktier
Nordiska aktier
Ränteinvesteringar
Teman
Internationell översikt

Nedstängningar i USA lämnar centralbanken i vakuum

En längre tid utan tillförlitlig statistik från USA har lämnat den amerikanska centralbanken och räntemarknaden i ett läge där man famlar i blindo. Effekten har blivit små rörelser, eftersom marknaden saknar tydliga signaler att agera på.

Räntemarknaden har under de senaste månaderna rört sig sidledes inom ett relativt snävt intervall på de flesta håll. Amerikanska centralbanken, Federal Reserve (Fed), har återupptagit sin räntesänkningscykel ivrigt påhejad av de styrande politikerna, medan Riksbanken och den europeiska centralbanken (ECB) ligger före i räntesänkningscykeln och troligen har nått slutpunkten för denna gång på nivån 1,75 procent för Riksbanken och 2 procent för ECB. Den närmsta tiden väntas amerikanska korta marknadsräntor fortsätta nedåt i takt med nya sänkningar, medan de längre räntorna bottnar ungefär 25 punkter lägre än dagens nivå under första halvåret för att sedan vända uppåt igen. I Europa och Sverige ser vi succesivt något högre nivåer på alla löptider. Kreditspreadar ligger kvar på historiskt låga nivåer även om vi sett en svag tendens till vändning uppåt den senaste tiden, speciellt i USA.

Prognoser för centralbanksräntor

	6 nov	2025	2026	2027
Federal Reserve	4,00	3,75	3,00	3,00
ECB	2,00	2,00	2,00	2,00
Bank of England	4,00	4,00	3,00	3,00
Norges Bank	4,00	4,00	3,50	3,50
Riksbanken	1,75	1,75	1,75	2,00

Källa: SEB, Bloomberg

Statsobligationer

USA – Amerikanska statsobligationsräntor har rört sig sidledes för alla löptider under hösten med en dipp under oktober. Förväntningar om fler sänkningar från Fed finns kvar i marknaden, men har skiftat en del upp och ned under senare tid. Nedstängningen av statsapparaten i USA har gjort sikten oklar för Fed, då viktig ekonomisk statistik uteblivit. Istället har de fått förlita sig på mer osäker statistik från oberoende leverantörer. I kommentarerna från Fed har man liknat förhållandena med att köra bil i dimma. Åtgärden har blivit att dra ned på farten och vänta på bättre sikt, det vill säga vänta med att agera tills tillförlitlig data åter blir tillgänglig.

Under året har mycket av fokus för den förda penningpolitiken i USA kretsat kring huruvida Feds oberoende är hotad på grund av viljan från Trump och hans administration att tillsätta ledamöter som går politiska ärenden snarare än bedriva en för ekonomin lämplig penningpolitik. Mycket fokus har också varit på de offentliga utgifterna och det faktum att den amerikanska statsskulden fortsätter att öka till nya rekordnivåer i förhållande till BNP. Vissa menar att dessa två faktorer är skälet till att den så kallade löptidspremien stigit kraftigt under året, det vill säga den extra avkastning som investerare kräver för att låna ut pengar på lång sikt jämfört med kort sikt. Debatten kring detta lär fortsätta.

Ränteinvesteringar i korthet

Ränte- och kreditmarknaderna har haft en period av mindre rörelser där bristen på tillförlitlig amerikansk statistik efter nedstängningar har lämnat Federal Reserve och investerare utan tydliga riktlinjer. Federal Reserve väntas fortsätta sänka räntan, men gör det försiktigt i en miljö där politisk påverkan och växande statsskuld skapar osäkerhet. Långa räntor i USA rör sig sidledes medan Europa rör sig svagt uppåt, drivet av ökade finanspolitiska satsningar och större obligationsutbud. I Sverige stiger räntorna något i takt med ökad statlig upplåning och konjunkturen visar tidiga tecken på återhämtning. Kreditspreadarna ligger nära historiska bottennivåer men har vänt svagt uppåt, framför allt i USA, samtidigt som enstaka konkurser av privata lån väcker frågor om riskerna i oreglerade lånemarknader. För räntefonder innebär detta att avkastningen framåt sannolikt följer den löpande räntan, med begränsad potential för positiva överraskningar.

Inledning
Sammanfattning
Vår marknadssyn
Vår portfölj
Globala aktier
Nordiska aktier
Ränteinvesteringar
Teman
Internationell översikt

I våra prognoser för styrräntan i USA ser vi gradvisa sänkningar med cirka en procentenhet ner till 3,00 procent i slutet på 2026. När det gäller utvecklingen för marknadsräntorna ser vi möjlighet för en nedgång med runt 50 punkter för 2-årsräntan under början på nästa år. Fed har också sagt att balansräkningen ska sluta krympa från och med den 1december och att återinvesteringar av obligationsförfall ska ske i växlar, vilket innebär att löptiden på Feds statspappersinnehav kommer att kortas (och därmed pressa ner korträntor). För de längre räntorna (5 år och uppåt) ser vi också möjlighet till succesivt lägre nivåer men inte lika låga, vilket gör att avkastningskurvan fortsätter att bli något brantare framöver.

Europa – Under hösten har både de kortare och längre marknadsräntorna rört sig sidledes till svagt stigande, avbruten av en kort dipp i mitten av oktober. Här syftar vi främst på den tyska räntan som normalt sett sätter golvet för andra länder.

ECB signalerar att man är nöjda med dagens nivå på styrränta trots en ekonomi som inte riktigt vill ta fart och en inflation som är nära målet. Förhoppningen är att dagens nivå med en styrränta på 2,0 procent är tillräckligt låg för att tillsammans med finanspolitiska satsningar leda till högre tillväxt inom euroområdet. Satsningarna på försvar och infrastruktur som annonserades under våren kommer att öka upplåningsbehovet och utbudet av statsobligationer och därmed sätta press uppåt på marknadsräntor. Vi tror att ECB kommer att hålla sin styrränta på dagens nivå under resten av året och så långt vi kan se under nästa år. Prognosen för marknadsräntor är svagt uppåt för alla löptider, vilket betyder att lutningen på den tyska räntekurvan fortsätter att vara klart positiv under nästa år.

Sverige – Under hösten har marknadsräntorna stigit för alla löptider, framför allt för räntor på fem år, med uppgångar på omkring 20 baspunkter. Den svenska 10-årsräntan som länge handlats under den tyska motsvarigheten ligger nu på samma nivå som denna. Aktiviteten i svensk ekonomi har varit en besvikelse men vi ser nu tidiga tecken på att den efterlängtade återhämtningen kan ta fart under nästa år. Riksbanken har troligtvis sänkt klart för denna cykel och vi ser att man kommer låta styrräntan ligga kvar på nuvarande

> ”I våra prognoser för styrräntan i USA ser vi gradvisa sänkningar med cirka en procentenhet ner till 3,00 procent i slutet på 2026.”

nivå (1,75 procent) under hela nästa år. Vi och Riksbanken ser uppgången i inflationen som tillfällig. Skulle konjunkturuppgången nästa år komma av sig finns det därför inget som hindrar att man trots allt skulle kunna sänka ytterligare.

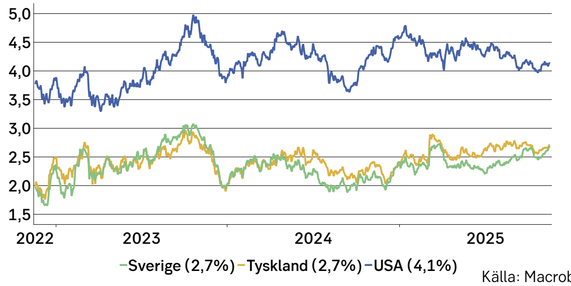
En viktig faktor för utvecklingen av svenska statsobligationsräntor framöver är storleken på statens upplåning och det totala utbudet av statsobligationer. Efter många år av en krympande stock utestående obligationer kommer vi istället att få se en tydlig ökning av upplåningsbehovet de närmaste åren samtidigt som Riksbanken tydligt minskat sitt ägande. Den ökade upplåningen beror främst på finanspolitisk expansion, stödet till Ukraina och försvarssatsningar. Det ökade upplåningsbehovet kommer utan tvivel sätta press uppåt på svenska statsobligationsräntor. Förhoppning finns dock om att den ökade likviditeten kan locka tillbaka internationella investerare som halverat sina innehav den senaste 10-årsperioden. I våra prognoser för nästa år ser vi ytterligare något högre räntor för alla löptider, men vi pratar inte om någon dramatik. Vi ser också att den 10-åriga räntedifferensen mot Tyskland återgår till att vara positiv.

Prognos 10-åriga statsobligationsräntor
Procent, i slutet av året

	6 nov	2025	2026	2027
USA	4,11	4,00	4,10	4,30
Tyskland	2,66	2,65	2,80	3,20
Sverige	2,58	2,60	2,95	3,35
Norge	3,98	3,95	3,95	4,15

Källa: SEB

Långa statsobligationsräntor stiger svagt i Europa



Källa: Macrobond

Långa statsobligationsräntor (10 år) går sidledes till något nedåt i USA. I Europa har tendensen varit svagt uppåt. Vi tror att den trenden kan fortsätta lite till, vilket gör att avståndet krymper något. Sverige kommer fortsätta mer uppåt och räntedifferensen till Tyskland kommer återgå till att vara positiv.

Företagsobligationer

Kreditspreaden, dvs. den extra ränta som företag betalar utöver räntan på statspapper, har varit i en nedåtgående trend under flera år. Orsakerna står att finna på flera håll. Den marknadsmiljö vi befinner oss i, där företagen har en bra vinstutveckling och där aptiten på mer riskfyllda tillgångar är hög samtidigt som utbudet av obligationer är relativt lågt och konkursfrekvensen är låg, bildar tillsammans en gynnsam omgivning för företagskrediter.

Utvecklingen under de senaste månaderna har varit stabil men med en lätt dragning uppåt, framför allt för de amerikanska kreditspreadarna som just nu handlas över europeiska motsvarigheter. Vi har också sett att vissa namn med anknytning till

Inledning
Sammanfattning
Vår marknadssyn
Vår portfölj
Globala aktier
Nordiska aktier
Ränteinvesteringar
Teman
Internationell översikt

AI och datacenters sett stigande nivåer på sina kreditförsäkringar (credit default swaps). I ett längre perspektiv ligger vi fortfarande nära ”all time low” men om den totalt sett gynnsamma omgivningen för företagskrediter består kan vi säkert ligga kvar på dessa nivåer under en tid.

Mest uppmärksammat på kreditmarknaden under den senaste perioden har annars varit några konkurser på den amerikanska marknaden för syndikerade och privata lån som påverkat vissa fonder negativt (läs mer om detta i vår temaartikel på sidan 27). Vissa menar att detta indikerar djupare problem för den allt större marknaden för oreglerade privat lån och menar att detta är nästa finansiella problemområde i analogi med problemen för de s.k. subprime -lånen inom bostadsfinansiering och som blev upprinnelsen till den stora finanskrisen för drygt 15 år sedan. Andra menar att detta är isolerade händelser för specifika låntagare och inte tecken på någon systemkris. Att en av konkurserna berodde på bedrägeri snarare än olönsam verksamhet stöder om något den senare vyn.

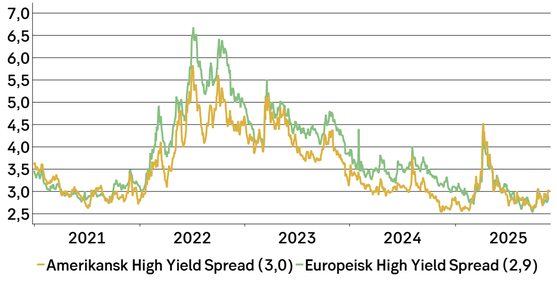
En annan viktig faktor för företagsobligationsmarknaden är konkursfrekvenser. Kreditvärderingsinstitutet Moodys skriver i sin senaste rapport att i huvudscenariot kommer konkursfrekvenserna minska något men nämner också att tullar och handelsproblem snabbt kan försvaga kreditförhållandena och är öppna för betydligt mer pessimistiska scenarion.

Sammanfattningsvis är vi fortsatt försiktiga till investeringar i high yield-obligationer och något mer positiva till investment grade.

Räntefonder

Räntefonderna har fortsatt att ticka på med en avkastning i linje med den löpande räntan eftersom inga större justeringar av underliggande ränta eller kreditspreadar har påverkat värdet påtagligt under den senaste tremånadersperioden. De fonder som klarat sig allra bäst är de med högst kreditrisk, high yield-fonder med global inriktning, men även globala investment grade-fonder med lite

Kreditspreadar för High Yield ligger kvar på låga nivåer



Källa: Macrobond

Dagens nivåer är låga ur ett historiskt långsiktigt perspektiv. Vi har sett tendenser till ökade speadar, framför allt i USA.

längre duration tillhör de relativa vinnarna de senaste tre månaderna. Tittar man ett år tillbaka har de flesta räntefonderna avkastat någonstans mellan två och sju procent, vilket får anses som en ganska normal nivå sett över en längre period. För det närmaste året ser vi framför oss att de flesta räntefonderna kommer att avkasta ungefär i linje med den nuvarande nivån på den löpande räntan då vi inte ser några större förändringar i kreditspreadar och underliggande ränta. Vi noterar dock att den låga nivån på kreditspreadar och det faktum att centralbanker i Europa troligen sänkt klart gör att eventuella överraskningar troligen finns på nedsidan för räntefonder. I USA ser vi möjlighet till något lägre ränta på statspapper, vilket skulle kunna gynna vissa fonder med större dollarexponering. När det gäller USD-obligationer förvinner dock en stor del av avkastningen i valutasäkringen till svenska kronor. Sammantaget får man räkna med en lägre avkastning, i linje med den löpande effektivräntan, under kommande ettårsperiod för de flesta räntefonder.

Tomas Rydin
Fondanalytiker, Investments

Inledning
Sammanfattning
Vår marknadssyn
Vår portfölj
Globala aktier
Nordiska aktier
Ränteinvesteringar
Teman
Internationell översikt

Tema: Hälsovårdssektorn – stabil tillväxt till attraktivt pris

Hälsovårdssektorn är en av de stabilaste sektorerna på aktiemarknaden – men även en av de långsiktigt mest attraktiva. Den kännetecknas av stabil efterfrågan, stark innovationskraft och bolag med en kombination av hög lönsamhet och förutsägbar intjäning. Detta gör att sektorn erbjuder ett bra skydd genom ekonomiska cykler och i osäkra tider. Vi ser att kombinationen av defensiva egenskaper och strukturell tillväxt gör hälsovårdssektorn till en viktig komponent i en balanserad portfölj.

Inledning
Sammanfattning
Vår marknadssyn
Vår portfölj
Globala aktier
Nordiska aktier
Ränteinvesteringar
Teman
Internationell översikt

Den globala hälsovårdssektorn drivs av långsiktiga strukturella trender som inte nämnvärt påverkas av konjunkturen. Den viktigaste faktorn är demografi – vi lever allt längre och andelen personer över 65 år väntas fördubblas till år 2050. En åldrande befolkning innebär ökade vårdbehov, fler fall av kroniska sjukdomar och en stigande efterfrågan på läkemedel, medicinteknik och vårdtjänster. Samtidigt växer medelklassen i de stora tillväxtländerna, i Asien och Latinamerika. Då inkomsterna och levnadsstandarden stiger ökar efterfrågan på högkvalitativ vård och tillgång till moderna mediciner. Ju äldre vi blir, desto mer pengar lägger vi på hälsovård; en 80-åring spenderar i genomsnitt fyra gånger så mycket pengar som en 40-åring. Vi har även generellt mindre acceptans än tidigare generationer för att åldrandets sjukdomar ska utgöra ett hinder för en aktiv tillvaro.

Kombinationen av dessa trender skapar en säker långsiktig tillväxt som få andra sektorer kan uppvisa. Dessutom med lågt beroende av konjunkturcykler.

Innovation – viktig drivkraft för hälsovårdssektorn

Forskning och teknologisk utveckling driver ständigt fram nya behandlingar och diagnostikmetoder. Till skillnad från många andra sektorer, där innovation ofta handlar om konkurrensfördelar och snabb skalning, styrs hälsovårdens utveckling av helt andra drivkrafter. Inom hälsovård handlar innovation oftast om att höja vårdkvalitet och effektivitet, samtidigt som den sker under stort kostnadstryck från sjukhusen. Innovation inom hälsovård är också mer komplex än i många andra sektorer. Inte bara tekniskt utan även kulturellt och regulatoriskt då det ställs höga krav på säkerhet och bevis på ökad patientnytta.

Trots detta ser vi enorm potential för fortsatt utveckling från digitalisering, artificiell intelligens (AI) samt mer avancerad och personanpassad vård. Framsteg inom AI möjliggör betydligt snabbare läkemedelsutveckling, effektivare kliniska studier och mer träffsäkra diagnoser. Digitalisering ökar effektiviteten och minskar kostnaderna inom vården samtidigt som vårdkvaliteten ökar.

Exempel på bolag som bidrar med Health Tech-innovationer är Guardant Health, Grail och Roche som alla arbetar med att ta fram blodbaserade test för cancerscreening, vilket kan få stort genomslag på sikt. Ett annat område är sensorer. Amerikanska Dexcom och Abbott har exempelvis de ledande blodsockersensorerna på marknaden. Dessa kan mäta blodsocker hos diabetessjuka i realtid och med hjälp av Bluetooth-teknik sända data till mobiltelefonen. Insulindosen kan då regleras mer optimalt eller så kan systemet larma och rädda liv om patienten faller i diabeteskoma. Ett flertal av de stora IT-bolagen utvecklar också olika bärbara sensorsystem i form av klockor och ringar.

Kvantdatorer är ett annat revolutionerande IT-område som kommer finna sina första tillämpningar i biologiska sammanhang. Det finns många exempel på samarbeten mellan ledande IT-bolag och läkemedelsbolag. IBM kommer exempelvis placera sin första kommersiella kvant-dator, Quantum System One, hos Cleveland Clinic i USA. AstraZeneca är ett av många läkemedelsbolag som samarbetar med Nvidia och använder neurala nätverk för att ta fram nya substanser.

Parallellt går den medicinska och biologiska forskningen framåt i rasande takt där helt nya metoder används. Gener kartläggs och modifieras, populationsdata digitaliseras och studeras, och även läkaren kan numera operera på distans.

Temat i korthet

Hälsovårdssektorn är en defensiv sektor med strukturella drivkrafter som demografi och stark innovation. Den erbjuder stabil efterfrågan, hög och förutsägbar lönsamhet samt låg konjunkturkänslighet. Trots sektorns historiskt starka avkastning har den under 2025 gått svagare än bredare marknader – främst på grund av Donald Trumps politik. Han har infört krav på lägre läkemedelspriser, hotat med höga tullar och drivit på ökade investeringar i USA. Avtal har nu slutits mellan Trump-administrationen och stora bolag som Pfizer och AstraZeneca, där bolagen accepterar MFN-priser inom Medicaid och utlovar stora investeringar i USA. På kort sikt har dessa förändringar dämpat sentimentet, men på längre sikt väntas sektorn gynnas av fortsatt innovation, digitalisering, AI och ett ökat behov av kvalitativ vård. Vi bedömer att hälsovårdssektorn är en attraktiv långsiktig investering med stabilitet, hållbar tillväxt samt goda möjligheter för uppvärdering.

Inledning
Sammanfattning
Vår marknadssyn
Vår portfölj
Globala aktier
Nordiska aktier
Ränteinvesteringar
Teman
Internationell översikt

En av de mest banbrytande innovationerna har varit att förutsäga den tredimensionella strukturen på ett protein – en av den biologiska världens största utmaningar. Proteiner är kroppens arbetshästar, de används för att bygga muskler och organ samt hantera de flesta av kroppens kemiska funktioner. Proteiner – ihop med vatten, fett, socker och lite mineraler – är det som bygger en levande varelse. Byggets ritning kommer från DNA, som finns i våra gener. För att producera proteiner måste kroppen först läsa av DNA, vilket görs med hjälp av en ”mellanhand” – RNA. Det är den här processen som styr vilka delar av DNA som används för att kunna skapa alla olika typer av celler i kroppen. En cell i ögat uttrycker till exempel andra gener och gör andra proteiner än en i stortån.

DeepMind, ett brittiskt AI-bolag som förvärvades av Google, har nu lyckats lösa denna utmaning genom att förutsäga den tredimensionella strukturen på ett protein utifrån dess aminosyrasekvens – något forskare har försökt lösa sedan 1970-talet. Lösningen kommer förändra biokemi i grunden. För första gången kan man utifrån en genetisk DNA-sekvens förutsäga hur slutprodukten, proteinet, kommer att se ut, och det är 3D-strukturen som bestämmer proteinets funktion. Detta kommer att kunna användas i alla möjliga forskningssammanhang; läkemedelsforskning, materialteknik, växtförädling etc. Komplexa biologiska samband och molekyler kan simuleras och därmed accelerera utvecklingen av läkemedel.

Ett annat område som utvecklas fort är cellbaserade terapier (CAR-T celler, NK celler, stamceller). Metoden innebär att celler tas ut från kroppen, modifieras (till exempel med en gensax), och sedan återförs i syfte att förhoppningsvis bota cancer eller laga en genetisk defekt. Gilead, Novartis och Bristol Myers Squibb har alla lanserat sådana cellbaserade terapier de senaste åren.

”Sektorns höga innovationstakt möjliggör strukturell tillväxt och ökad effektivitet även i mogna marknader.”

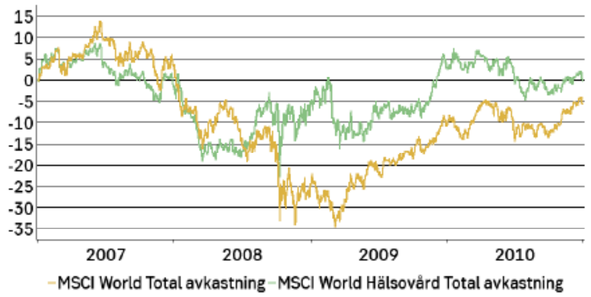
Sektorns höga innovationstakt möjliggör strukturell tillväxt och ökad effektivitet även i mogna marknader. Samtidigt är cyklerna ofta långa där patenterade produkter ger höga inträdesbarriärer, viket resulterar i höga marginaler och starka kassaflöden för bolagen. Framöver väntas sektorn fortsätta växa snabbare än global BNP. Investeringar i digital vård och AI kommer driva nya intäktsmodeller. Samtidigt ställer världens befolkning allt större krav på vården, vilket vi ser gynnar de bolag som kan kombinera medicinsk utveckling med ny teknologi. Vi ser även att sektorn har en tydlig koppling till hållbarhet och samhällsnytta. Detta medför att sektorn får höga poäng och är en viktig komponent för ESG-inriktade investerare, vilket över tid kan driva kapitalflöden in i sektorn.

Den defensiva karaktären gör sektorn attraktiv

Efterfrågan på vård och medicin påverkas i mycket liten grad av konjunktursvängningar. Oavsett ekonomiskt klimat behöver människor behandling, vilket skapar stabilitet i kassaflöden mellan åren. Historiskt har sektorn presterat starkt relativt övriga sektorer under lågkonjunkturer och stora börsfall.

Den låga korrelationen och beroendet av ekonomisk tillväxt gör hälsovårdssektorn till ett naturligt skydd och en diversifierande faktor i en bred aktieportfölj. Dessutom visar många bolag i sektorn på hög lönsamhet och förutsägbarhet i kassaflöden, tack vare långa produktcykler, återkommande intäkter och starka varumärken. Detta bidrar till att sektorn är särskilt attraktiv i perioder av makroekonomisk oro, stigande räntor eller geopolitiska risker.

Hälsovårdssektorn håller emot bättre än övriga sektorer vid stora börsfall



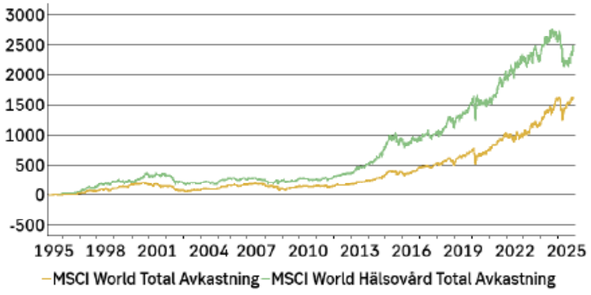
Källa: Macrobond

Grafen visar utvecklingen i svenska kronor för den globala hälsovårdssektorn jämfört med ett globalt aktieindex under och efter finanskrisen. Sektorn föll betydligt mindre än resten av börsen och återhämtade även fallet betydligt snabbare.

Hälsovårdssektorn har en stark historik av långsiktigt värdeskapande för sina aktieägare. Sedan 1995 har ett globalt hälsovårdsindex som MSCI World Health Care överträffat ett brett marknadsindex med god marginal med en överavkastning på i snitt 1,5 procentenheter per år.

Inledning
Sammanfattning
Vår marknadssyn
Vår portfölj
Globala aktier
Nordiska aktier
Ränteinvesteringar
Teman
Internationell översikt

Stark långsiktig avkastning



Källa: Macrobond

Avkastning de senaste 30 åren i svenska kronor för den globala hälsovårdssektorn jämfört med ett globalt aktieindex. Sektorn visar på en stark överavkastning över tid.

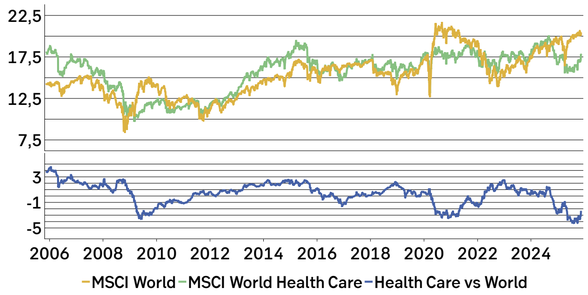
Samtidigt har risken, mätt som volatilitet varit betydligt lägre. Detta är en ovanlig kombination på aktiemarknaden – sektorn har historiskt erbjudit hög avkastning till låg risk. Detta betyder att en allokering till hälsovårdssektorn är en effektiv byggsten i en långsiktig aktieportfölj.

Vi ser att den historiska överavkastningen förklaras av:
1. Stabil efterfrågan med lågt beroende av konjunktur
2. Strukturell tillväxt från innovation och demografi
3. Höga inträdesbarriärer som säkerställer stabil lönsamhet och hållbar tillväxt

Trots sina attraktiva kvaliteter ser vi att hälsovårdssektorn ofta handlas till en rimlig värdering. De senaste årens fokus på AI- och teknikbolag har även lett till att sektorn hamnat lite i skymundan då investerare roterat ut ur defensiva sektorer som hälsovård för att köpa mer tillväxtorienterade bolag. Detta har skapat ett intressant värderingsläge, där vi särskilt ser den relativa värderingen som intressant. Historiskt har sektorn i genomsnitt handlats i nivå med bredare index (mätt som P/E-tal för kommande 12 månader). Idag ligger värderingen tydligt under den bredare marknaden med en rabatt på runt 15 procent. Detta trots goda tillväxtutsikter, höga marginaler och högre stabilitet än börsen som helhet.

> ”Idag ligger värderingen tydligt under den bredare marknaden med en rabatt på runt 15 procent.”

Osäkerhet har öppnat upp ett stort värderingsgap



Källa: Macrobond

Sektorns värdering mätt som förväntat P/E-tal kommande 12 månader jämfört med ett globalt aktieindex. Över tid har sektorn handlats i linje med resten av börsen men under det senaste året har sektorns rabatt mot resten av börsen nått extrema nivåer.

Ett tufft 2025 för hälsovårdssektorn

Under 2025 har hälsovårdssektorn uppvisat en svag avkastning jämfört med bredare index och de flesta övriga sektorer. Detta förklaras till stor del av Donald Trumps hälsovårdspolitik, som har påverkat sektorns förutsättningar på flera sätt. De negativa aspekterna har hittills dominerat sentimentet mot sektorn då dessa har skapat ökad osäkerhet. En av Trumps prioriteringar mot sektorn är att sänka läkemedelspriserna i USA. Hans mål är att uppdatera prissystemet för läkemedel genom att knyta priset i de amerikanska statliga programmen (Medicaid och Medicare) till vad motsvarande läkemedel kostar i övriga utvecklade länder (MFN-priser). Hot om tullar på 100 procent på läkemedelsimport samt krav på att bolag måste flytta produktionen till USA har även bidragit till ett negativt sentiment mot sektorn. Trumps utspel har medfört risk för marginalpress då bolag skulle tvingas sänka priser eller ge stora rabatter, något som ytterligare har förstärkt osäkerheten i sektorn. Tidigare har risken för tullar och prisreglering varit låg i sektorn, men den ökade osäkerheten har medfört att investerare kräver en högre riskpremie, och därmed en högre förväntad avkastning, för att vara investerade i sektorn.

Under hösten har Trump slutit avtal med ett antal stora läkemedelsbolag, däribland Pfizer, AstraZeneca, Eli Lilly och Novo Nordisk. Bolagen har åtagit sig att tillämpa MFN-priser både vid lansering av nya läkemedel och för befintliga produkter inom Medicaid-programmet, samt att öka sin forskning och tillverkning i USA. Bolagen förbinder sig också att erbjuda försäljning direkt till konsument via ett nyinrättat program (TrumpRX.gov) med betydande rabatter mot listpris för vissa läkemedel. Dessutom kommer bolagen att investera stora belopp i tillverkning och forskning i USA som en del av avtalen. De bolag som ingått avtal kommer att undantas de tullar som Trump hotat med. Vi förväntar oss att ett flertal liknande avtal kommer att slutas mellan Trump-administrationen och stora läkemedelsbolag under de kommande månaderna, vilket ytterligare kommer minska osäkerheten för sektorn. Bolagen måste nu istället börja hantera och leva med nya risker så som långsiktig prissättning, tillverkningskrav samt ökad granskning från myndigheter.

Vi anser att avtalen är hanterbara för läkemedelsbolagen då de hittills inte verkar påverka priser inom kommersiella försäkringslösningar eller Medicare-planer i någon stor utsträckning. Medicaid står endast för runt 10 procent av läkemedelsbolagens

Inledning
Sammanfattning
Vår marknadssyn
Vår portfölj
Globala aktier
Nordiska aktier
Ränteinvesteringar
Teman
Internationell översikt

försäljning i USA och ligger vanligtvis redan på lägre nivåer än övriga system. Vi bedömer att MFN-priser inom Medicaid därför är klart hanterbara för industrin som helhet. Vid lansering av nya läkemedel förväntar vi oss att bolagen delvis kommer att kunna kompensera för det lägre priset i USA genom ett högre pris på övriga marknader. Angående investeringsåtaganden ser vi att flertalet av de stora läkemedelsbolagen redan har tillkännagivit stora investeringar i USA.

Sammanfattningsvis är hälsovårdssektorn en defensiv sektor med strukturella drivkrafter som demografi och stark innovation. Den erbjuder stabil efterfrågan, hög och förutsägbar lönsamhet samt låg konjunkturkänslighet. Trots sektorns historiskt starka avkastning har den under 2025 gått svagare än bredare marknader – främst på grund av Donald Trumps politik. Han har infört krav på lägre läkemedelspriser, hotat med höga tullar och drivit på ökade investeringar i USA. Avtal har nu slutits mellan Trump-administrationen och stora bolag som Pfizer och AstraZeneca där bolagen accepterar MFN-priser inom Medicaid och utlovar stora investeringar i USA. På kort sikt har dessa förändringar dämpat sentimentet, men på längre sikt väntas sektorn gynnas av fortsatt innovation, digitalisering, AI och ett ökat behov av kvalitativ vård. Vi bedömer att hälsovårdssektorn är en attraktiv långsiktig investering med stabilitet, hållbar tillväxt samt goda möjligheter för uppvärdering.

Inledning
Sammanfattning
Vår marknadssyn
Vår portfölj
Globala aktier
Nordiska aktier
Ränteinvesteringar
Teman
Internationell översikt

Tema: Private credit – en växande del i den moderna kreditmarknaden

Private credit har gått från att vara en nisch för specialiserade investerare och institutioner till att bli ett centralt inslag i moderna investeringsportföljer. Med högre förväntad avkastning än traditionella ränteinvesteringar och historisk lägre volatilitet än publika high yield-marknader, erbjuder tillgångsklassen både stabilitet och kontroll – tack vare direkta relationer med låntagare.

Inledning
Sammanfattning
Vår marknadssyn
Vår portfölj
Globala aktier
Nordiska aktier
Ränteinvesteringar
Teman
Internationell översikt

Private credit är ett brett univers och ett ekosystem av krediter med olika strukturer, säkerheter, risknivåer och avkastningsprofiler. Vi vill med denna artikel förklara vad som ryms inom begreppet private credit, hur avkastningen skapas, vilka risker som finns samt varför investerare i allt större utsträckning använder tillgångsklassen i sin strategiska portföljallokering.

För att förstå varför private credit vuxit så snabbt behöver man se hur marknaden förändrats strukturellt sedan finanskrisen och hur tillgångsklassen passar in i det nya, bredare kreditlandskapet.

Ett förändrat finansieringslandskap

Fram till 2008 var traditionella banker den självklara källan för företagsfinansiering, särskilt inom små och medelstora företag med etablerade affärsmodeller, men utan tillräcklig storlek eller kreditbetyg för att kunna ställa ut publika företagsobligationer. Bankernas utlåning fungerade som en central del av bolagens affärs- och finansieringsmodeller. Men finanskrisen förändrade den globala synen på risk och kapitalbuffertar. Därmed följde ett regelverksskifte som i grunden ritade om kreditkartan.

Nya kapitalkrav, innebar att banker tvingades hålla mer eget kapital för lån med högre riskvikt, genom exempelvis Basel III-regelverket. I praktiken blev det dyrare att låna ut till mindre företag, det vill säga de företag som varken har publika kreditbetyg eller tillgång till obligationsmarknaden.

Samtidigt växte den globala private equity-marknaden kraftigt och mängden företag som behövde finansiering för expansion, förvärv och refinansiering ökade snabbt. Denna utveckling skapade ett strukturellt behov av en ny typ av finansiering och i denna lucka klev privata långivare in.

Private credit är därför inte ett cykliskt fenomen utan en del av ett nytt, permanent finansieringssystem för företag. Det privata kapitalet ersätter en del funktioner banker tidigare fyllde, och i många fall med större flexibilitet, snabbare kreditbeslut och mer skräddarsydd finansiering.

Vad är private credit?

Private credit kan beskrivas som all företags- och tillgångsbaserad utlåning som sker genom bilaterala eller privata avtal, utan att lånen handlas på en publik marknad. Begreppet inkluderar flera olika strategier, med olika syften och risknivåer.

Direct lending – den största delen

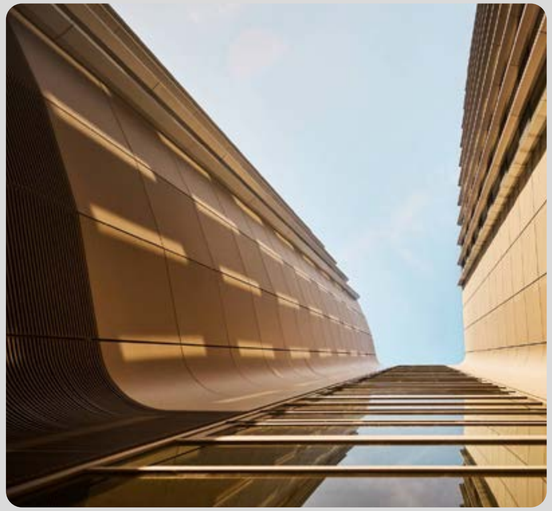
Direct lending, eller direktlån, innebär att långivare ger seniora säkerställda lån, oftast med rörlig ränta (”floating rate”) till små och medelstora företag, som i sin tur är ägda av private equity-bolag och fonder. Att ett lån är seniort och säkerställt innebär att man är den första långivaren att få återbetalning vid finansiella problem. Lånen görs enskilt mellan långivaren och bolaget och detta gör det möjligt att direkt förhandla kreditvillkor som är mer flexibla än på företagsobligationsmarknaden och ge låntagaren snabbare beslut. För investerare är den centrala egenskapen kassaflödesprofilen och att avkastningen följer ränteläget. Direct lending har därför blivit ett av de få tillgångsslag där högre marknadsräntor direkt höjer avkastningsförväntan.

Asset-backed lending

En annan betydande del av private credit är tillgångsbaserad utlåning (”asset-backed lending”), där kredit ges mot säkerhet i tillgångar som maskiner, kundfordringar eller immateriella rättigheter. För investerare kan asset-backed lending vara attraktivt, eftersom riskprofilen även fokuserar på tillgångarnas värde, snarare än enbart framtida kassaflöden.

Fastighets- och infrastrukturlån

Fastighetslån (”real estate debt”) och infrastrukturlån (”infrastructure debt”) ger kreditexponering mot reala tillgångar med stabila kassaflöden, ofta inom energi, logistik eller andra samhällskritiska investeringar. Utlåningen görs mot säkrade tillgångar och ger en mer defensiv risk- och avkastningsprofil jämfört med andra private credit-investeringar.



Temat i korthet

Private credit har utvecklats från en nischmarknad till en central del av moderna investeringsportföljer. Tillgångsslaget växte snabbt efter finanskrisen när stramare bankregler skapade ett strukturellt behov av alternativa finansieringskällor. I dag omfattar private credit flera strategier, där direct lending är den största, men även asset-backed lending, fastighets- och infrastrukturlån samt distressed debt utgör viktiga delar. Avkastningen är i hög grad kassaflödesdriven och kommer från basränta, kreditspread och en illikviditetspremie som investeraren får betalt för, för att binda kapital. Rörlig ränta gör tillgångsklassen robust i perioder av räntehöjningar, och avsaknaden av daglig marknadsprissättning skapar viss stabilitet även i volatila perioder. Riskerna är främst kreditrisk, illikviditet och val av förvaltare och produkt. För investerare med längre placeringshorisont, som söker avkastning, diversifiering och stabila kassaflöden har private credit blivit en naturlig byggsten i portföljen, och mycket talar för att dess betydelse kommer fortsätta växa.

Inledning
Sammanfattning
Vår marknadssyn
Vår portfölj
Globala aktier
Nordiska aktier
Ränteinvesteringar
Teman
Internationell översikt

Distressed debt
Inom distressed debt lånar investeraren till företag som är i finansiellt tuffa situationer, ibland till och med i konkurs, genom att låna ut pengar eller köpa deras skulder för att hjälpa till med en omstrukturering eller refinansiering. Avkastningen och risken är bland de högsta inom private credit-området, men är beroende av både timing och specifik förvaltningsskicklighet gällande omstrukturering av lån och krediter.

Sammanfattningsvis består private credit av en mängd understrategier och är en bred och diversifierad tillgångsklass, med olika risk- och avkastningsförväntningar. Vi kommer framför allt fokusera direct lending inom Private Credit i denna artikel.

Så förhåller sig private credit till övriga kreditmarknaden

Företag kan finansiera sig via banklån, publika företagsobligationer, syndikerade lån (som ges av en grupp banker eller institutionella investerare) eller privata lån. Var och hur bolaget väljer att låna beror på företagsstorlek, kreditbetyg/-kvalitet och behovet av sekretess och flexibilitet.

Investment grade-obligationer, med höga kreditbetyg/låg kreditrisk, är den mest likvida och minst riskfyllda delen av marknaden. High yield-obligationer, med låga kreditbetyg/hög kreditrisk ligger längre ut på riskskalan, där investerare får högre kupong/ränta i utbyte mot högre kreditrisk och volatilitet.

Syndikerade lån, ett lån som ges av flera banker tillsammans (ett syndikat) för att dela på risken och tillsammans finansiera större belopp. En form av syndikerat lån är Leveraged loans, vilket normalt är seniora lån till företag oftast har lägre kreditbetyg (under investment grade).

Private credit direktlån är ofta seniora och säkerställda likt syndikerade lån, men är privata och förhandlas direkt med låntagaren. Där publika företagsobligationer prissätts kontinuerligt av marknaden, prissätts private credit i förhållande till avtalsstrukturen och kassaflödet vilket minskar volatiliteten. Samtidigt skiljer sig värderingsprocessen och frekvens jämfört med publika obligationer, då frånvaron av löpande marknadsprissättning gör att värdeförändringar ofta realiseras mer sällan och stegvis inom private credit.

För att göra jämförelsen tydligare kan kreditmarknaden illustreras på följande sätt:

Kreditmarknades uppbyggnad

	Investment grade-obligationer	High yield-obligationer	Syndikerade lån (Leveraged Loans)	Private credit (Direktlån)
Kreditkvalitet	Hög	Låg	Blandad, ofta under IG, mest större bolag	Ofta under IG, mest små och medelstora företag
Kupongtyp	Vanligtvis fast ränta	Vanligtvis fast ränta	Vanligtvis rörlig ränta	Vanligtvis rörlig ränta
Ränterisk (duration)	Hög (långa löptider)	Medelhög	Låg	Låg
Prioritet vid konkurs / säkerhet	Ofta osäkrade	Ofta osäkrade	Ofta seniort säkerställda	Ofta seniort säkerställda
Likviditet	Hög – handlas på öppna marknader	Medelhög – handlas publikt men historiskt låg likviditet vid marknadsstress	Begränsad – handlas på lånemarknaden	Låg – icke-likvida, privata placeringar
Typisk avkastning (relativt)	Låg	Medel	Hög	Hög
Huvudsakliga risker	Ränterisk, nedgradering av kreditbetyg, spreadförändringar *	Kreditrisk, spreadförändringar *, ränterisk	Kreditrisk, illikviditet, komplexitet	Kreditrisk, Illikviditet, förvaltarrisk

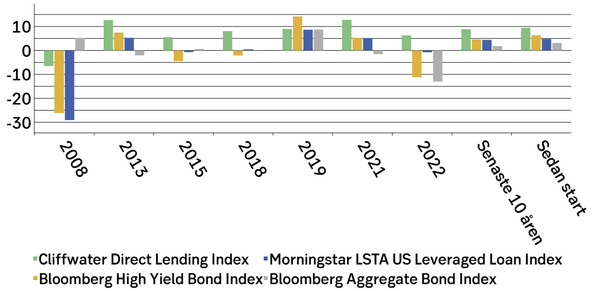
*Spread är skillnaden mellan räntan på en företagsobligation och en ”säker” ränta som t.ex. en statsobligation. När spreaden ökar (vidgas) betyder det att marknaden ser högre risk i företagsobligationer.

Inledning
Sammanfattning
Vår marknadssyn
Vår portfölj
Globala aktier
Nordiska aktier
Ränteinvesteringar
Teman
Internationell översikt

Motståndskraft och lägre marknadsvolatilitet

Tabellen på föregående sida visar att private credit utgör ett eget segment i kreditmarknaden. Den är mindre likvid än publika företagsobligationer, med högre avkastningsförväntan och lägre marknadsvolatilitet. I praktiken innebär det att avkastningen inte svänger lika mycket med marknadssentiment eller ränterörelser, utan drivs primärt av underliggande räntestruktur och kreditkvalitet. Den lägre marknadsvolatiliteten har även visat sig under tuffare perioder i marknaden, där direktlån har visat stabilare avkastning jämfört med high yield-företagsobligationer och syndikerade lån.

Direktlån har visat stabilitet i olika marknadsklimat



Källa: Cliffwater , J.P Morgan, Bloomberg, Morningstar 2005-2023

Direktlån har visat en stabilare avkastning jämfört med high yield-företagsobligationer och syndikerade lån, samtidigt som historisk avkastning varit högre

Så skapas avkastningen inom private credit – direktlån

Det är i huvudsak fyra komponenter som bidrar till totalavkastningen i direktlån inom private credit:

1. **Basräntan** – en riskfri ränta, som exempelvis Euribor (den ränta banker i Europa använder när de lånar till varandra)
2. **Kreditrisk** – den extra avkastning investeraren får som kompensation för risken att låntagaren inte kan betala tillbaka
3. **Illikviditetspremie** – kompensation för att lånet inte handlas publikt och är svårare att sälja på en andrahandsmarknad
4. **Avgifter och ränteersättning** – uppläggningsavgifter och räntekompensation om lånet löses i förtid, i likhet med vad banker får vid bankfinansiering

När dessa fyra delar kombineras blir totalavkastningen ofta högre än i den publika kreditmarknaden. Till skillnad från en likvid företagsobligationsportfölj, där prisrörelser och marknadsräntor driver värdeförändring på kort sikt, utgör låneräntan/kupongen och kreditkvalitén den huvudsakliga avkastningen inom private credit. Detta förklarar varför private credit historiskt haft låg volatilitet även under stressade marknadsperioder, så länge låntagaren betalar kupongen/räntan förblir avkastningen ofta stabil.

Att lånen har rörlig ränta gör dessutom att avkastningsförväntningarna automatiskt stiger när ränteläget höjs. Under räntehöjningsperioden med start 2022 drabbades publika obligationsmarknader av prisfall när räntorna steg, medan private credit-investeringar ökade sin avkastning. Det är ett av få tillgångsslag där högre räntor varit positivt för investeraren på kort sikt.

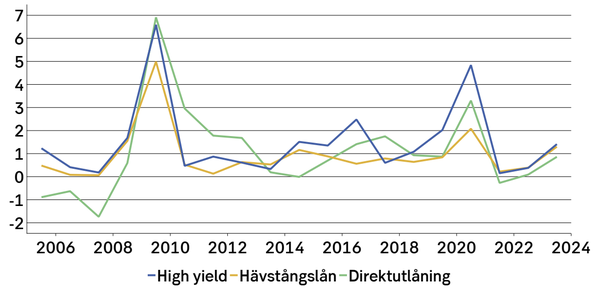
Risker med private credit

- Kreditrisk
- Låg likviditet
- Val av placering

Private credit är inte riskfritt. Kreditrisken, dvs att det enskilda bolaget inte kan betala av på/tillbaka lånet är central och den huvudsakliga risken, då företag kan drabbas av minskade intäkter, ökade kostnader eller misslyckade förvärvsstrategier. Samtidigt har historiska kreditförluster i private credit varit lägre än i publika high yield-marknader.* Som vi tidigare har varit inne på är de flesta private credit-lån seniort säkerställda, vilket ger långivaren förtur till tillgångar och kassaflöden vid problematiska situationer. Det gör att återbetalningsnivån också normalt är hög även för bolag som har kredithändelser.

Låg likviditet är en annan viktig risk. Private credit är skapat för investerare med längre placeringshorisont. Lånen kan inte kan säljas dagligen på en andrahandsmarknad. Men just illikviditeten är som vi tidigare visat också ett viktigt avkastningselement, där investeraren faktiskt får betalt i form av en illikviditetspremie, samtidigt som man inte exponeras mot dagliga prisrörelser, vilket minskar volatiliteten. Det tredje stora riskområdet handlar om vilken investeringsprodukt och förvaltare du väljer. Private credit är en aktiv marknad där det är avgörande att lånen är noggrant granskade, att avtalsvillkoren är starka och att strukturen är genomtänkt. Skillnaden mellan en bra och mindre bra förvaltare kommer att vara betydande, särskilt under perioder av stress i kreditmarknaden.

Historisk årliga kreditförluster inom olika kreditslag



Källa: Cliffwater , J.P Morgan, Morningstar. December 2023

Kreditförluster inom direktlån följer samma mönster som syndikerade lån och hihg yield-obligationer och har historiskt varit på liknande nivåer.

Inledning
Sammanfattning
Vår marknadssyn
Vår portfölj
Globala aktier
Nordiska aktier
Ränteinvesteringar
Teman
Internationell översikt

Medial oro för tillgångsslaget – fallet First Brands

Under hösten har vissa fall av problemkrediter fått stor uppmärksamhet i pressen, med rubriker som ifrågasätter om private credit-marknaden har vuxit för snabbt på kort tid.
First Brand var ett av dessa uppmärksammade fall, där bolaget hamnat på obestånd med stora skulder. Finansieringen av bolaget var främst genom den syndikerade lånemarknaden men företaget hade dessutom en del finansiering av leverantörsskulder via asset backed lending, som är del av den bredare private debt marknaden. Kredithändelser, det vill säga att enskilda bolag får betalningsproblem, kommer ske inom private credit, och den viktigaste frågan är hur tillgångsslaget över lag mår idag? Även om marknaden vuxit snabbt tror vi att det finns utrymme för att fortsätta växa, kopplat till den strukturella efterfrågan, framför allt i Europa där private credit fortfarande utgör en mindre del av lånemarknaden jämfört med i USA. Tillgångsslaget är en långsiktigt viktig pusselbit i den bredare kreditgivningen och private equity-bolag fortsätter att söka snabb och flexibel finansiering för sina portföljbolag. Det kommer fortsatt vara av högsta vikt att välja vilken del av kreditmarknaden man vill vara exponerad mot och förvaltare som har starka och robusta processer för riskbedömning och investeringsbeslut.

Därför är private credit en intressant investering i en väldiversifierad portfölj

För investerare finns det tre tydliga fördelar:

1. Högre avkastningspotential än traditionella kreditinvesteringar
2. Lägre historisk volatilitet än high yield-företagsobligationer
3. Diversifiering i förhållande till aktier, räntor och andra alternativa tillgångar

Avkastningen är i hög grad kassaflödesdriven och kommer från basränta, kreditspread och en illikviditetspremie som investeraren får betalt för, för att binda kapital. Rörlig ränta gör tillgångsklassen robust i perioder av räntehöjningar, och avsaknaden av daglig marknadsprissättning skapar viss stabilitet även i volatila perioder. Många investerare beskrev tidigare sin räntedel av portföljen som stabil och diversifierande i förhållande till aktieexponering, men de senaste årens räntechocker har gjort det tydligt att ränterisk (”duration”) kan vara en källa till volatilitet samtidigt som korrelationen (samvariationen) med aktier ökat. Private credit erbjuder kreditexponering utan ränterisk, tack vare den rörliga räntan på lånen. Det gör den till ett attraktivt komplement, snarare än en ersättare, till obligationsportföljen.

Riskerna är främst kreditrisk, illikviditet och val av förvaltare och produkt. För investerare med längre placeringshorisont, som söker avkastning, diversifiering och stabila kassaflöden har private credit blivit en naturlig byggsten i portföljen, och mycket talar för att dess betydelse kommer fortsätta växa.

Inledning
Sammanfattning
Vår marknadssyn
Vår portfölj
Globala aktier
Nordiska aktier
Ränteinvesteringar
Teman
Internationell översikt

Ljusglimtar trots inbromsande ekonomi

3,1% Global tillväxt 2025

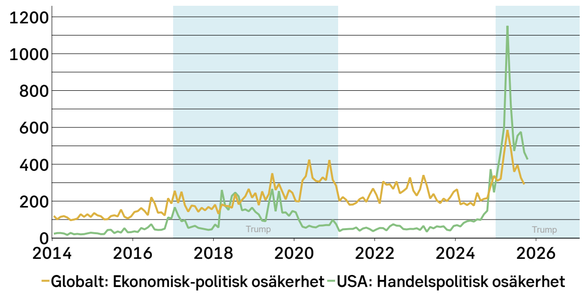
1,3% Svensk tillväxt 2025

1,9% USA:s tillväxt 2025

Global tillväxt bromsar in men med positiva tillväxtöverraskningar, främst i USA. Världs-BNP ökar med 3 procent per år och riskerna är fortsatt något större på ned- än på uppsidan. Finans- och penningpolitik samt expansiva finansiella förhållanden ger stöd – men skapar också risker. ECB avvaktar medan Fed fortsätter att sänka räntan, trots tillfälligt hög inflation, vilket stöttar börser och försvagar dollarn. *Internationell översikt är ett utdrag ur konjunkturrapporten Nordic Outlook, hela rapporten finns på seb.se/*nordicoutlook.

Handelspolitisk osäkerhet har minskat men verkar fortsatt tillväxthämmande. Vårens amerikanska tullchock har under sommaren och hösten ersatts av förhandlingar och flera nya ”handelsavtal”. Det geopolitiska konfliktläget förblir allvarligt. Ryssland fortsätter anfallskriget mot Ukraina men vapenvilan mellan Israel och Hamas ger visst hopp om sjunkande konfliktnivå i hela regionen.

Lägre, men fortsatt hög osäkerhet



Källa: Matteo Iacoviello, Economic Policy Uncertainty, Macrobond, SEB

Marknadsoptimism trots höga tullnivåer

Flera börser har satt nya rekord trots att USA:s tullar nu är de högsta sedan 1930-talet och trots osäkerhet kring både ”avtalens” exakta innehåll och varaktighet. Kommande månader ska USA:s Högsta domstol också ta ställning till presidentens handelspolitiska makt i förhållande till kongressen som, i alla fall enligt konstitutionen, beslutar om generell handelspolitik.

Att osäkerheten trots allt ändå minskat är välkommet och underlättar för hushåll, företag och placerare att ta konsumtions- och investeringsbeslut. Det är dock klokt att räkna med en fortsatt spänd relation mellan bland annat USA och Kina som på allt fler områden konkurrerar om globalt ledarskap. En sak har också tydliggjorts på senare tid: Den makt och det inflytande som tillgång till och produktion av bland annat sällsynta jordartsmetaller och avancerade datachip ger länder. Men Vita husets politik är inte den enda källan till osäkerhet. Bland annat behöver EU och Kina hitta ett konstruktivt sätt att samarbeta på och det finns stora inrikespolitiska spänningar i flera länder.

Global BNP-tillväxt
Årlig procentuell förändring

	2024	2025	2026	2027
USA	2,8	1,9	1,9	2,0
Japan	0,1	1,1	0,7	0,7
Tyskland	-0,5	0,3	1,2	1,4
Kina	5,0	5,0	4,5	4,5
Storbritannien	1,1	1,4	1,0	1,3
Euroområdet	0,9	1,4	1,2	1,4
Norden	1,7	1,0	2,0	2,0
Sverige	1,0	1,3	2,8	2,9
Baltikum	1,5	1,9	2,7	2,3
OECD	1,8	1,7	1,6	1,7
Emerging markets	4,4	4,2	4,0	4,2
Världen, PPP	**3,3**	**3,1**	**3,0**	**3,1**

Källa: OECD, IMF, SEB. PPP=Purchasing Power Parity

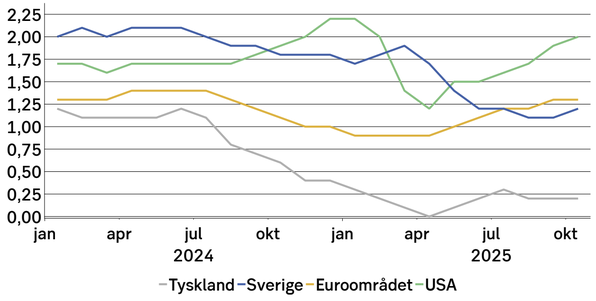
Inledning
Sammanfattning
Vår marknadssyn
Vår portfölj
Globala aktier
Nordiska aktier
Ränteinvesteringar
Teman
Internationell översikt

Det senaste året har bedömningar av ekonomiska effekter av ett förändrat globalt politiskt och ekonomiskt landskap präglat prognosmiljön; men kanske har politiken fått för stort fokus? Vi reviderar även i denna rapport upp vår globala tillväxtprognos, om än måttligt. Den främsta, men inte enda, drivkraften är att USA:s inbromsning är mildare än väntat.

Global BNP ökar med drygt 3 procent per år 2025–2027. Det är sammantaget ett par tiondelar över vår augustiprognos och i linje med OECD:s skattning av potentiell tillväxttakt. Tulldriven tidigarelagd export och import under våren har påverkat tillväxtprofilen i många länder, med starkare inledning av året och svagare mot slutet. Vår globala tillväxtprognos 2025–2026 ligger nu nära den som vi presenterade för ett år sedan, trots de senaste tio månadernas dramatiska tullpolitik och globala oro.

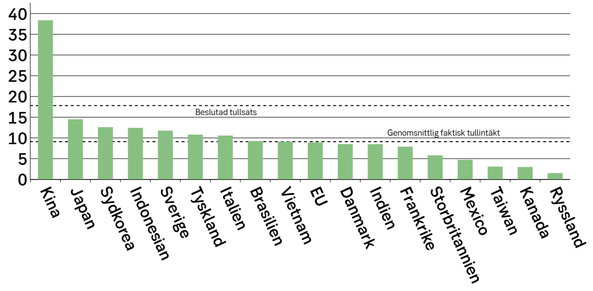
Tullchockens negativa effekter har hittills blivit måttligare än förväntat och framför allt var vår prognos från i våras alltför dyster. Delvis förklaras det av att handelsavtal kommit på plats, vilket ger i alla fall en viss förutsägbarhet. Till det kommer att andra länder, undantaget Kina, valt att inte svara med mottullar samt att en svagare dollar hållit tillbaka inflationen bland USA:s handelspartners och mildrat effekterna på USA:s export. Det är dock för tidigt att avfärda tulleffekterna och det är viktigt att komma ihåg att många krafter påverkar ekonomin samtidigt. För USA handlar det inte minst om de stora investeringarna i AI och för Europa om ökade försvarssatsningar. Tullar och handelshinder skadar tillväxten på flera sätt: Ändrade villkor för import tvingar företagen till kostsamma förändringar i värdekedjor, högre priser sänker konsumentefterfrågan och en ökad osäkerhet slår mot investeringsbeslut.

BNP 2025: Små prognosskillnader jämfört med ett år sedan



Källa: Consensus economics, Macrobond, SEB

Inte lika höga faktiska tullar



Källa:U.S Census Bureau, Macrobond, SEB

Effekterna förefaller bli mindre men mer utdragna än tidigare befarat. Andra delar av den nya USA-politiken, till exempel minskad invandring, uppvägs av en minskad arbetskraftsefterfrågan. Samtidigt verkar flera krafter i omvänd riktning. Centralbanker och regeringar har lagt om politiken i en mer expansiv riktning. Därtill har företagens- och hushållens anpassningsförmåga återigen överraskat positivt. Stigande börser och sammanpressade kreditspreadar har bidragit till expansiva finansiella förhållanden, vilka fungerat som smörjmedel för tillväxtmaskineriet.

Vi fortsätter att anta att 15 procent är grundnivån för USA:s importtullar. De kompletteras med högre nivåer mot vissa länder, sektorer och varor. Att faktiska tullnivåer (tullintäkter/ import) fortfarande ligger under den teoretiska (avtalade) nivån stödjer bilden av mindre än befarade effekter från tullarna men kan också utgöra en varning om att vi ännu inte sett den fulla effekten. Delvis kan den låga faktiska tullnivån förklaras av lageruppbyggnad innan tullarna infördes samt att importen styrts om till inköp från länder med lägre tullar. Utvecklingen för importpriser tyder samtidigt på att tulleffekterna hittills framför allt drabbat importerande företag, via minskade marginaler, respektive slutkonsument. Bara i mindre grad är det exportörerna som stått för kostnaderna.

Nedåtriskerna dominerar

Flera länder, bland annat Kina, USA, Tyskland och Storbritannien, utmanas såväl strukturellt som konjunkturellt, samtidigt som tillgångspriser och offentliga skulder i vissa länder ligger på historiskt höga nivåer. Höga börsvärderingar och andra tecken på stor riskaptit oroar och en giftig tillväxtcocktail riskerar att uppstå i händelse av en oväntad inflationsuppgång, högre statsräntor, börsnedgång, eller tecken på att de förväntade företags- och produktivitetsvinsterna från höga AI-investeringar uteblir.

I den positiva vågskålen ligger samtidigt företagens imponerande förmåga att lösa problem och anpassa sig till störningar och underliggande tillväxtkraft från behov av omfattande globala investeringar i säkerhet, infrastruktur, teknologi och energiomställning. I *World Economic Outlook* från oktober visar IMF:s skattningar att läget hade kunnat bli ännu bättre. Minskad policyosäkerhet, lägre tullar och positiva AI-effekter – som ökar produktiviteten – kan var och en lyfta global BNP med 0,3-0,4 procent.

Inledning
Sammanfattning
Vår marknadssyn
Vår portfölj
Globala aktier
Nordiska aktier
Ränteinvesteringar
Teman
Internationell översikt

Globala disinflationskrafter bedöms vara tillräckligt starka för att inom en rimlig tidshorisont ta inflationen tillbaka till inflationsmålen. Prispressande krafter kommer från fallande kinesiska exportpriser, uthålligt lägre råvaru- och energipriser, effektiviseringsvinster med hjälp av bland annat AI samt för flera länder en starkare valuta. Men undantag finns. I Storbritannien försenas inflationsnedgången av fortsatt höga löneökningar och i USA ger tullarna upphov till ett tillfälligt inflationslyft. Tulleffekten på USA:s inflation syns i statistiken men det än så länge begränsade genomslaget indikerar att vi bara är i början av processen. Amerikanska hushålls reala köpkraft får därmed en viss motvind även under 2026.

Efter att styrräntan halverats har ECB nått räntebotten på 2,00 procent. Även Riksbanken bedöms ha nått botten i sänkningscykeln med en ränta på 1,75 procent. Fed har ett större dilemma med kombinationen av en förnyad uppgång i inflationen och försvagad arbetsmarknad och tillväxt. Stabila inflationsförväntningar, fokus på arbetsmarknaden samt indikationer på en endast måttlig och övergående tullinflation gör att Fed sänker räntan med 25 räntepunkter i december och med ytterligare 75 punkter 2026 till 3,00 procent (övre gränsen i Feds intervall). Det innebär att ECB, Fed och Riksbanken förväntas ligga på i stort sett neutrala styrräntenivåer i slutet av 2026. Tillväxtbesvikelser kan dock snabbt öka behovet av lägre styrräntor och dörren för fler räntesänkningar är inte stängd för någon av centralbankerna. Dollarn fortsätter att försvagas, men kraften är mindre än tidigare när den relativa synen på USA jämfört med till exempel Europa inte är lika dollarnegativ.

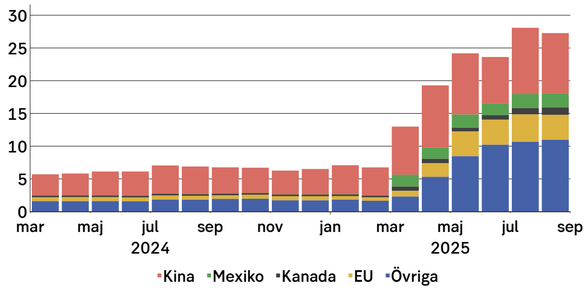
Ansträngda offentliga finanser

Höga och fortsatt stigande offentliga skulder, i en miljö med allmänt högre statsobligationsräntor, reser frågor om olika länders statsfinansiella uthållighet. Av olika skäl – säkerhetspolitik, industripolitik och efterfrågestöd – fortsätter de offentliga underskotten att vara stora på många håll. Skuldproblematiken är i fokus för finansmarknaden och för länder med osäker politisk styrförmåga och handlingskraft, exempelvis Frankrike och Storbritannien, väntar vi oss se inslag av nervösa marknader och i alla fall tillfälligt stigande räntor.

> ”Den mildare inbromsning vi nu väntar oss 2025 beror främst på att inkommande statistik i flera länder varit bättre än förväntat, främst för USA.”

Varierande handlingsutrymme. Olika länder har därmed olika handlingsutrymme, där de med lägre offentlig skuld och mer trovärdig finanspolitik, till exempel Tyskland (i alla fall jämfört med de andra stora ekonomierna i euroområdet) och de nordiska länderna, kan bedriva en mer expansiv finanspolitik. Även USA, med dollarns särställning som global reservvaluta, har fler frihetsgrader och tullinkomsterna ger ett välkommet bidrag när budgetunderskotten är stora. Frågan om tullarnas laglighet är en osäkerhet kopplad till finanspolitiken; tullintäkterna har ökat rejält och finansierar stora delar av Trumps skattesänkningar. Om USA:s Högsta domstol förkastar en del av tullarna (främst mot enskilda länder) tror vi dock att administrationen hittar andra vägar att få in dessa tullinkomster. Störst offentlig finansiell press ligger på länder med en kombination av hög offentlig skuld och redan hög skattekvot.

Tullintäkter USA



Källa:U.S Census Bureau, Macrobond, SEB

Japan sticker ut med en offentlig skuld på 230 procent av BNP efter en mångårig stimulanspolitik för att få i gång tillväxten. Ändå har statsräntorna varit låga både i ett historiskt och internationellt perspektiv, en viktig förklaring är att skulden är inhemskt finansierad. Men även Japan känner av utmaningarna med hög skuld. Under 2024-2025 har Japans 10- och 30-åriga statsräntor stigit 1-1,5 procentenheter, vilket utmanar skuldekvationen. Japan går in i 2026 med en nyvald regeringschef, Sanae Takaichi, vars mandat bygger på löften om att revitalisera ekonomin genom (återigen) mer expansiv finanspolitik, till exempel investeringar i försvar, digitalisering samt riktat stöd till hushåll med pressade realinkomster. Men stimulanserna väntas möta stort motstånd i parlamentet; oron ökar för effekterna av en hög skuld. Vi räknar med att parlamentets politiska fragmentering leder till både fördröjning och urvattning av politiken, vilket håller tillbaka en ny japansk skulduppbyggnad.

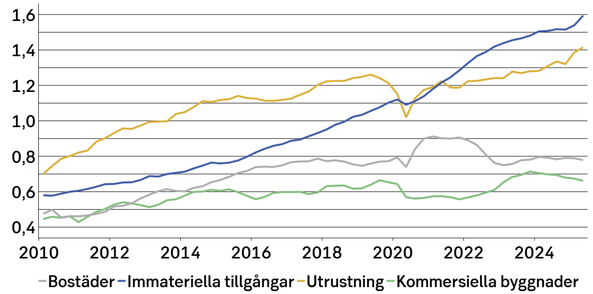
Totalt: Bättre än befarat – sämre än önskat

Den mildare inbromsning vi nu väntar oss 2025 beror främst på att inkommande statistik i flera länder varit bättre än förväntat, främst för USA. Tillväxtförloppen 2026–2027 är bara marginellt justerade. Dessa små justeringar döljer dock komplexa underliggande krafter inom handel och geopolitik. Industrikonjunkturen är svagare än tjänstesektorn, vilket inte är konstigt givet att det är industrisektorn som drabbats mest av tullar. Även i industrisentiment ser vi dock en viss ljusning. Det som fattas i många länder är fortfarande att hushållens konsumtion ska komma i gång; en motståndskraftig arbetsmarknad i flera länder gör att konsumtionen trots allt hålls uppe. De senaste månadernas statistik har i bland annat USA och euroområdet överraskat på uppsidan enligt så kallat överraskningsindex.

Inledning
Sammanfattning
Vår marknadssyn
Vår portfölj
Globala aktier
Nordiska aktier
Ränteinvesteringar
Teman
Internationell översikt

USA-ekonomin är splittrad och bromsar in mindre än befarat Omfattande AI- och tech-investeringar ger både efterfrågan ett välbehövligt lyft och förutsättningar för en fortsatt hög produktivitetstillväxt. Samtidigt väcks frågor om tillväxtens hållbarhet om antingen AI-investeringar bromsar in eller hushållens konsumtion växer långsammare – konsumtionen drivs i nuläget främst av mindre hushållsgrupper med höga inkomster – och sparkvoten är låg. Få nya jobb skapas, samtidigt sägs också få upp; tillväxten sker utan fler sysselsatta. När migrationen stramas åt, vilket i sig sänker potentiell tillväxttakt, ökar arbetslösheten bara måttligt.

USA: Privata investeringar drivs av immateriella tillgångar

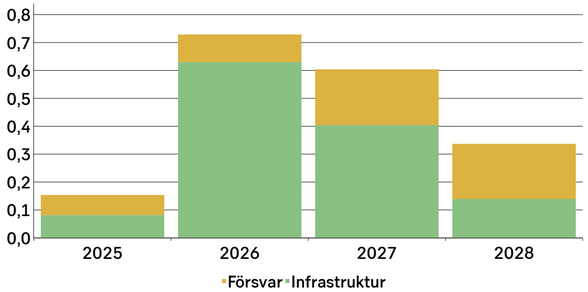


Källa: U.S Bureau of Economic Analysis (BEA), Macrobond, SEB

Den väntade tillväxteffekten av USA-tullarna har blivit mildare än befarat. Indikatorer pekar på viss uppväxling, drivet av dels tyska försvars- och infrastruktursatsningar (som får störst BNP-effekt 2026 enligt våra beräkningar), dels stigande realinkomster. Politisk osäkerhet inom regionen, till exempel svårigheterna i Frankrike med att få igenom en budget för 2026 och utmaningarna för tyska regeringen att lotsa sina nya förslag i mål, riskerar att hämma tillväxten. Därtill kvarstår den långsiktiga strukturella motvinden från en snabbt åldrande befolkning, svag produktivitetsutveckling och låga investeringar. Spanien förblir regionens snabbväxare även om fransk BNP var överraskande stark tredje kvartalet, delvis driven av tillfälliga faktorer. Tysk ekonomi stagnerade tredje kvartalet i år och 2025 ser ut att vara ytterligare ett förlorat år i väntan på stimulanseffekter.

”Den väntade tillväxteffekten av USA-tullarna har blivit mildare än befarat.”

Tillväxteffekt på tysk BNP av försvar- och infrastrukturstatsningar



Källa: Macrobond, SEB

Kina når tillväxtmålet i år och satsar på att både utveckla industrin och få i gång hushållskonsumtionen. ”Handelsavtalet” med USA ger ett ettårigt andrum. Kinas exportmaskineri har lyckats leda om handeln till andra länder samtidigt som den har fallit till USA med ca 30 procent i årstakt. Men utan mer finanspolitiskt stöd bromsar tillväxten in 2026-2027. Varuprisdeflationen fortsätter. Indien bromsar in och ekonomin växer med ca 6,5 procent per år när det finanspolitiska stödet klingar av och blir mer begränsat av underskott och skuld. Höga USA-tullar är problematiskt och flera delar av ekonomin, t.ex. kreditgivning, vinster och industriproduktion, visar svaghetstecken.

Fortsatta nedåtrisker

Risken för ett sämre scenario är något större än för ett bättre. Vi ser också fortsatt anledning att tro att ett sämre scenario innebär en större avvikelse från huvudscenariot än ett bättre. Anledningen är bland annat en begränsad mängd lediga resurser i utgångsläget, främst på arbetsmarknaden. Arbetslösheten i till exempel euroområdet är historiskt låg och även i USA är nivån låg, trots en viss uppgång. Vi kopplar det negativa scenariot till handelsosäkerhet och geopolitik men även till de risker som följer av höga börsvärderingar i främst USA. Ett intensifierat tullkrig, låsningar i handel och transportkedjor eller stigande energipriser kan snabbt ge högre inflation och lägre tillväxt. En sådan utveckling leder troligen till initialt högre styrräntor och fallande tillgångspriser som tillsammans skapar en negativ dominoeffekt i en miljö med begränsat utrymme för finanspolitiskt stöd när skulder redan är höga och försvarsutgifter behöver prioriteras.

Scenarier för OECD-området
BNP-tillväxt, procent

	2024	2025	2026	2027
Huvudscenario	1,8	1,7	1,6	1,7
Negativt scenario		1,6	-0,1	1,2
Positivt scenario		1,7	2,7	1,9

Källa: SEB

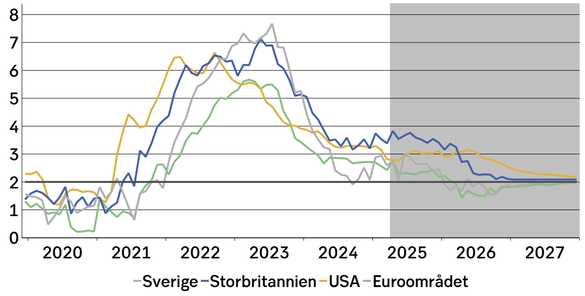
En anledning till att konjunkturen på flera håll har råkat ut för bakslag är att hushållen är försiktiga. Får vi en tid med mer handelslugn kan framtidstron återvända, efterfrågan öka och tillväxten komma i gång snabbare och bättre. Om till exempel de investeringar vi nu ser inom AI och tech kan bidra till en produktivitetsuppväxling, eller om de europeiska försvars- och infrastruktursatsningarna får större multiplikatoreffekter, kan tillväxten få ett större lyft än vi räknat med i huvudscenariot.

Inledning
Sammanfattning
Vår marknadssyn
Vår portfölj
Globala aktier
Nordiska aktier
Ränteinvesteringar
Teman
Internationell översikt

Inflation: På väg mot centralbanksmålen

Inflationsutvecklingen har i flera fall varit bättre än väntad de senaste månaderna. Men bilden spretar mellan olika länder, både vad gäller inflationens drivkrafter och utgångsläget.

Kärninflationen på väg ner men i olika takt

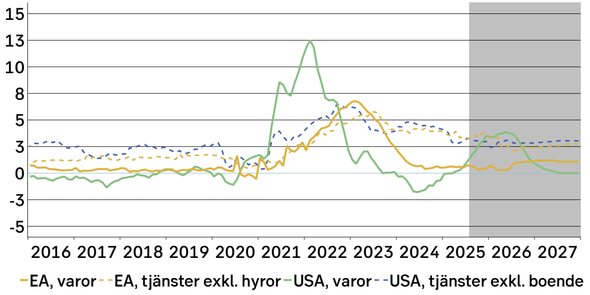


Källa: Macrobond, SEB

Tulleffekten på USA:s varuinflation har varit mildare än väntat. Genomslaget tar mer tid och blir något mindre när efterfrågan bromsar in och hushållen inte verkar acceptera stora prisökningar. Dessutom ser tullarna ut att öka lite mindre än väntat, även om osäkerheten fortfarande är stor. Internationella priser har generellt gått i fördelaktig riktning. Många råvarupriser har varit oförändrade, oljepriset ligger kvar på dagens nivå kommande år och vi har börjat se svagare prisutveckling för konsumentvaror. För livsmedel har situationen förbättrats även om priserna fortfarande ökar för en del varugrupper. Internationella råvaruprisindex har fallit tillbaka under de senaste månaderna och producentpriser på livsmedel i USA och Europa har planat ut.

”Inflationsutvecklingen har i flera fall varit bättre än väntad de senaste månaderna.”

Tulldriven varupris uppgång i USA

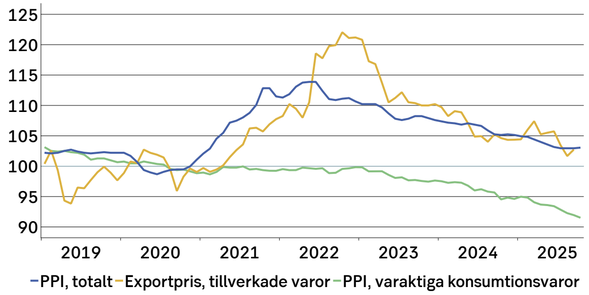


Källa: Macrobond, SEB

Tjänstepriser är fortfarande den största inflationsdrivkraften, i flera länder återspeglar det en relativt stram arbetsmarknad och tidigare höga löneökningar. I Sverige och euroområdet har inflationstakten kommit ner, nära målet och tar sig under 2026 till och med en bit under. Skatter och avgifter sätter spår i inflationssiffrorna. Matmomsen sänks i Sverige 2026, och flera avgifter/administrativa priser stiger i bland annat Storbritannien.

Kinas mångåriga överkapacitet har resulterat i en exporterande prispress och deflation. Kinesiska producent- och exportpriser har båda fallit tillbaka jämfört med pristoppen 2022 (kinesiska exportpriser med ca 20 procent). Summerar man den direkta effekten (på konsumentvaror) och den indirekta (att kinesiska varor används som insatsvaror i andra länder och att lägre kinesiska priser pressar priserna i andra länder) bedömer vi att Kinas prispress har minskat många länders inflation med ca 1-2 tiondelar per år.

Kinas prispress på omvärlden

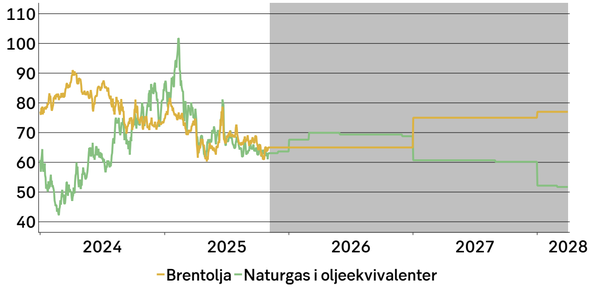


Källa: China National Bureau of Statistics, Macrobond, SEB

Gott om olja till överkomligt pris ligger i korten för 2026, i alla fall i frånvaro av oväntade utbudstörningar. OPEC+ kontrollerar löpande utbudet för att hålla oljepriset på en nivå där de tar tillbaka marknadsandelar men kartellen vill samtidigt undvika en priskollaps. Femårskontraktspriset har legat stabilt på ca 68 dollar/fat (Brent) de senaste 3-4 åren och OPEC+ är nu beredda att sälja till en lägre prisnivå ett tag för att ta tillbaka marknadsandelar. I takt med att Ukraina blivit bättre på att förstöra ryska raffinaderier är prisrisken snarare på oljeprodukter. Vi kan få gott om råolja till överkomliga priser, medan oljeprodukter som diesel, bensin och jetbränsle kan bli förhållandevis dyra. Vi förväntar oss att Brent i genomsnitt kommer att kosta 65 dollar/fat under prognosperioden medan till exempel diesel kan ha en premie på 30 dollar/fat jämfört med Brent.

Inledning
Sammanfattning
Vår marknadssyn
Vår portfölj
Globala aktier
Nordiska aktier
Ränteinvesteringar
Teman
Internationell översikt

Olja och naturgas



Källa: Macrobond, SEB

Naturgaspriset är mer osäkert inför vintern och med ganska låga lager i Europa kan en kall vinter öka priset, främst i Europa. Men gott om nytt utbud är på väg under 2026 och 2027. En vinterrelaterad uppgång i naturgaspriset skulle därmed förmodligen vara begränsad både geografiskt och tidsmässigt.

I väntan på ny men begränsad dollarsvaghet

I *Nordic Outlook* augusti var vår huvudtes att EUR/USD skulle fortsätta högre, det vill säga en svagare dollar, med drivkraft från Feds återupptagna räntesänkningscykel, bättre tillväxtutsikter i euroområdet (eurostöd) samtidigt som USA stod inför en osäker konjunkturinbromsning (en belastning för USD). Den tesen var korrekt fram tills att bland annat statsfinansiella problem återigen hamnade i fokus i Frankrike samtidigt som USA:s tillväxt överraskat positivt och marknadsförväntningarna på Fed skruvats ner. Vi förväntar oss fortfarande en sänkning i december och fler sänkningar än marknaden.

Valutakurser, i slutet av perioden

	6 nov	2025	2026	2027
EUR/USD	1,15	1,17	1,19	1,18
USD/JPY	153	150	140	141
EUR/GBP	0,88	0,89	0,91	0,90
EUR/SEK	11,06	10,85	10,45	10,35
EUR/NOK	11,80	11,85	11,45	11,35

Källa: Bloomberg, SEB

Vi tror fortsatt på en svagare dollar mot slutet av i år men inte lika mycket som vi tidigare förväntat oss. Detsamma gäller för utvecklingen under 2026 där vi nu tror på en lägre topp kring 1,21 för EUR/USD vid slutet av första kvartalet 2026. För en förnyad dollarförsvagning krävs troligen mer än bara ökad sannolikhet för Fed-sänkningar. En mer positiv syn på euroområdets tillväxtutsikter behövs utöver stödet från minskad räntedifferens. Denna faktor har blivit viktigare då de dollarnegativa effekterna från företags och institutioners ökade valutasäkring, som vi sett som en viktig drivkraft för prognosen, möter större och större positiva dollareffekter från ökade investeringsflöden till USA.

Den svenska kronan är den valuta som har stärkts mest mot dollarn hittills i år. Vi förväntar oss att den utvecklingen består även om kraften i rörelsen mattas av. Faktorer som fortsatt talar för en fortsatt förstärkning och normalisering av kronan är: (1) en fortsatt, om än långsammare, rörelse högre i EUR/USD; (2) en relativt stark tillväxt; (3) att valutasäkringsgrader successivt höjs när USD försvagas och minskade ränteskillnader gör det mindre kostsamt; samt (4) att delar av den 'naturliga valutasäkring' som kronan historisk erbjudit svenska investerare i amerikanska aktier verkar fungera allt sämre. I närtid finns också ett positivt säsongsmönster för kronan som under december stärkts mot EUR 12 av de senaste 15 åren, där förstärkningen i genomsnitt varit 1,3 procent.

Norska kronan möter kortsiktig motvind från ett säsongsmönster med försvagning under årets sista kvartal. Det stöds dessutom av ett lägre oljepris mot årets slut. I början av nästa år och framöver ser det mer positivt ut för NOK även om apprecieringen blir långsammare än för SEK. Ett positivt säsongsmönster i början av året tillsammans med högre oljepris och förväntat större NOK köp av Norges Bank bör ge valutan stöd under inledningen av 2026.

Vi ser fortsatt strukturell motvind för brittiska pundet och stora utmaningar för ekonomin. Dock finns en viss sannolikhet för en kortsiktig förstärkning av pundet om statsbudgeten som presenteras den 26 november överraskar positivt. En ny premiärminister i Japan med ambitioner på större finanspolitiska stimulanser och mindre restriktiv penningpolitik har försvagat yenen under hösten. Utan egen majoritet begränsas finanspolitikens expansivitet och därför tror vi yen-försvagningen varit lite väl stor. Dessutom är det framför allt amerikanska långräntor som brukar styra JPY och därmed borde yen förstärkas mot dollar, när vårt scenario om fler sänkningar från Fed får fäste i marknaden.

Kontaktinformation

Fredrik Öberg
Investeringschef
fredrik.oberg@seb.se

Kai Svensson
Portföljförvaltare
kai.svensson@seb.se

Tomas Rydin
Fondanalytiker
tomas.rydin@seb.se

Esbjörn Lundevall
Aktiestrateg
esbjorn.lundevall@seb.se

Johan Hagbarth
Investeringsstrateg
johan.hagbarth@seb.se

Jens Berggren
Fondanalytiker
jens.berggren@seb.se

Eric Berglund
Förvaltare
eric.berglund@seb.se

Angelica Fatouros
Förvaltare
angelica.fatouros@seb.se

Emma Brage
Redaktör
emma.brage@seb.se

Huvudkontor

Postadress:	SEB, 106 40 Stockholm
Besöksadress:	Kungsträdgårdsgatan 8, Stockholm
Telefon:	0771 62 10 00
Webb:	sebgroup.com

Viktig information

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

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

For clients of SEB Luxembourg. Skandinaviska Enskilda Banken AB, Luxembourg Branch (“SEB Luxembourg”) is supervised by the Luxembourg Financial Supervisory Authority, Commission de Surveillance du Secteur Financier (the “CSSF”), in its role as host member state authority. This document is forwarded to you by SEB Luxembourg, R.C.S. Luxembourg B39819, with registered office at 4, rue Peternelchen, L-2370 Howald. SEB Luxembourg is a branch of Skandinaviska Enskilda Banken AB (publ), a financial institution which is a public limited company incorporated under Swedish law, registered office: Stockholm, registered with the Swedish Companies Registration Office under number: 502032-9081.

For UK residents. Skandinaviska Enskilda Banken AB (publ) (“SEB AB”), is authorised and regulated by the Swedish Financial Supervisory Authority, Finansinspektionen. SEB AB currently exercises its right to carry on regulated activities in the UK under a third country branch authorisation. As such, it is authorised by the Prudential Regulation Authority. Subject to regulation by the Financial Conduct Authority and limited regulation by the Prudential Regulation Authority. Details about the extent of SEB AB’s regulation by the Prudential Regulation Authority are available from us on request.