



Investment Outlook

Placerare blickar förbi mjuklandning

Innehåll

Februari 2024

Inledning	3
Marknadssyn, risknyttjande och allokering	4
Globala aktier Ekonomisk återhämtning och normalisering av värderingar	10
Nordiska aktier Vad kan gå fel?	13
Ränteinvesteringar Centralbankernas sänkningstakt i fokus	17
Tema: Kina Fokus på ”moderna industriella system”	20
Tema: Ökade cirkulära materialflöden skapar möjligheter	23
Internationell översikt Ökad ekonomisk förutsägbarhet i fortsatt orolig värld	28
Kontaktinformation	35



Inledning

2023 blev ett mycket starkt år på kapitalmarknaderna med kraftiga uppgångar i värde för både aktier och obligationer. Detta skedde trots fortsatt åtstramande penningpolitik (läs högre styrräntor), accelererande geopolitiska kriser, sidledes vinstutveckling i företagssektorn, en haltande kinesisk ekonomi och en dramatisk period med ett antal bankkonkurser. Bland de positiva krafterna återfanns en global ekonomi som vägrade hamna i recession trots kraftigt negativa yieldkurvor, vilket brukar vara en osviklig signal för en stundande lågkonjunktur. Främst var det den amerikanska ekonomin som överraskade positivt. Vidare fortsatte inflationen att falla tillbaka och mot slutet av året kom äntligen signalen från den amerikanska centralbanken att den strama penningpolitiken hade bemästrat inflationen och att styrräntan under 2024 ska sänkas. Det resulterade i ett börsrally under årets sista kvartal. Andra positiva börskrafter var AI och läkemedelskomponenten GLP-1. De är mer strukturellt positiva krafter som gynnade exempelvis de stora teknologibolagen och stora delar av halvledarindustrin samt läkemedelsindustrin. Dessa krafter avhandlades i *Investment Outlook* under 2023, både i texterna kring aktiemarknaden och i separata teman.

Vår huvudtes inför 2024 är att de positiva drivkrafterna fortsatt dominerar riskbilden, varför vi fortsatt rekommendera våra kunder att hålla sig på den positiva planhalvan, alltså mellan neutral och övervikt avseende risktillgångar. En mer detaljerad vy kring lämplig strategisk och taktisk portföljkomposition redovisas i publikationen.

Den grundar sig på en förhoppning om att successivt lägre räntor i kombination med bottenkänning av konjunkturen kring mitten av året ska leda till en bredare deltagandegrad inom kapitalmarknaden. Det betyder att flera av de senaste årens eftersläntrare har förbättrade möjligheter att ta igen en del av försprånget i förhållande till vinnarna, som främst utgörs av de stora teknologibolagen i USA. Tillsammans med räntor som förväntas falla från aptitliga nivåer bör det resultera i att både portföljer med låg respektive hög risk kan skapa god avkastning. Vi förväntar oss positiv avkastning för både aktier och ränteplaceringar. Bland riskerna återfinns en potentiell övertro på både tillväxt- och inflationsprofilen samt en ännu besvärligare geopolitisk situation.

Ingen *Investment Outlook* utan ett par intressanta teman. Denna gång analyseras statusen för den kinesiska ekonomin som onekligen hackat under senare år och som givit negativa avtryck på dess börser. Temat följs också upp inom avsnittet för globala aktier. Slutligen återkommer vi till temat kring nödvändigheten att få till en ökad cirkularitet i vårt ekonomiska system. Anfallsvinklarna och bolagsexemplen som presenteras är flera och var och en viktig för att vi ska röra oss mot ett system med mindre slit och släng och en högre grad av effektivt återbruk.

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

Marknadssyn, risknyttjande och allokering

Vi räknar med en fortsatt mjuklandning avseende den globala konjunkturen. Centralbankerna följer med inflationen nedöver via styrräntesänkningar under 2024. Den ekonomiska aktiviteten bottenar ut under första halvåret och konsumenten får det successivt bättre då arbetsmarknaden förblir robust och inflations- och räntetrycket avtar. Vinsterna förbättras under loppet av 2024 och in i 2025. Risker återfinns bland annat via konsensus kring mjuklandningen, mycket oroligt geopolitiskt läge samt en som bortblåst oro för återigen accelererande inflation. Vår syn är att balansen är fördelaktig och våra portföljer har en övervikt mot risktillgångar även om den rena aktieövervikten är beskedlig. Infrias mjuklandningsförloppet ökar sannolikheten för att de senaste årens eftersläntrare på aktiemarknaden kan vakna till liv, vilket i så fall kommer att medföra att vi delvis omdisponerar våra portföljer.

Risknyttjande och allokering

När vi klev in i 2023 var investerarkollektivet fortfarande defensivt i sin syn på framtiden och i sitt risknyttjande. Det hade sina naturliga förklaringar eftersom 2022 var ett svagt år på kapitalmarknaden där både aktie- och obligationsinvesteringar tappade i värde. Svenska börsen föll med 20 procent, globala aktier föll med 6 procent – där en betydande dollarstyrka lindrade fallet mätt i svenska kronor – och slutligen räntebärande placeringar där ett viktat ränteindex föll med 8 procent.

I våra diskretionära portföljer var stabilisatorn den försiktigt orienterade delportföljen inom alternativa investeringar som lyckades hålla sig kring nollan. Vad har då detta med 2023 att göra? Jo, det visar på ett tydligt sätt hur kapitalmarknaden försöker diskontera framtiden. En hel del av 2023 års strukturella motvind hade diskonterats redan under 2022. 2023 blev till slut ett mycket starkt år för samma portföljer som ovan trots hot om recession, fortsatta räntehöjningar, blottade kreditrisker, geopolitisk oro, fallande vinster med mera. Med facit i hand blev vissa saker bättre än befarat och andra utvecklades klart sämre än förväntat.

På den positiva sidan återfinns vi bland annat en amerikansk konjunktur och arbetsmarknad som höll emot bättre än väntat. Därtill ett finansiellt system som klarade räntestressen rimligt bra och företagens marginaler som hölls uppe på goda nivåer. Centralbankers och regeringars hantering av vårens akuta bankproblematik som gjorde att vi inte hamnade i förstadiet till en finanskris, och sist men inte minst att inflationstakten fortsatte att falla tillbaka från höga nivåer var också viktiga positiva faktorer.

Mer företagsspecifikt bidrog ett par strukturella krafter med positiv energi. Det handlade bland annat om företag med koppling till AI och läkemedelssubstansen GLP-1. Det senare är ursprungligen för behandlingar mot diabetes, men visat sig ha bra verkningsgrad mot en rad andra behandlingsområden som exempelvis övervikt (se tema från *Investment Outlook* i november). På den negativa sidan återfanns bland annat ytterligare geopolitisk oro via mellanösternkonflikten, en tam kinesisk konjunkturutveckling, och ett kraftigt tryck på bromspedalen från centralbankerna som drev upp räntorna, vilket i sin tur ledde till vårens bankkollaps och stor stress i den svenska fastighetsbranschen.

Vår strategi sedan september 2022 har varit att inte vara för defensivt positionerade, och implementera portföljer med god riskspridning. Dessutom har vi strävat efter att försöka fånga de positiva strukturkrafterna. Det gjorde att vi kunde fånga den starka avkastningen som genererades från både räntebärande placeringar och aktier. Resan var svängig och fallgroparna många, men slutresultatet starkt. Kritiskt för detta utfall var vår syn att inflationen hade toppat ut redan i mitten/slutet av 2022, samt att det därmed fanns goda skäl till att anta att investerarens riskaversion nådde sin kulmen vid samma tidpunkt. Denna strategi utmanades när bankproblemen i USA och Schweiz eskalerade under första halvan av 2023 och vi hade då tvingats minska risken om inte centralbanker och regeringar hade agerat så resolut som de gjorde.

”

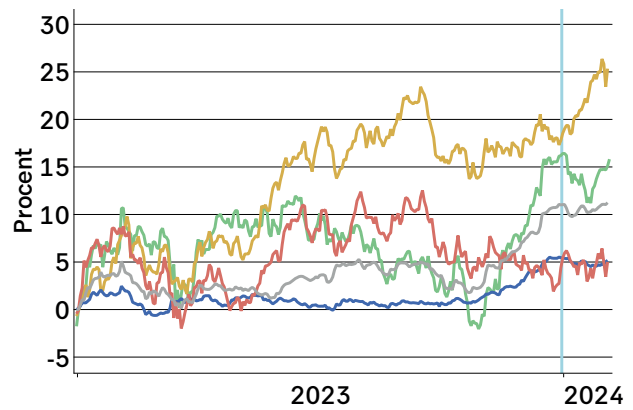
Resan var svängig och fallgroparna många, men slutresultatet starkt.”

Den riktiga utväxlingen på kapitalmarknaden inträffade först när den amerikanska centralbanken ändrade sitt budskap från ”högre räntor under lång tid” till ”vi har höjt färdigt och börjar planera för sänkningar under 2024”. Detta inträffade i skiftet mellan det tredje och fjärde kvartalet och visade ännu en gång hur viktiga centralbankerna är för riskaptiten i en värld där den aggregerade skulden är betydande.

Allra bäst utveckling hade till slut stora globala (amerikanska) tillväxtbolag inom teknologisektorn som gynnades av starka balansräkningar, klart bättre vinster än många andra sektorer, samt en successiv uppvärdering som var starkt kopplad till AI. Bland förlorarna återfanns bland annat den kinesiska aktiemarknaden.

Den svenska börsen pendlade kraftigt under året, men med en mycket stark spurt lyckades den till slut ta sig förbi den globala aktiemarknaden, inklusive Emerging Markets, mätt i sek, trots att den senare innehåller de stora teknologibolagen. Till slut landade både den svenska börsen och den globala aktiemarknaden uttryckt i svenska kronor på drygt 18 procents positiv avkastning. Ett balanserat ränteindex levererade också en stark avkastning omkring 5-6 procent.

Svenska aktier spurtade ifatt globala aktier under årets sista kvartal



- Global HY (11,2%)
- MSCI världen (25,3%)
- MSCI EM (5,0%)
- SBX (15,8%)
- OMRX obligationer (5,2%)

Källa: Bloomberg

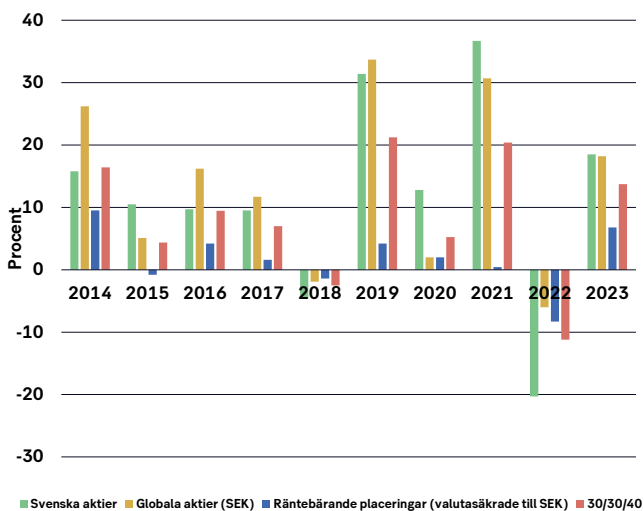
Grafen visar utvecklingen under 2023 och inledningen av 2024 för svenska aktier (SBX), MSCI Världsindex samt MSCI EM i svenska kronor. Stockholmsbörsen överträffade knappt summan av världsbörs- och EM- index i föl. Dessutom visas det svenska ränteindexet OMRX Bond samt ett globalt High Yield-index valutasäkrat till svenska kronor. Den vertikala linjen visar årsskiftet.

En balanserad portfölj har trots varningar fungerat väl och har fortsatt goda förutsättningar

Bilden nedan visar utvecklingen för en klassisk balanserad portfölj, ofta benämnd 60/40-portfölj. Det syftar på en sammansättning med 60 procent aktier och 40 procent räntebärande placeringar, en vanlig fördelning bland investerare i Sverige och internationellt. Under den långa perioden med extremt låga och i vissa fall negativa statsobligationsräntor utmanades denna portföljkonstruktion. Kritiker menade att den var föråldrad och obsolet eftersom riskspridningstanken inte längre fungerade. Grundtanken har alltid varit att räntedelen är den stabiliserade delen i portföljen om börserna faller. När räntorna blev negativa upphörde denna funktion att gälla. Dessutom ersattes statsobligationer i stor utsträckning med företagsobligationer, som i sig har en högre samvariation med aktier, och då underminerades riskspridningen. Vi försökte balansera detta genom att addera alternativa investeringar med andra egenskaper samt övervikta globala aktier i förhållande till svenska för att öka upp exponeringen mot den amerikanska dollarn som besitter defensiva egenskaper i en balanserad portfölj. Utöver detta adderade många investerare illikvida exponeringar med obligationsliknande egenskaper.

Kritikerna av 60/40-portföljerna ansåg att dessa portföljer skulle haverera den dag då centralbankerna normaliserade styrräntorna och övergav sina stödköp av räntebärande placeringar (QE). Vi har passerat denna period och det sved förvisso till i portföljerna under 2022, vilket framgår i diagrammet nedan. Drar vi ut perspektivet lite ser vi dock att oron var överdriven och att portföljerna över tid fungerat som det var tänkt. Nu när vi passerat räntehöjningscykeln är den tidigare ordningen återställd. Det går åter utmärkt att bygga portföljer med olika risknivå som har rimlig avkastningspotential, allt från 100 procent räntebärande placeringar upp till 100 procent aktieexponering. Den faktor som ligger bakom förändringen är att vi nu återigen har rimliga räntor i det finansiella systemet! Dessutom har de senaste årens utveckling också medfört att illikvida tillgångar som tidigare var förbehållna stora institutioner nu även är tillgängliga för privatpersoner och därmed finns goda komplement med andra egenskaper att tillgå.

De senaste 10 årens utveckling för en balanserad portfölj mätt i indextermer



Källa: SEB

Diagrammet visar utvecklingen år för år för svenska aktier, globala aktier och en räntebärande portfölj som blandar statsobligationer och företagsobligationer. Avkastningssiffrorna bygger på indexutvecklingen för respektive tillgångsslag. Dessa avkastningssiffror har sedan använts för att skapa en exempelportfölj med 30 procent svenska aktier, 30 procent globala aktier och 40 procent räntebärande placeringar. Alla siffror är presenterade i svenska kronor.

Nu är det hög tid att vrida blicken framåt. Vad har vi nu framför oss? Vad kommer att hända under 2024 och därefter? Låt oss inleda med vår makroekonomiska syn.

Tag plats – det är dags för mjuklandning

Efter några turbulenta år ser nu stabiliteten ut att öka i världsekonomin. Överraskande robust efterfrågan från hushållen tillsammans med en inflation som snabbt faller mot målet ger en mild inbromsning med lägre räntor, bättre investeringsklimat, lägre kostnader för företagen och ljusare förutsättningar för hushållens ekonomi under året. Frågetecknen är fortsatt många – geopolitisk turbulens, hög skuldsättning, och risk för ytterligare broms från ökade kostnader på senare tid kan försämra läget. Men fallande inflation och räntor tillsammans med utsikter till ökande efterfrågan under året gör att vi räknar med att förhoppningarna om en mjuklandning i amerikansk ekonomi infrias. I Europa och Sverige har tillväxten utvecklats svagare, med negativa tal den senaste tiden. Även här räknar vi dock med en förbättring under året. Kinesisk ekonomi fortsätter att utvecklas trögt, Emerging marketssfären bidrar ändå till att världsekonomin fortsätter växa med runt 3 procent såväl i år som 2025.

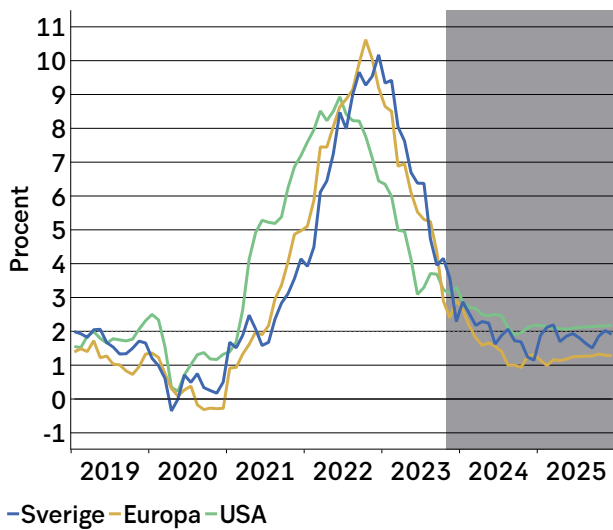
Den fallande inflationen, som vi räknar med når målen under året, har redan fått genomslag i de långa räntorna. Vi räknar med att centralbankerna under våren inleder en fas med räntesänkningar. Prognosen innehåller fler sänkningar i USA än i Europa då startpunkten är högre, från 5,5 procent till 4 procent medan ECB och Riksbanken går från 4 till 3 procent i år. Sänkningarna fortsätter under nästa år där styrräntorna landar på 3 procent i USA, 2 procent i Euroområdet och 2,25 procent i Sverige, enligt vår prognos. Viktig statistik rörande sannolikheten för mjuklandningsscenarioet presenterades i närtid när USA:s BNP-tillväxttakt för det fjärde kvartalet landade på 3,3 procent och den underliggande konsumentprisinflationen minskade från 2,6 procent i föregående kvartal till 1,7 procent under årets tre sista månader.

BNP prognoser, i %

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

Tabellen visar prognoser för årlig procentuell real ekonomisk tillväxt i linje med vårt huvudscenario, uttryckt i köpkraftsjusterad BNP (PPP). Detaljerad redogörelse för våra ekonomiska prognoser finns under "Internationell översikt", som är ett utdrag ur *Nordic Outlook* från den 23 januari 2024.

Inflationsprognoser pekar på att centralbankerna rör sig mot målet



Källa: SEB Nordic Outlook.

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

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 23 januari.

Har marknaden redan diskonterat hela potentialen till förbättring?

Trots den starka utvecklingen på börserna under 2023 har den genomsnittliga professionella investeraren fortsatt en tydligt högre andel obligationer i sina portföljer än brukligt. I ett långt perspektiv är normalläget att obligationsandelen är lägre än i jämförelseindex. Denna undervikt används för att finansiera den långsiktiga övervikten mot aktier som över tid är tänkt att ge extra avkastning för en portfölj relativt dess jämförelseindex.

Att bevaka vad andra placerare gör brukar vi beskriva som positionerings- eller riskaptitsfaktorn. Vitsen med det är att om kollektivet är mycket positivt inställda, och därmed har en hög andel aktier, är potentialen i regel begränsad så tillvida att behovet av att öka risken genom ytterligare köp av exempelvis aktier inte existerar. Det motsatta gäller om samma kollektiv är mycket riskavert och defensivt positionerat.

Under pandemin stöttade både regeringar och centralbanker den globala ekonomin och det fick starkt genomslag på kapitalmarknaden som återhämtade sig mycket snabbt. Åtgärderna stimulerade riskaptiten bland investerare som i sin tur drev upp värderingen av finansiella tillgångar. Samma stimulanser gav också bränsle till den kraftfulla inflationsimpuls som senare tvingade centralbankerna till massiv penningpolitisk åtstramning. Detta vände i sin tur riskaptiten och sänkte både aktie- och obligationsmarknaden. Denna process fortsatte, som beskrivits ovan, fram till september 2022. Då var riskaptiten mycket låg.

Investerare hade flyttat pengar till kassan, till lågriskobligationer samt sektorer inom aktiemarknaden som historiskt uppvisat defensiva egenskaper. Sedan dessa har riskviljan succesivt ökat men vi är ännu inte tillbaka på den "normala" nivån av långsiktigt risktagande, uttryckt som andelen aktier relativt obligationer i en portfölj. En inte alltför avancerad gissning är att de flesta investerare hoppas på god avkastning på obligationspositionen under första halvan av 2024 och allteftersom räntorna förhoppningsvis faller tillbaka ska delar av denna exponering skiftas över mot aktier. Dessa aktier ska då få stöd av en successivt förbättrad konjunktur som ska fortsätta in i 2025 och skapa en vinstökningspotential som därmed stöttar aktieinvesteringar i stort. Detta bidrar till vår relativt positiva börssyn.

Den starka spurten under det fjärde kvartalet samt en robust inledning av 2024 urholkar delvis avkastningspotentialen framöver. Dock finns det fog för en positiv syn på kapitalmarknaden, kopplad till mjuklandningsprognosen. Faller den ut ungefär som förväntat bör det resultera i att statsobligationsräntor faller tillbaka och gör det med en profil där kortare löptider rör sig mer än längre eftersom de förstnämnda är mer kopplade till centralbankernas styrräntor och de sistnämnda redan fallit till relativt låga nivåer, inte minst i Europa och Sverige. Slutresultat skulle då bli lägre statsräntor och räntekurvor med positiv lutning, dvs att korta räntor är lägre än långa räntor. En portfölj med statsobligationer ska då under resans gång leverera en positiv avkastning via både den goda räntenivån och den prisstegring som infinner sig när räntor faller. Blickar vi sedan ut mot företagsobligationer genererade de riktigt stark avkastning under 2023. En tydligt bidragande orsak var att räntespreadarna föll tillbaka, de är nu på låga nivåer. Dock uppvisade exempelvis High Yield-segmenten i Europa och USA en attraktiv löpande ränta, på i storleksordningen 7,5-8 procent.

”

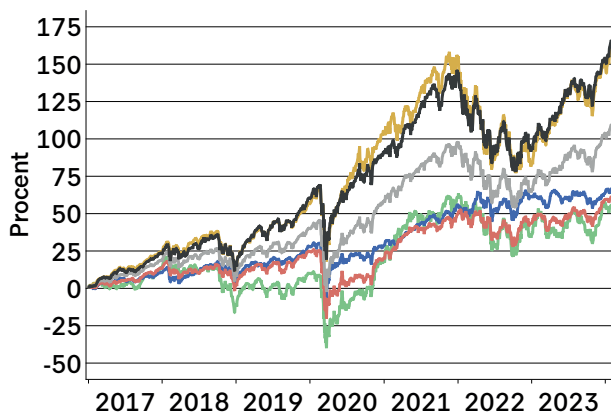
Riskviljan har succesivt ökat men vi är ännu inte tillbaka på den "normala" nivån”

På aktiesidan ser värderingsparametern ut enligt graferna nedan. Värderingen har definitivt ökat, mätt som PE-tal. Vidare har värderingen av olika typer av företag drivit isär. Förutsättningarna för vinstgenereringsförmågan att förbättras är starkt kopplad till aktivitetsnivån eller konjunkturen. Där ger ledande indikatorer som PMI:er, enkäter där företagen får ange status och framtidsutsikter, en fingervisning om att utvecklingen ser ut att stabilisera sig så småningom. Detta kombinerat med förhoppningsvis successivt lägre räntor stärker möjligheterna för vinstupprevideringar, även om vi först ska ta oss igenom ett par kvartal med lägre aktivitetsnivå.

Än så länge är det fördel för de stora teknologibolagen och marknadsdominanter på sektornivå inom exempelvis lyxvaror och läkemedel. Allteftersom konjunkturen stabiliseras och om räntor kommer ner samt om Kina fullföljer sina stimulansplaner kan det mycket väl tänka sig att investerare allokera om mot en bredare aktieexponering. Det bör då gynna exempelvis mindre företag och Emerging Markets så att en del av värderingsgapen reduceras. Dock ligger bevisbördan på dessa eftersläntrare då vi haft en lång och stabil trend där vinnarna återfunnits bland företag med god och hög tillväxt, samt företag av hög kvalitet. Kvalitetsbenämningen syftar på vinstgenereringsförmågan (stabila eller stigande marginaler) samt starka balanser (starkt positivt kassaflöde och hög andel eget kapital relativt skuld). Graferna nedan visar att dessa vinnare även rosat marknaden via en successivt högre värdering kontra resten av aktiemarknaden. Många av dessa företag har sitt säte i USA och är en viktig förklaring till aktiemarknadens starka utveckling. PE-talen för MSCI Världsindex respektive MSCI Emerging Markets är trots allt ganska nära det snitt som var rådande för perioden innan pandemin som temporärt drev upp hela aktiemarknadens värdering.

Det ovanstående kan sammanfattas som att investerares riskvilja stigit sedan september 2022 men ännu inte nått det långsiktiga normalläget. Värderingen av både företagsobligationer och aktier har stigit under 2023 och det krävs att inflationen, och därmed centralbankerna, betar sig som förväntat för att inte räntespreadar och PE-tal ska utmanas. Delar av aktiemarknaden har definitivt potential att åtnjuta en högre värdering och för de delar som har en tydlig premievärdering krävs att dessa företag fortsätter att leverera starka vinster för att premien ska upprätthållas.

De stora tillväxtbolagen håller hög kvalitet och har drivit avkastningen i ett världsindex

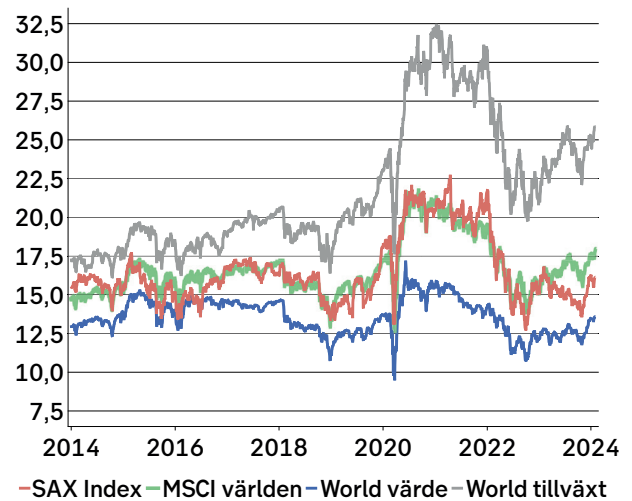


- Kvalitet (164,9%)
- Defensiva (67,5%)
- MSCI världen (108,8%)
- Tillväxt (159,9%)
- Värde (61,4%)
- Cykliska (54,9%)

Källa: Macrobond och MSCI

Stora höglönsamma tillväxtbolag är de långsiktiga vinnarna i ett världsindex. Majoriteten av dessa återfinns i USA.

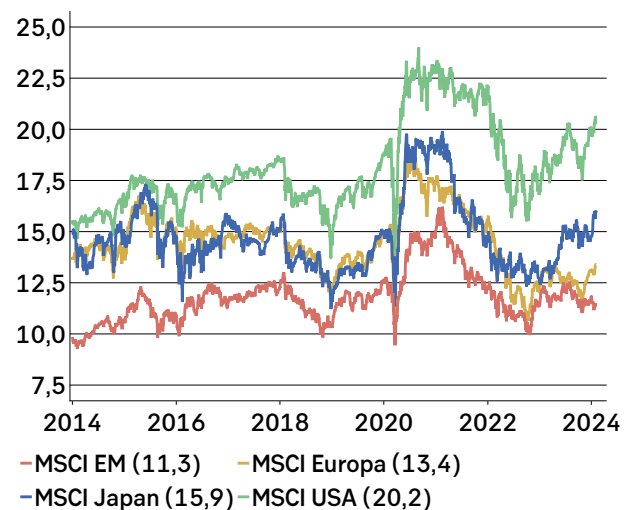
Tillväxtbolagens bedrift har resulterat i premievärdering



Källa: Macrobond och MSCI

De globala vinnarna har successivt fått högre värdering uttryckt som PE-tal. 2022 reducerade delar av denna premie men skillnaden i förhållande till snittet är högre än innan pandemin. Både ett svenskt aktieindex (SAX) och ett globalt dito (MSCI World) uppvisar ett PE-tal idag som är i samma härad som innan pandemin.

Dessa tillväxt- och kvalitetsbolag återfinns främst i USA, vilket återspeglas i landets premievärdering



Källa: Macrobond och MSCI

De globala vinnarna har successivt fått högre värdering uttryckt som PE-tal. Majoriteten av dessa är amerikanska företag och det förklarar varför den amerikanska marknaden har blivit dyrare mätt som PE-tal medan resten av världen är mer eller mindre kvar på "gamla" nivåer.

Det finns absolut risker trots ökad sannolikhet för en mjuklandning

Att marknaden har blivit alltmer positiv och diskonterar ett tämligen behagligt mjuklandningsscenario är självklart en risk i sig om det faktiska utfallet blir sämre än så. Historiskt har en period med negativ amerikansk yieldkurva alltid resulterat i en lågkonjunktur. Perioden framför oss skulle således kunna bli undantaget som bekräftar regeln. Arbetsmarknaden har inte mattats av och konsumenten har pandemistöd och ett uppdämt konsumtionsbehov som tydligt påverkat dem i positiv riktning. Risker är att de gamla sambanden där negativ yieldkurva och stigande korträntor leder till en tydlig konjunkturedgång gäller men att fördröjningen bara är lite längre än vanligt.

Ett annat potentiellt bakslag är att inflationsprofilen rubbas och att vi får en period där inflationen står och stampar eller åter stiger. Kanske kan den geopolitiska oron och den stabila arbetsmarknaden åstadkomma denna typ av bakslag som i sin tur skulle fördröja centralbankernas räntesänkingsplaner. Detta skulle vara en känslig mekanism eftersom investerare hoppas/räknar med stora styrräntesänkningar under 2024.

Slutligen ser den geopolitiska situationen allt sämre ut. Ryssland krigar fortsatt i Ukraina. Kina markerar löpande mot Taiwan. I mellanöstern är läget i Israel fortsatt kaotiskt och i regionen i övrigt sker attacker mellan länder och mot sjöfarten som passerar i området. Detta har drivit upp kostnaden för sjöfarten och om situationen förvärras ytterligare kan olje- och gaspriserna stiga.

Vår portföljkomposition levererade under 2023 och bibehålls under inledningen av 2024

Strukturen i våra portföljer är sådan att de utvecklas väl under stigande riskaptit och tappar när riskaversionen tilltar. Det innebär att vi är överviktade mot risk även om aktieandelen bara är marginellt överviktad. I den globala delportföljen bibehåller vi en övervikt mot förra årets vinnare, amerikanska stora tillväxtbolag. Detta kompletteras med en övervikt mot små och medelstora företag med inriktning mot lägre värderade företag. Tydliga undervikter återfinns mot Europa och vissa defensiva sektorer. Håller vårt huvudscenario är det troligt att vi successivt justerar denna komposition under året.

Inom svenska aktier är fokus på aktiespecifikt risktagande bland de större bolagen på börsen kompletterat med vad vi bedömer vara en lämplig andel mindre och medelstora företag som vi investerar i via småbolagsfonder. De senare hade en svag period under hela 2022 och under 2023 bortsett från rallyt under det sista kvartalet. Den svaga perioden medförde en välbehövlig nedjustering av värderingsparametern och framöver ser det bättre ut. Inom räntebärande placeringar räknar vi inte med fortsatt lägre kreditspreadar eller tydligt fallande långräntor. Å andra sidan väntar vi oss inte heller någon dramatik åt andra hållet. Därför inleder vi året med neutral exponering mot företagsobligationer inom High Yield och övervikt mot Investment Grade samt med en genomsnittlig duration strax över tre år.

De högre räntorna i det finansiella systemet gör att denna komposition i portföljerna resulterar i högre förväntad avkastning på totalen jämfört med nollränteperioden, trots att vi då hade dubbel vikt inom High Yield. Slutligen dominerar vår portfölj med alternativa investeringar av innehav i så kallade makrohedgefonder följt av innehav i marknadsneutrala aktiehedgefonder. Den kompositionen fungerar fortfarande som en stötdämpare i portföljen.

Globala aktier

Ekonomisk återhämtning och normalisering av värderingar

Vi fick en glättig avslutning på året med världsindex som i lokal valuta steg med hela 14 procent från slutet av oktober fram till årsskiftet. Börserna fick bränsle av fallande inflationstakt och ett mjukare budskap från Fed, vilket resulterade i brant fallande långräntor i USA och Europa. Fram till november dominerades börsuppgången av ett fåtal stora teknikbolag i USA, men därefter breddades uppgången. De mest nedtryckta delarna av marknaden, såsom småbolagen, rekylerade starkast. I takt med riskviljan stärktes dock den svenska kronan, särskilt mot USD, vilket dämpade avkastningen för svenska investerare med öppna valutapositioner.

Under 2023 uppvisade de flesta börserna tydliga uppgångar. I täten hittar vi framför allt tillväxttunga amerikanska Nasdaq som lyftes av de sju största bolagen, i folkmun kallade "Magnificent Seven". Under sluttampen på året steg de europeiska börserna och den breda marknaden i USA i linje med Nasdaq medan de kinesiska börserna inte hängde med i uppgången överhuvudtaget och därmed lade ytterligare ett negativt börsår till handlingarna. Tillväxtbolagen utklassade valuebolagen under året och teknologisektorn blev den i särklass bästa.

Vi har varit positivt inställda till de amerikanska tillväxt- och teknikbolagen under en längre tid, men frågan som vi och många andra investerare ställer sig är om den fantastiska kursutvecklingen för sektorn kan fortsätta. Mättas inte tillväxten? Kan värderingarna försvaras? Avseende tillväxten konstaterar vi att den för sektorn som helhet är strukturell både för producenter och konsumenter och ser inte ut att mattas av i närtid, snarare tvärtom.

Värderingen däremot är klurigare eftersom den är historiskt hög samtidigt som man får ta hänsyn till och beräkna graden av tillväxt samt marginalutveckling under många år framöver. Vi tycker dock att värderingarna i sektorn inte bör falla i närtid eftersom vinsttillväxttakten ser ut att stärkas, inte minst relativt andra sektorer. Luften börjar dock bli tunnare på nuvarande värderingsnivåer och när tillväxttakten avtar lär värderingarna falla, men där är vi ännu inte.

En helt annan del av marknaden som vi tycker ser intressant ut, men av delvis andra skäl, är småbolagen som underpresterat stora bolag. Det är särskilt tydligt under de senaste två åren, vilket till stor del har att göra med ränteuppgångarna eftersom de mindre bolagen på aggregerad basis är högre belånade. Däremot gynnas småbolagen av det ekonomiska scenario vi prognosticerar, nämligen ekonomisk mjuklandning samt räntesänkningar. Värderingen är historiskt låg, särskilt i relation till det bredare indexet. Dessutom förväntas snabbare vinsttillväxt för de mindre bolagen.

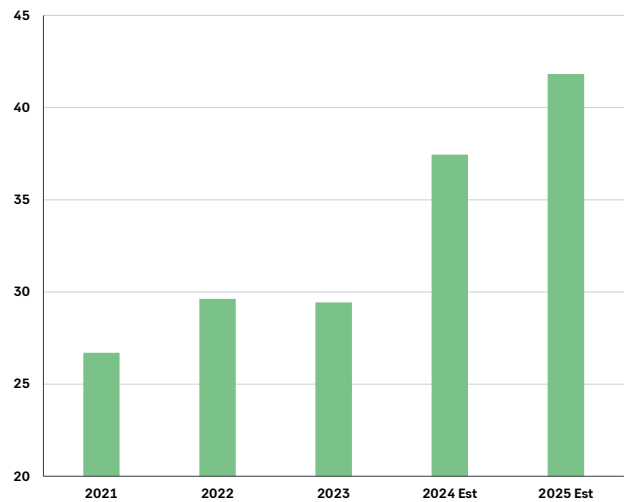
Teknologisektorn återigen betydligt högre värderad än marknaden i övrigt



Källa: Bloomberg

Grafen visar P/E-talets utveckling för teknologisektorn respektive världsindex under de senaste fem åren.

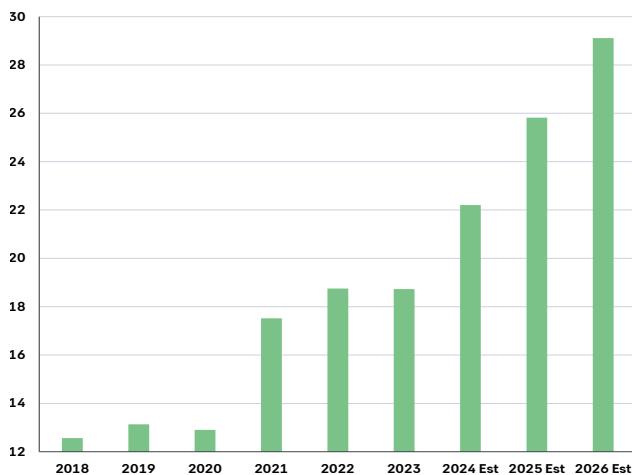
Småbolagens vinster förväntas växa snabbt under de kommande åren



Källa: Bloomberg

Tabellen visar de historiska- samt de förväntade vinsterna för MSCI World Small Cap Index.

Efter några år av konsolidering förväntas stark vinstutveckling för teknologisektorn under de kommande åren



Källa: Bloomberg

Tabellen visar de historiska- samt de förväntade vinsterna för teknologibolagen inom MSCI Word Information Technology Index.

Dessutom är småbolagen lågt värderade



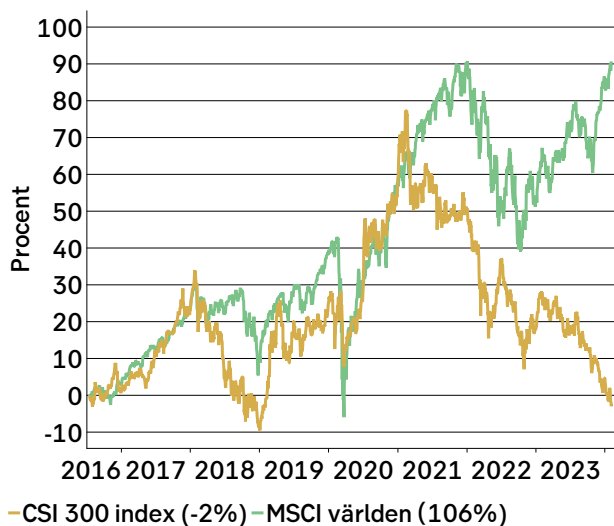
Källa: Bloomberg

Grafen visar P/E-talets utveckling för småbolagsindex (MSCI World Small Cap) respektive världsindex (MSCI World) under de senaste fem åren.

Är det dags att titta närmare på kinesiska aktier?

Vi tar upp Kina som ett tema i denna utgåva med fokus på politik och makroekonomi eftersom landet alltjämt är ett av de viktigaste länderna för vår globala ekonomi. De kinesiska börserna väger dock lätt i ett världsindex, drygt 3 procent, vilket gör det lättare för globala förvaltare att döma ut kinesiska aktier som "icke-investeringsbara" med hänsyn taget till nyckfulla regleringar av näringslivet. Dess nära koppling till Ryssland samt aggressiva inställning till Taiwan gör det inte bättre. Börsutvecklingen har varit i det närmaste katastrofal under de senaste tre åren – i gemensam valuta har MSCI China, som är storbolags- och teknologidominerat, fallit 57 procent och CSI 300 som representerar Shanghai- och Shenzhenbörsen är ned 44 procent medan världsindex är upp 16 procent under samma period.

Botten ur för de kinesiska börserna



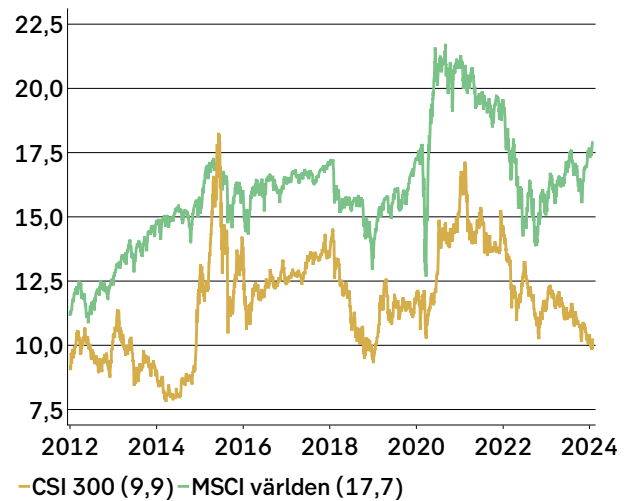
Källa: Macrobond

Grafen visar för MSCI World (exklusive EM) relativt CSI 300 som representeras av de största bolagen på Shanghai- och Shenzhenbörsen.

Är det då dags att titta närmare på kinesiska aktier? Ur ett värderingsperspektiv är svaret tveklöst ja, värderingarna är på extremt låga nivåer. Kina har också ett dynamiskt näringsliv med hög innovationsgrad. Framväxten av stora innovativa bolag under de senaste 20 åren är imponerande med internetjättar som Tencent, Baidu, JD.com, Meituan och Alibaba. Under de senaste åren har nya giganter visat framfötterna såsom Pinduoduo (e-handel) och Bytedance (TikTok).

Det finns dock stora strukturella problem i Kina – det alltmer dogmatiska kommunistiska styret med allt vad det innebär i form av statlig inblandning i näringslivet samt politiska konfrontationer med omvärlden. Dessutom har landet 30 år av kraftig expansion med alltför vidlyftig beläning, i synnerhet till fastighetssektorn, vilket kommer att ta många år att komma till rätta med. Kinesisk tillväxt och vinster har blivit svagare än väntat efter nedstängningarna och det finns oro för hur Kina ska lyckas med sin omställning till ett modernare samhälle.

Kinesiska aktier värderas historiskt lågt relativt världsindex



Källa: Macrobond

Diskrepansen mellan MSCI World och den kinesiska börsen har ökat på senare tid.

De bistra ekonomiska utsikterna har dock aktiemarknaden mer än väl diskonterat, vilket begränsar nedsidan. Men när realiserar värdena? När värderingarna kollapsar som de har gjort i Kina behövs inte mycket för att vända börstrenden. Det utländska ägandet är rekordlångt och Kina är numera underviktat av Emerging Markets-förvaltare – en trend som snabbt kan vända vid minsta ljusning. Kina har något som kallas "The National Team", vilket är en investeringsfond som har för vana att stödköpa kinesiska aktier när det ser som mörkast ut. Det spekuleras i att det är dags för ansenliga stödköp, vilket mycket väl kan vända trenden. Skulle vinstprognoserna stämma räcker det i sig för att lyfta börserna. Vinsterna har fallit två år i rad men väntas växa drygt 20 procent i år jämfört med föregående år och dessutom överträffa 2021 års vinster. Balansen mellan dessa negativa krafter och potentiella triggers samt den låga värderingen är i varje fall bättre än på länge men det återstår att se om den leder till en förändring eller inte.

Slutsats

Det bistra makroklimatet med svag tillväxt och hög inflation har väntats till förhoppningar om förbättrad konjunktur och lägre räntor. Vi ser 2024 som ett normaliseringsår – nedslagna sektorer och segment av marknaden återhämtar sig. USA kommer inte att helt dominera utvecklingen utan får sällskap av Europa och Japan och till slut också Emerging Markets, som lämnats i kölvattnet under några år. Naturligtvis är Kina fortfarande nyckeln till de asiatiska och till viss del de latinamerikanska börsernas utveckling, men vi förväntar oss en hygglig tillväxt i Kina och en viss flirt med finansmarknadernas aktörer. För närvarande är vi dock mest förtjusta i teknologisektorn samt småbolagen på global basis. IT-bolagen för dess höga vinstökningstakt samt strukturella tillväxt och småbolagen för dess uppvärderingspotential i en annalkande positiv makromiljö.

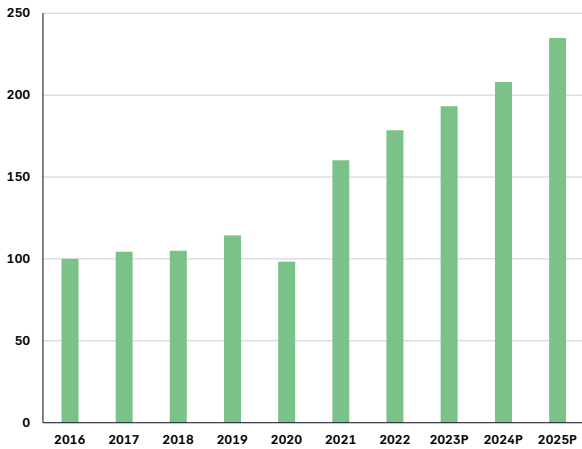
Nordiska aktier

Vad kan gå fel?

Börsåret 2023 inleddes starkt och avslutades extremt positivt men däremellan var det relativt skakigt och storbolagsindex i Sverige var på samma nivå i slutet på oktober som vid årets början medan småbolagsindex sjönk nästan 10 procent. De senaste tre månaderna har börsindex i både Norden och Sverige rusat 13 procent, amerikanska aktier har utvecklats ännu starkare och svenska småbolag har klättrat mer än 20 procent. Drivande bakom uppgången är förväntningar om ett betydande räntefall 2024 samtidigt som vinsterna väntas fortsätta växa. I USA väntas en närmast perfekt så kallad ekonomisk mjuklandning och även om vi inte ser motsvarande styrka i Europa eller Asien väntas ingen resultatmässig lågkonjunktur för företagen. För svenska bolag väntas vinsterna växa ytterligare 8 procent 2024 från rekordhöga nivåer 2023.

Om förväntningarna slår in och räntorna kommer ner kraftigt i år samtidigt som vinsterna fortsätter växa från rekordhöga nivåer är det fullt rimligt att räkna med ännu ett bra börsår 2024. Räntesänkningar under 2024 bör få positiv effekt på konjunkturen mot slutet av året och/eller 2025, vilket bör förbättra vinsttillväxten ytterligare.

Indexerad nettovinst, börsbolag noterade i Stockholm med SEB prognoser



Källa: SEB

Diagrammet visar indexerad vinstutveckling för de bolag noterade på Stockholmsbörsen som SEB bevakar (inklusive exempelvis schweiziska ABB och brittiska AstraZeneca). Lågkonjunktur och den dramatiska ränteuppgången 2022/23 har inte satt några synbara spår på börsbolagens sammanlagda vinstutveckling och väntas inte heller få det. Nya rekordvinster spås 2024 och därefter accelererar vinststillväxten igen 2025.

Kanske är det den bästa av världar som väntar för aktiemarknaden? Vi ser dock fler signifikanta risker som kan förändra situationen. Konjunkturavmattningen har fått något större effekt på vinsterna i slutet av 2023 än vad analytikerna räknat med och vinstprognoserna har justerats ner både inför rapporterna och ytterligare efteråt. Även om räntorna kommit ner från toppnivån i oktober 2023 är de fortfarande på höga nivåer i ett närhistoriskt perspektiv. Framförallt de höga realräntorna borde kunna drabba fler segment av ekonomin framöver, inte bara bostadsbyggande och kommersiella fastigheter.

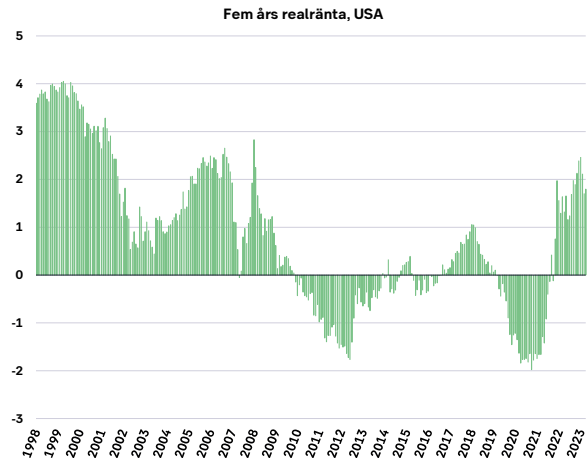
Rapportperioden föranleder nedjusterade prognoser

Rapporterna för fjärde kvartalet 2023 har hittills inte imponerat. Andelen negativa överraskningar är ovanligt stor och de negativa prognosjusteringarna vad gäller vinstprognoser för 2024 och 2025 är nästan dubbelt så många som de positiva under januari.

Bland de positiva vinstprognosrevideringarna finns det två branscher som sticker ut påtagligt, fastighetsbolag och transport/rederi. Fastighetsbolagens vinstprognoser gynnas av nedjusterade räntekostnadsprognoser. Rederiernas vinster justeras upp 2024 till följd av kriget i Yemen som stoppat användningen av Suezkanalen, det har i sin tur drivit upp fraktrater och kapacitetsutnyttjande inom sjöfarten men även fått fler företag att byta till flygfrakt.

På aggregerad nivå har vi de senaste tre månaderna sänkt vinstprognoserna i Sverige med drygt 2 procent för både 2024 och 2025. I Norden har prognoserna sänkts med 1 procent för 2024 och 3 procent för 2025. Vinstprognoserna har justerats ner inom de flesta sektorerna: verkstad, energi, finans, konsument, råvaror och telekom. För transportsektorn är det uppjusteringar 2024 relaterade till Suezkanalen men sänkningar 2025.

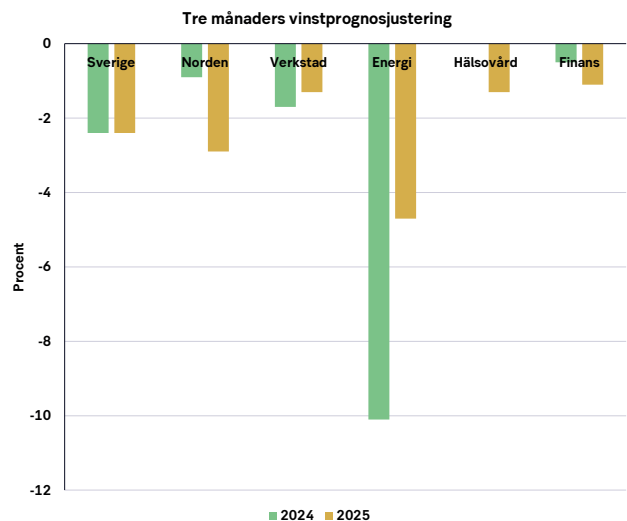
Amerikanska realräntor har kommit ner från toppen men är höga i ett längre perspektiv



Källa: SEB, Bloomberg

Diagrammet visar räntan på en femårig amerikansk realränteobligation. Omställningen efter 15 år av ultralåga räntor är enorm. För 23 år sedan var realräntan ännu högre men sedan dess har skuldsättningen i stora delar av samhället förändrats rejält. Räntealternativet är idag återigen en tydlig konkurrent till aktiemarknaden om investerarnas pengar. Samtidigt borde de högre kapitalkostnaderna bromsa investeringar i reala tillgångar, inte bara inom bostäder och kommersiella lokaler.

SEBs prognosjusteringar de senaste tre månaderna för utvalda sektorer och geografier



Källa: SEB

Diagrammet visar de aggregerade vinstprognosjusteringarna de senaste tre månaderna för bolag SEB följer i Sverige respektive Norden, samt i Norden för några av de största sektorerna: verkstad, energi, hälsovård och finans. Tre månader fångar upp alla prognosförändringar inför rapporterna samt de justeringar som hittills gjorts efter rapporterna när vi i skrivande stund kommit mindre än halvvägs genom rapportperioden. De negativa justeringarna dominerar påtagligt men enstaka uppjusteringar förekommer också, bland annat för några av de mest vinstrika bolagen.

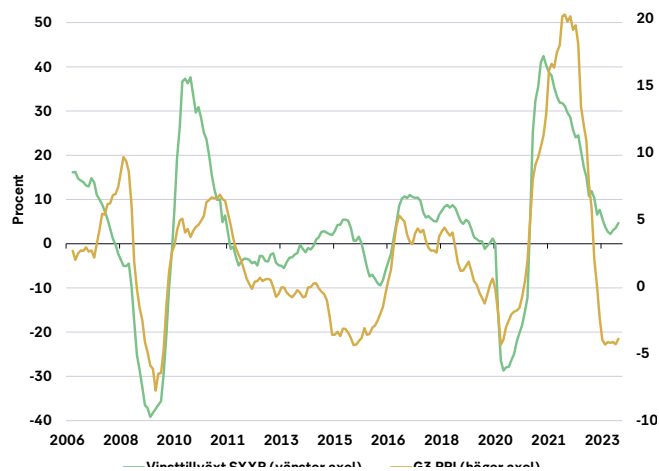
Prispress är vanligtvis negativt för företagens vinstutveckling

När inflationen ökade 2021 och 2022 var det i producentpriserna (PPI) vi kunde se det först och de har även haft ett brantare fall än konsumentpriserna, det gäller såväl på total nivå som för justerade varianter av måttet. Producentpriserna mäter prisutvecklingen på de varor industrin säljer och här råder det redan deflation i både Europa, USA och Kina. I Kina har producentpriserna varit fallande i årstakt ända sedan oktober 2022, i Europa har de varit fallande sedan maj 2023 och i USA pendlar de sedan maj 2023 mellan små negativa och små positiva tal. Efter de enorma prisökningarna 2022 är prisfallen delvis en normalisering efter tidigare uppgång, det gäller inte minst energi, transporter och råvaror.

Fallande priser är dock ofta en indikation på att en marknad är i obalans med högre utbud än efterfrågan, det är en miljö då företagen oftast går relativt dåligt. Det är därmed naturligt att vinsttillväxt och producentpriser historiskt har tenderat att svänga i takt. Tittar vi på Norden slår enskilda bolag igenom väldigt hårt, för närvarande Novo Nordisk och tidigare bolag som Equinor (fd Statoil), A.P Möller Maersk men historiskt även Nokia och Ericsson. För att se sambandet mellan vinster och inflation tydligare tittar vi därför på ett bredare index som det för de 600 största bolagen i Europa, 118 av dessa är från Norden och därtill ingår bolag med svensk anknytning som ABB, AstraZeneca och Tigo.

Historiskt har perioder med negativ varuprisinflation som nu varit förenade med klart sämre vinstutveckling för europeiska företag. Även om vinsttillväxtförväntningarna kommit ner rejält i takt med minskad inflation de senaste 18 månaderna är det fortfarande positiv vinsttillväxt som förväntas. Historiskt har prisfall som de vi nu ser ofta varit förenade med krympande vinster för europeiska företag. Om de mer optimistiska vinstutsikterna denna gång speglar underliggande strukturella förändringar som förbättrat lönsamheten ska tolkningen vara klart borspositiv. En mer negativ tolkning av situationen är att vinstprognoserna i dagsläget är för optimistiska och att nedjusteringarna som vi sett i inledningen av detta år är början på mer signifikanta nedjusteringar.

Fallande priser på varor dämpar inflationen, men har ofta haft en trist baksida



Källa: Bloomberg

Diagrammet visar producentprisinflationen (likaviktat snitt för Kina, USA och EU) mot förväntad vinsttillväxt närmaste året för europeiska börsbolag. Vinsttillväxtförväntningarna har kommit ner med inflationen men inte alls så kraftigt som hade kunnat befaras givet historiska samband. Är det annorlunda denna gång? Vi ser risk för negativa prognosrevideringar men konstaterar samtidigt att om prognoserna infrias är den starka börsutvecklingen de senaste månaderna väl motiverad.

Politiska risker, på riktigt denna gång?

Investorer har lärt sig att ignorera politiska risker. Det har varit en synnerligen dålig strategi de senaste 20 åren att sälja aktier i samband med politisk oro, allt från grekisk skuld kris till krigsutbrottet i Ukraina har gått förbi utan signifikant effekt på företagens vinstgenerering, vilket i slutändan är det avgörande för aktiernas utveckling. Det finns dock händelser som starkt påverkat vinsterna, exempelvis tvångskarantänåtgärder under pandemin. Den gången blev effekten på börsen i slutändan ändå positiv tack vare massiva stimulansåtgärder men de är en påminnelse om att politiska risker kan påverka starkt och om de inte hade kombinerats med de ekonomiska stimulanser som samtidigt genomfördes skulle börsutvecklingen ha varit mycket annorlunda.

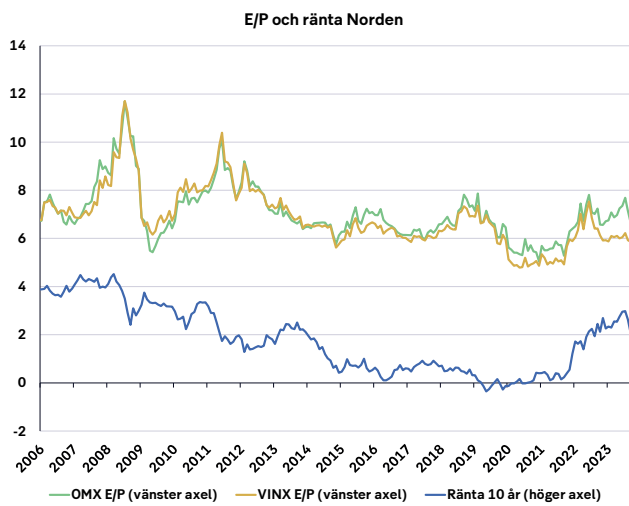
Annat som har kostat företag stora pengar i modern tid är tullar och handelskrig. Dessvärre finns det en uppenbar risk för betydligt mer av det senare i år eller tidigt 2025. Kriget i Ukraina har i princip fallit bort från investerarnas radar på senare tid, men även detta är något som kan komma tillbaka under året om USAs stöd försvinner.

Parallellt finns det tyvärr även en uppenbar risk att den politiska utvecklingen i USA under året kan förvärra de redan dåliga relationerna med Kina ytterligare. Mardrömsscenario är en direkt militär konflikt mellan Kina och Taiwan/USA, det skulle få mycket stora effekter även på ekonomi och börs. Även en mindre dramatisk konflikteskalering kan få negativ inverkan på vinstutsikterna.

Med nuvarande värderingar är det svårt att se investerarna diskontera något av de många potentiella politiska hot som finns. Förhoppningsvis undviker världen att gå snett, men de politiska riskerna framstår som ovanligt höga samtidigt som investerarnas förberedelse för eventuella bakslag är låg. För bolag med stor exponering mot den amerikanska marknaden och fokus på lösningar för klimatomställningen bör det amerikanska presidentvalet i höst bli en av de viktigaste frågorna. Noterbart är dessutom att lösningar för klimatomställningen berör mycket mer än enbart exempelvis förnybar energi. Inom de flesta branscher lyfter företag numera fram omställningen som en viktig drivkraft och konkurrensfaktor, det gäller allt från transporter till elektrifiering och metaller framställda med extra lågt koldioxidavtryck.

Vid SEBs Nordic Seminar i Köpenhamn i januari med över 160 deltagande nordiska börsbolag angav tre fjärdedelar av bolagen att de upplever att omställningen mot en koldioxidutsläppsfri ekonomi accelererar.

Värderingen av Stockholmsbörsen på normal nivå men riskpremium är fortsatt låg



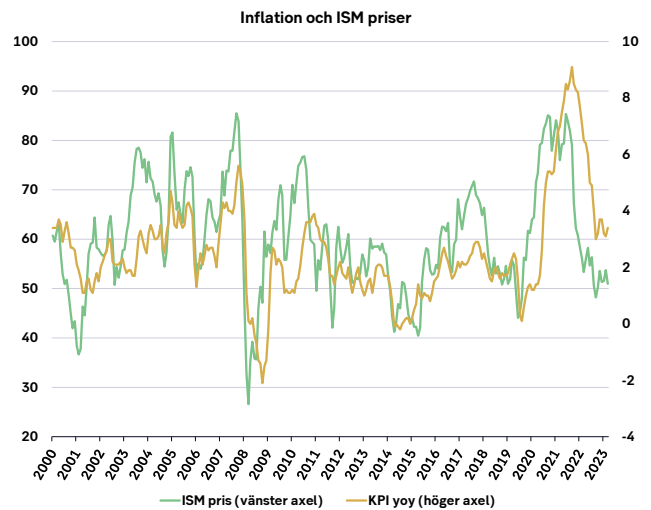
Källa: Bloomberg, SEB

Diagrammet visar E/P-talet (inverterat P/E-tal eller vinsterna uttryckt som en ränta till aktieägarna) för storbolag i Sverige respektive Norden jämfört med räntan på en 10 årig svensk statsobligation. Historiskt har investerare normalt krävt en större kompensation för den högre risk det medför att investera i aktier relativt statsobligationer än vad som är fallet idag. Stockholmsbörsen värderas i nivå med snittet det senaste decenniet medan Norden som helhet är högre värderat, på grund av den högre värderingen av Novo Nordisk.

Sammanfattning och slutsats

Det ser ljust ut. Vinsterna har utvecklats betydligt bättre än vad som kunnat befaras efter de senaste årens ränteuppgång och de senaste 18 månadernas dramatiska inflationsfall för industrivaror. Samtidigt väntas nu räntorna komma ner signifikant under 2024, vilket bör ge ytterligare stöd åt vinsterna nästa år och värderingarna redan nu. Börsen är samtidigt redan relativt generöst prissatt och det ger begränsat utrymme för att tolerera eventuella negativa överraskningar. Rapportperioden för fjärde kvartalet 2023 har inletts svagt med negativa prognosrevideringar till följd. Vi ser också betydande politiska risker under 2024, risker som kan få faktisk och signifikant påverkan på företagets vinster och därmed mer uthållig börspåverkan än diverse händelser de senaste 15 åren som enbart medfört kortvarig hicka.

Inflationen har kommit ner snabbt men ännu inte nått målnivån



Källa: Bloomberg, SEB

Diagrammet visar amerikansk inflation, KPI, och snittet för priskomponenterna i inköpschefsindex för industrisektorn och tjänstesektorn i USA (ISM och Non-manufacturing ISM). ISM har historiskt varit en bra tidig indikator för inflationen. Denna har slutat falla men ligger på en nivå som talar för att inflationen bör komma ner ytterligare efter det senaste halvårets utplaning runt 3 procent.

Ränteinvesteringar

Centralbankernas sänkningstakt i fokus

Föregående år blev onekligen ett år i rampljuset för de större centralbankerna. Trots fallande inflation fortsatte räntehöjningarna att dugga tätt från Fed, ECB och vår egen Riksbank under det första halvåret. Under andra halvan av året föranledde dock överraskande gynnsam inflationsutveckling, tillsammans med en begynnande oro för skadliga effekter på den ekonomiska tillväxten, en mer avvaktande hållning. När retoriken från centralbankerna mot slutet av året indikerade möjliga räntesänkningar redan under våren 2024 tog marknaden omgående ut segern i kampen mot inflation och att en ekonomisk hårdlandning skulle undvikas. När 2024 nu inletts har marknads fokus skiftat till taktens i och antalet räntesänkningar som förväntas under kommande kalenderår. Ett fokus som säkerligen kan ge upphov till fortsatta ränterörelser.

Statsobligationer (exkl Emerging Markets)

Inflationsöverraskningar på nedsidan och lägre styrränteförväntningar ledde till kraftiga obligationsräntefall under fjärde kvartalet i fjol. Räntekurvorna i USA, Euroområdet och Skandinavien är därför fortsatt inverterade med långa räntor som handlas på lägre nivåer än korta räntor.

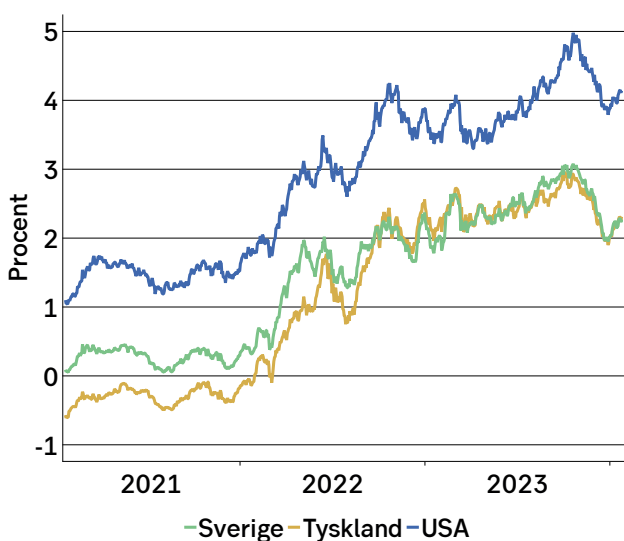
Långränteutvecklingen framöver kommer i första hand bero på hur förväntningarna på den kommande räntesänkningsscykeln utvecklas. Vi ser en begränsad nedåtsida för långa räntor så länge som marknaden inte prisar in lägre styrräntor än vad vi har i våra prognoser. Samtidigt väntas kvantitativ åtstramning (QT) och ökade emissioner bidra till tryck uppåt på svenska räntor och öka ränteskillnaden mot Tyskland.

USA – Historiskt sett tenderar långa räntor att ha en fallande trend genom hela räntesänkingscykeln. Givet redan låga långräntnivåer är nedsidan relativt liten även om Federal Reserve (Fed) sänker styrräntan till vår prognos på 2,75-3,00 procent i slutet av 2025. Tydligare svaghetstecken på arbetsmarknaden kan tillfälligt få långa räntor att falla mer, till nivåer som inte är hållbara om en mjuklandning bekräftas under året. Obligationsutbud kommer inte att vara en viktig drivkraft för obligationsräntor 2024, särskilt som det motverkas av att Fed sannolikt bromsar QT-politiken. Vår bedömning är att den 10-åriga statsräntan ligger på 3,80 procent i mitten av 2024 innan den ökar något till cirka 4,00 procent i slutet av året.

Euroområdet – Vår prognos är att Europeiska centralbanken (ECB) börjar sänka styrräntorna i mars och att inlåningsräntan når 2 procent i slutet av 2025. Långa räntor i kärnländerna är redan låga och vi förväntar oss endast mindre rörelse nedåt under de kommande två åren. ECB har beslutat att värdepappersinnehaven ska minska i snabbare takt från och med juli, vilket tar bort en del effekt av lägre korta räntor. Vår prognos är att tyska 10-årsräntan fluktuerar runt 2 procent under 2024 och 2025.

Sverige – Efter att gradvis ha stigit föll ränteskillnaden mot tyska 10-årsobligationer mot slutet av förra året. Vi förväntar oss att den tidigare uppåtgående trenden återupptas. Riksbanken indikerade tydligt att statsobligationsförsäljningarna kommer att öka igen i februari och vi räknar med att månadsvolymerna höjs från 5 miljarder kronor till 7-8 miljarder kronor. Riksgälden kommer troligen också att successivt öka obligationsutbudet under 2024 när Riksbanken ska tillföras nytt kapital (40 miljarder kronor) och på ett större statligt budgetunderskott. Ränteskillnaden mot Tyskland för 10-åriga obligationer väntas stiga till 30 räntepunkter i slutet av 2024.

Stora rörelser i långa obligationsräntor under året



Källa: Macrobond

Efter en utdragen uppgång i obligationsräntor under andra och tredje kvartalet föll räntorna kraftigt mot slutet av året. Detta innebar att de absoluta räntnivåerna var ungefär de samma vid årets början som vid årets slut.

Prognoser för statsobligationer

Räntan för 10-åriga statsobligationer	18 jan	juni 2024	dec 2024	dec 2025
USA	4,14	4,80	4,30	4,00
Tyskland	2,31	2,75	2,60	2,50
Sverige	2,28	2,90	2,90	2,80
Norge	3,59	3,50	3,25	3,15

Källa: SEB, prognoser januari 2024

Toppen är nådd, men begränsade nedgångar 2024. Mot bakgrund av den stora nedgången för långa obligationsräntor under slutet av 2023 är fallhöjden kommande år begränsad. För svensk del förväntas snarare en sidledes rörelse än en nedgång.

Prognoser för centralbanksräntor

Centralbankernas styrräntor	18 jan	2024	2025
Federal Reserve	5,50	4,00	3,00
European Central Bank	4,00	3,00	2,00
Bank of England	5,25	4,00	2,75
Norges Bank	4,50	4,00	3,00
Riksbanken	4,00	3,00	2,25

Källa: SEB, prognoser januari 2024

Centralbankerna vänder nedåt med besked. Givet gynnsam inflationsutveckling och rädsla för att driva ekonomierna mot hårdlandning sänker centralbankerna styrräntorna relativt kraftfullt kommande två år.

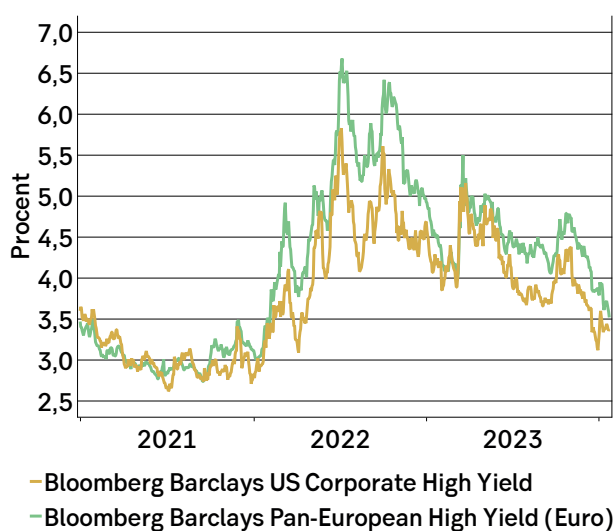
Företagsobligationer – Investment Grade (IG) och High Yield (HY)

Marknaden för företagsobligationer upplevde en påtagligt stark avslutning föregående år när obligationsräntor föll samtidigt som kreditspreadar komprimerades och drog sig allt närmare historiskt låga nivåer. Detta var delvis drivet av en motståndskraftig tillväxt, vilken bidrog till att undvika den ekonomiska hårdlandning som befarades under inledningen av 2023. Som en följd av detta begränsades uppgången i konkurser inom High Yield-obligationer något, enligt Moody's förväntas den slutgiltiga konkursnivån 2023 landa på 4,6 procent. Prognosen för 2024 ser även den relativt god ut, konkursnivån förväntas ligga kring 4,5 procent under årets första månader för att sedan falla succesivt och stänga året kring 3,8 procent.

Ytterligare en faktor som bidrog till den positiva utvecklingen för företagsobligationer var ett relativt begränsat refinansieringsutbud, dvs utbud som är drivet av att ge ut nya obligationslån i syfte att ersätta obligationslån som förfaller i närtid. Denna bild kommer dock att förändras under kommande tre år då andelen av världens företagsobligationer inom både Investment Grade och High Yield som förfaller, stiger. Det innebär att vi kommer se ett ökat utbud av nyemitterade företagsobligationer under kommande år när allt fler bolag behöver ersätta förfallande obligationslån. Indirekt innebär det också att företagens räntekostnader kommer att öka relativt markant då de förfallande obligationerna emitterades när ränteläget var betydligt lägre än nuvarande räntnivåer.

Med stöd från vår vy om att den globala ekonomin mjuklandar bör dock både ett högre utbud av företagsobligationer och högre räntekostnader vara hanterbart under 2024. Däremot är avkastningspotentialen från fallande obligationsräntor och snävare kreditspreadar mer begränsad 2024 efter de kraftiga rörelser vi upplevde under slutet av 2023. Långa obligationsräntor förväntas röra sig sidledes i Europa medan det finns utrymme för en mindre nedgång i USA. Kreditspreadar å sin sida handlas för närvarande på historiskt låga nivåer, vilket ger ett begränsat utrymme för ytterligare kompression.

Kreditspreadar för High Yield tillbaka på historiskt låga nivåer



Källa: Macrobond

Efter att bankstressen i USA hade isolerats föll kreditspreadar succesivt under resterande del av året och handlades nära historiskt låga nivåer vid årets slut.

Tillväxtmarknadsobligationer – Emerging Markets Debt (EMD)

Tillväxtmarknadsobligationer genererade likt övriga räntemarknaden god avkastning under det gångna året, detta oavsett om placeringar skedde i företagsobligationer (EM Corporate debt) eller statsobligationer (EM Sovereign debt). Detta är smått imponerande då året bjöd på fyra räntehöjningar från Fed, oro för en amerikansk recession, bankstress och en kinesisk fastighetsmarknad i gungning – faktorer som alla är tydliga motvindar för tillväxtmarknader.

Blickar vi framåt finns det skäl till fortsatt optimism. Den ekonomiska tillväxten för tillväxtmarknader ser fortsatt stabil ut och spås landa runt 4 procent 2024, marginellt ner från föregående år men trots det i en expansiv fas. Givet att tillväxten i utvecklade länder förväntas sjunka med ännu större tal skulle detta innebära en ökad skillnad i tillväxttakt under 2024.

Även inflationsutsikterna ser gynnsamma ut, såväl ur ett inhemskt perspektiv som ur ett amerikanskt perspektiv. Inflationen i tillväxtländer fortsätter nedåt med stöd från fallande råvarupriser, vilket skapar utrymme för räntesänkningar. Den amerikanska inflationen har även den uppvisat gynnsam nedgång, och oavsett om en första räntesänkning från Fed blir skjuten på framtiden bör sänkningar kunna ske på egna meriter i tillväxtekonomierna.

En riskfaktor som skulle kunna grumla den relativt ljusa bilden ovan är om amerikansk inflation visar sig mer beständig än väntat, alternativt vänder uppåt och tvingar Fed att oväntat genomföra ytterligare en eller flera räntehöjningar. Detta scenario skulle med stor sannolikhet leda till högre USD-räntor och en starkare USD i ett första skede. I en förlängning skulle även riskerna för en ekonomisk hårdlandning öka, något som skulle få nuvarande snäva kreditspreadar att handlas högre och således påverka prisbilden negativt.



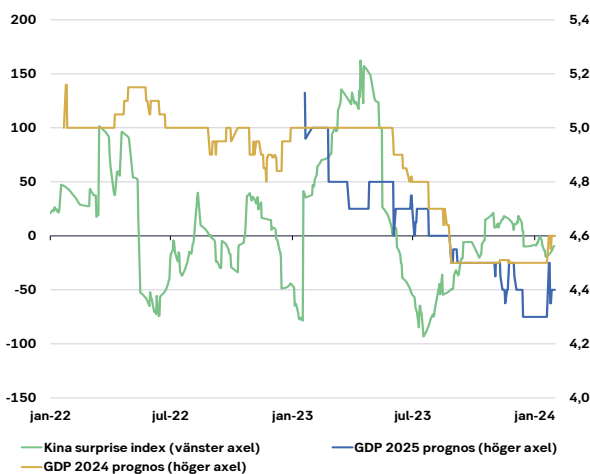
Tema: Kina Fokus på ”moderna industriella system”

Att bygga ”moderna industriella system” är nu högsta prioritet för beslutsfattarna i Peking och det politiska fokuset har ökat på att säkerställa en rimlig ekonomisk tillväxt under 2024. Det ekonomiska landskap Kina står inför påverkas av allt från utmaningar inom fastighetssektorn till den överraskande renässansen för fordonsindustrin.

Peking har ökat sitt politiska fokus på att säkerställa en rimlig ekonomisk tillväxt under 2024

Gynnsamma baseffekter gjorde att tillväxten 2023 översteg det officiella målet på ”cirka 5 procent”. Med avtagande baseffekter måste de kinesiska myndigheterna öka det finanspolitiska stödet för att nå en rimlig tillväxt i år. Vi förväntar oss att BNP stiger med 4,6 procent även om fastighetssektorn krymper ytterligare ett år. Renässansen för fordonssektorn, tillsammans med tillväxten i andra prioriterade sektorer, bör dock fortfarande ge en del positiva överraskningar för tillväxten. Trots en viss stabilisering av aktiviteten inom vissa sektorer är analytiker fortfarande försiktiga med att höja prognoserna för i år. Peking kommer inte att offentliggöra de officiella ekonomiska målen förrän i mars.

BNP-prognoserna för 2024 har ännu inte förbättrats



Källa: Bloomberg, SEB

Den politiska pendeln svänger till förmån för tillväxt

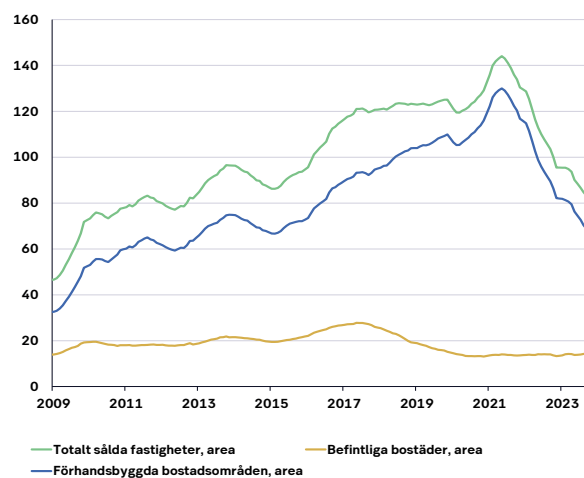
I mitten av december 2023 angav Central Economic Work Conference (CEWC) – det årliga möte som fastställer landets ekonomiska agenda för det kommande året – till och med att icke-ekonomisk politik kommer att inkorporeras i bedömningen av makropolitikens samstämmighet. Enkelt uttryckt kommer tjänstemän i de olika maktcentrumen att hållas ansvariga för att säkerställa att den övergripande politiken inte har en negativ inverkan på tillväxten.

Peking är nu redo att axla en del av det finanspolitiska ansvaret

Under lång tid har lokala myndigheter haft i uppdrag att leverera tillväxtfrämjande projekt. Med dämpade intäkter och trycket att återabsorbiera skulder utanför balansräkningen som utfärdats av lokala myndighetsfinansieringar har de lokala myndigheterna haft lite utrymme att genomföra investeringar i den offentliga sektorn. Till följd av detta var tillväxten inom infrastrukturutgifter svag, mindre än 6 procent. I oktober 2023 utfärdade staten en tilläggsbudget på cirka 0,8 procent av BNP. Intäkterna från den extra finansieringen allokerades till lokala myndigheter, vilket höll upp aktivitetsnivån fram till det första kvartalet 2024.

När de ekonomiska målen offentliggörs i mars kommer de omfatta obligationskvoter för både staten och lokala myndigheter. Eftersom staten delvis tidigare lade sina underskottsutgifter 2023, finns det bara utrymme för Peking att tillkännage en liten ökning av det planerade underskottet för 2024. Om Kina skulle sikta på en BNP-tillväxt på över 4,8 procent behöver obligationskvoterna för de lokala myndigheterna ökas avsevärt. Oavsett kommer finanspolitiken att hålla obligationsutbudet förhöjt under hela året. För att begränsa volatiliteten i de inhemska räntorna förväntar vi oss att centralbanken ökar likviditetsinjektionerna och bibehåller en lättnadsinriktning.

Fastighetsförsäljningen har sjunkit till 2013 års nivå



Källa: Bloomberg, SEB

Fastighetssektorn fortsätter att krympa under 2024

Sedan fastighetsförsäljningarna började minska i slutet av 2021 har mer än 50 procent av de börsnoterade utvecklarna antingen ställt in betalningarna eller omstrukturerat sina offentliga obligationer. Fastighetsutvecklarnas refinansieringsutmaningar förvärrades av ett minskat förtroende från bostadsköparna. På toppen av fastighetscykeln var mer än 90 procent av alla transaktioner i Kina försäljningar före byggstart. När fastigheten är färdigställd har bostadsköparna redan betalat mer än 50 procent av värdet på sin fastighet. Samtidigt utgör intäkterna från försäljning före byggstart en stor andel av finansieringen för fastighetsutvecklare. Trots en rad politiska justeringar som syftar till att öka efterfrågan på nya bostäder är hushållen fortfarande skeptiska till de kvarvarande fastighetsutvecklarna. Som ett resultat av detta har fastighetstransaktionerna i förköpsförsäljningen nu kollapsat till nivåer som senast sågs 2013. Så länge hushållen tvivlar på fastighetsutvecklarnas förmåga att slutföra utestående projekt kommer försäljningen av bostäder före byggstart sannolikt att fortsätta minska. Med snäva finansieringsmöjligheter kommer fastighetsutvecklarna ha en begränsad projektpipeline, möjligen fram till 2025. Sammantaget kommer detta fortsätta dämpa byggaktiviteten.

Utsikterna för de prioriterade sektorerna är fortsatt optimistiska

Peking har lyft fram industripolitiken som sin högsta prioritet för i år. Detta står i kontrast till 2023 då prioriteringen var att säkerställa återhämtningen av den inhemska konsumtionen. Att ”bygga moderna industriella system” är nu högsta prioritet för beslutsfattarna. Utvecklingen av högteknologisk tillverkning har varit en prioriterad fråga inom sektorn i flera år. Det är inte överraskande att investeringar i prioriterade tillverkningssektorer ökade med tvåsiffriga tal under 2023, trots svaga utgifter för infrastruktur. Kärnan i Kinas industripolitik är att öka kapaciteten inom fordonssektorn, batteritillverkning, grön energiomställning och hälsosektorn. Mot bakgrund av den åldrande befolkningen har Peking ökat investeringarna i varor och tjänster som kommer att gynna just den. Uppbyggnaden av dessa förmågor kommer sannolikt fortsätta under 2024.

Fordonssektorns renässans sträcker sig längre än elfordon

Elektrifieringen av den inhemska bilmärknaden har gått snabbare än till och med regeringens mål. I slutet av 2023 utgjorde nya elfordon mer än 32 procent av nybilsförsäljningen. Andelen i storstäder kan redan ha nått mer än hälften av försäljningen. Med fortsatta investeringar i laddningsinfrastruktur i hela landet kommer försäljningen av nya elfordon sannolikt att fortsätta öka. Detta har resulterat i att en kinesisk elbilstillverkare nu det mest sålda bilmärket i Kina, en utnämning som länge innehafts av ett tyskt bilmärke. Industripolitiken som länge har fokuserat på att bygga upp kapacitet för nya elfordon har vidgat klyftan mellan kinesisk teknik för nya elfordon och traditionella europeiska varumärken. De kinesiska konsumenternas smak har också skiftat till förmån för smarta fordon.

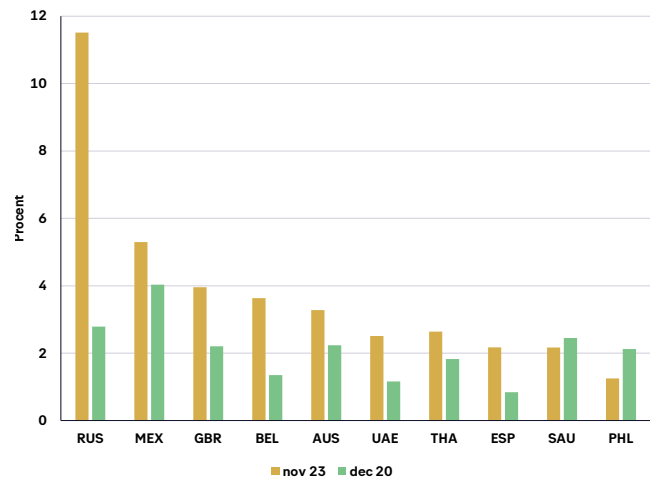
Även försäljningen av fordon med förbränningsmotorer har blivit positiv

Efter flera år av sjunkande volymer ökade försäljningen av bilar med förbränningsmotorer med nästan 9 procent under 2023, vilket drev upp den totala försäljningen för året. Trots starka försäljningsvolymer har dock överkapaciteten på den inhemska marknaden ökat trycket på att sänka priserna. Med mer än 100 bilmärken i Kina har det aggressiva priskriget pressat företagens marginaler i hela fordonssektorns leveranskedja. Redan nu är mer än hälften av bilmärkena olönsamma. Det förväntas att de flesta inhemska varumärken inte kommer att överleva när industrisubventionerna avtar.

Exportmarknaden ger ytterligare medvind till bilsektorn

Bilexporten ökade med cirka 30 procent under 2023. Sedan kriget i Ukraina började har Ryssland seglat upp som den främsta marknaden för kinatillverkade fordon. Fastän det är troligt att den största delen av exporten till Europa är elfordon, tyder den diversifierade exportmarknaden på att det också finns efterfrågan på kinesiska bensindrivna bilar. Även om det fortfarande är osäkert om EU kommer att införa handelsrestriktioner för kinatillverkade elbilar, finns det andra marknader där bitillverkare fortfarande kan utöka sin närvaro, som ASEAN, Latinamerika, Mellanöstern och Afrika.

Kina exporterar bilar till en diversifierad korg av ekonomier



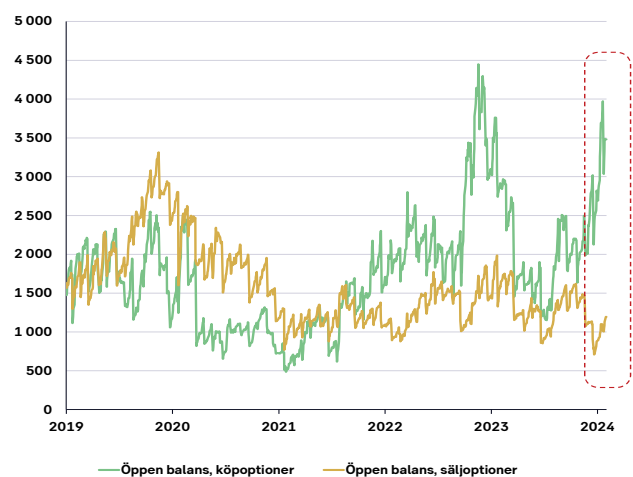
Källa: CEIC, SEB

Trots fortsatt svagt sentiment måste marknaden förbereda sig på positiva tillväxtöverraskningar

Efter tre år av besvikelser på aktiemarknaden är marknaden försiktig inför ännu ett dystert år. De stora börshandlade fonderna har redan tappat cirka 10 procent under de första veckorna av 2024. Ändå ökar optionshandlare positioner som kommer att dra nytta av en möjlig vändning på den kinesiska aktiemarknaden.

Läs gärna mer om våra tankar kring Kina och den kinesiska aktiemarknaden i texten om globala aktier på sida 11.

Optionshandlare förbereder sig för uppåtgående vinster i aktier



Källa: Bloomberg, SEB



Tema: Ökade cirkulära materialflöden skapar möjligheter

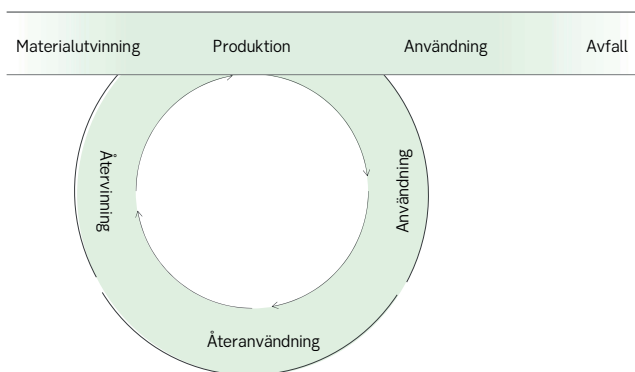
I dagens linjära ekonomi, där överkonsumtion av resurser riskerar att leda till allvarliga konsekvenser, blir övergången till en cirkulär ekonomi alltmer nödvändig. Med endast 7,2 procent av materialen som återanvänds och återvinns, framhäver Circularity Gap Report det brådskande behovet av förändring. En cirkulär ekonomi strävar efter att maximera användningen av material och produkter samtidigt som den minimerar nyttjandet av råvaror.

I dagens linjära ekonomi konsumeras varje år 75 procent mer resurser än vad jorden producerar. Om detta överutnyttjande av världens resurser fortsätter, skulle vi behöva så mycket som tre jordklot år 2050. Samtidigt går mer än 90 procent av de material vi använder till spillo eller förblir otillgängliga för återanvändning efter att ha använts i endast en produkt. 2023 kom enbart 7,2 procent av alla insatsmaterial från återanvända eller återvunna material, enligt Circularity Gap Report. Dessa siffror, tillsammans med de senaste förändringarna i det geopolitiska landskapet och volatila råvarupriser, tydliggör behovet av en omställning till en cirkulär ekonomi.

I en cirkulär ekonomi är målet att utnyttja alla material och produkter så många gånger som möjligt och minimera andelen råmaterial i nya produkter. Vid slutet av en produkts livscykel återvinns materialen sedan i största möjliga utsträckning. Detta i kontrast till den linjära ekonomin, som förenklat handlar om att naturresurser utvinns, tillverkas till produkter som används och därefter slängs.

Att ställa om till en cirkulär ekonomi innebär stora förändringar både gällande synen på hur värde skapas och upprätthålls i ekonomin, typen av affärsmodeller som bolag använder sig av samt sättet att hantera material. Den traditionella linjära ekonomin är uppbyggd kring försäljning av produkter och värdeskapande genom intäkter på kort sikt. Framgångsrika bolag har historiskt fokuserat på ökade intäkter från tillverkning av nya produkter med kort livslängd. En cirkulär ekonomi präglas i stället av ett större fokus på tjänster samt långsiktigt värdeskapande genom återanvändning och återvinning för att förlänga produkters livstid. Bolag som är duktiga på att ta vara på produkters och materials värde samt använder sig av nya affärsmodeller fokuserade på tjänster kommer därför sannolikt vara de som är mest framgångsrika i omställningen till en cirkulär ekonomi.

Den linjära och den cirkulära ekonomin

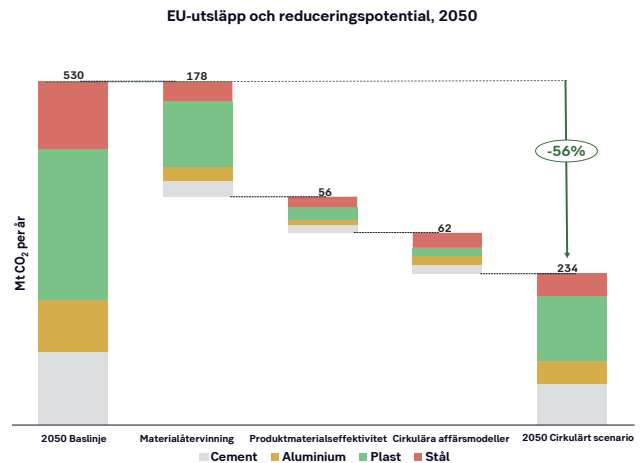


Källa: SEB Climate & Sustainable Finance

I den cirkulära ekonomin ligger fokus på återanvändning och återvinning av produkter och material för att undvika att de blir till avfall.

Utvinning av nya material står idag för ungefär 70 procent av globala växthusgasutsläpp. Utsläppen kommer bland annat från energianvändning och en naturlig åtgärd som ofta lyfts fram är därför att öka användningen av förnybar energi. En sådan övergång till förnybar energi har potential att minska totala globala växthusgasutsläpp med ungefär 55 procent till år 2050. Trots att detta är nödvändigt räcker det dock inte för att undvika de allvarliga konsekvenserna från klimatförändringen. Den cirkulära ekonomin har då en nyckelroll att spela för att minska utsläppen och nå globala klimatmål, men kräver också en stor omställning av dagens materialflöden. Enligt UNDP Climate Promise kan cirkulära materialflöden i fyra nyckelsektorer (cement, stål, plast och aluminium) leda till en minskning av globala växthusgasutsläpp med hela 40 procent till 2050. I EU har cirkulära materialflöden potential att mer än halvera utsläppen från dessa sektorer till 2050.

Potential att mer än halvera utsläppen i fyra nyckelsektorer i EU till år 2050



Källa: Material Economics (2018) – The Circular Economy.

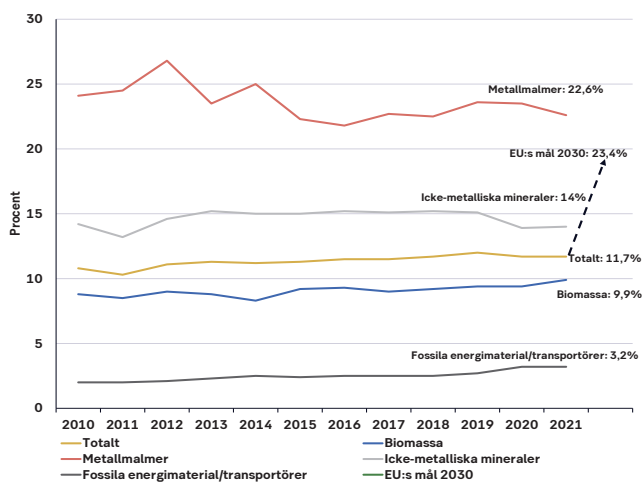
Potentiell utsläppsminskning i EU genom cirkulära materialflöden, ökad effektivitet och cirkulära affärsmodeller inom sektorerna stål, plast, aluminium och cement till år 2050. Den största minskningen av utsläpp kommer från en ökad cirkulering av material.

Från ett ekonomiskt perspektiv är det också logiskt att designa ett system som undviker avfall och håller material i användning längre. I dagens linjära ekonomi använder vi stora mängder naturresurser som snabbt går till spillo, vilket på sikt innebär en förlust av ekonomiskt värde. Inom EU:s stål-, plast- och aluminiumsektorer går exempelvis 78 miljarder euro förlorat varje år efter enbart en materialanvändningscykel. Här kan cirkulära materialflöden bidra till att bevara produkters och materials värde längre och därmed bidra med positivt ekonomiskt värde för bolag och samhället i stort.

Fokus på cirkulär ekonomi har dessutom, under de senaste åren, klättrat högre upp på den politiska agendan av strategiska anledningar. Att cirkulera material kan minska importberoende från andra regioner, vilket blir en allt viktigare fråga i dagens geopolitiska klimat. I dagsläget importeras exempelvis mellan 75 och 100 procent av all metall som används i EU. Det innebär en stor risk då tillgången till dessa råvaror är avgörande för bland annat en lyckad energiomställning. En diskussion i EU pågår därför om hur regionen kan bli mer självförsörjande. Beroendet kan troligtvis inte täckas enbart av ökad metallbrytning inom EU. Bolag som möjliggör återanvändning eller återvinning av dessa material i ett cirkulärt flöde kommer därför spela en viktig roll.

Den cirkulära ekonomins roll för att minska klimatförändringar och importberoende reflekteras i en våg av nya och kommande regleringar på ämnet. Dessa kan fungera som en katalysator för omställningen till en cirkulär ekonomi. Ett exempel är EU:s handlingsplan för den cirkulära ekonomin där totalt 35 regleringar och initiativ som ska stötta omställningen återfinns. Handlingsplanen innehåller också ett ambitiöst mål om att fördubbla användandet av återvunna material i ekonomin mellan 2020 och 2030.

EU har som mål att mer än fördubbla användandet av återvunna material till år 2030



Källa: European Environment Agency, The Circularity Gap Report, SEB Climate & Sustainable Finance

Andel återvunnet material i produktionen (Circular material use rate, CMUR) i EU mellan 2010 och 2021 uppdelat per materialgrupp, samt mål för 2030.

Omställningen till en cirkulär ekonomi innebär nya, spännande affärsmöjligheter för bolag som kan dra fördel av kommande regulatoriska förändringar och en ökad efterfrågan på sina cirkulära produkter och tjänster. Material Economics uppskattar att nya intäkter värda 515 miljarder euro kan skapas i Europa varje år fram till 2030 inom avfallshantering, batteritillverkning, plast och cirkulära byggmaterial. Vi bedömer därför att det redan nu finns goda tillväxtpotentialer för de bolag som, på olika sätt, främjar eller arbetar innovativt med cirkulär ekonomi.

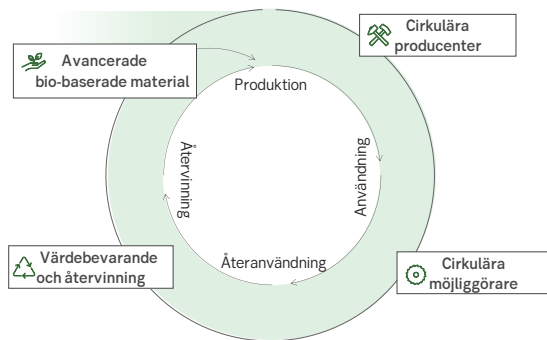
Fokus: Cirkulära materialflöden som investeringsmöjlighet

Vi befinner oss ännu bara i början av omställningen till en cirkulär ekonomi, där vi både behöver en omställning av materialflöden och en implementering av nya, ofta tjänstefokuserade, cirkulära affärsmodeller. Detta kan exempelvis handla om affärsmodeller såsom "product as a service", som i sin renaste form innebär att tillverkaren av en produkt fortsätter att äga och underhålla den, medan kunden leasar den för användning. Sådana typer av cirkulära affärsmodeller är fortfarande mycket sällsynta inom många sektorer. Vi förutspår att en ökad användning av cirkulära materialflöden kommer vara ett av de första stegen i omställningen till en cirkulär ekonomi. Att idag investera i bolag med fokus på cirkulära materialflöden hjälper inte bara att snabba på omställningen till ett cirkulärt samhälle. Det är också en utmärkt möjlighet att dra fördel av tillväxtpotentialer i bolag med nya affärsidéer och innovativa teknologier, då dessa bolag kan vara först att gynnas av cirkulär ekonomi som tema.

En mängd olika företag är inblandade i ett cirkulärt materialflöde. Vi har identifierat ett ekosystem bestående av fyra typer av aktörer som kan bidra till en ökad cirkulation av material:

- 1. Avancerade bio-baserade material:** Bolag inom denna grupp producerar material utifrån förnybara eller biologiskt nedbrytbara råvaror som ersätter icke-förnybara råmaterial. De producerade materialen är lätta att återvinna eller återföra in i ekosystemet efter användning. Detta kan till exempel handla om bolag som med hjälp av nya teknologier kan omvandla biomassa eller andra biologisk nedbrytbara material till produkter som normalt sett inte är förnybara, exempelvis plast.
- 2. Cirkulära producenter:** En cirkulär producent fokuserar på cirkulära materialflöden inom både design- och produktionsprocessen. Produkter designas så att de lätt ska kunna återanvändas eller återvinnas, vilket annars kan vara mycket svårt. Bolag inom denna grupp är ledare i det cirkulära tänket, till exempel genom avancerade återköps- och återvinningsprogram. Detta innebär att tillverkarna av produkter tar ett större ansvar genom produktens livscykel, för att säkerställa att produkten eller dess material cirkuleras.
- 3. Cirkulära möjliggörare:** I denna grupp hittas bolag som möjliggör cirkulära materialflöden genom att exempelvis erbjuda plattformar för återförsäljning. En cirkulär möjliggörare kan också vara en producent av maskiner eller teknologier som behövs för att återvinna material.
- 4. Värdebevarande och återvinning:** Bolag i detta område är aktiva inom återvinning eller förfining av material eller produkter i slutet av deras livscykel. Bolagens mål är att stänga cirkeln och möjliggöra återanvändning av material i nya produkter. Därmed behålls materialvärdet. Detta handlar om bolag som arbetar med traditionell återvinning genom att samla in och hantera avfall. I de flesta fall är det dock bolag som arbetar med nya tekniker för att återvinna material som tidigare inte kunnat återvinnas, exempelvis kemisk återvinning av plast.

SEBs ekosystem för cirkulära materialflöden



Källa: SEB Climate & Sustainable Finance

Ett ekosystem för cirkulära materialflöden med fyra typer av aktörer.

Definitionen av ekosystemet har utvecklats av SEB och är baserad på The Ellen MacArthur Foundations definition av cirkulär ekonomi. Konceptet kan användas för att identifiera investeringsmöjligheter inom dessa fyra bolagskategorier. Det finns såklart mer än fyra aktörer i ett cirkulärt ekosystem men vi har valt att fokusera på dessa investeringsmöjligheter.

”

Mer än 90 procent av de material vi använder går till spillo eller förblir otillgängliga för återanvändning efter att ha använts i endast en produkt. ”

Många aktörer som jobbar med cirkulära materialflöden är fortfarande relativt små bolag som utvecklar nya produkter och teknologier. Fler av dem har grundats under de senaste fem åren och har under den tiden sett stor tillväxt, men är i många fall ännu inte börsnoterade. Att investera i noterade aktier som passar in i temat är därför utmanande. Ekosystemkonceptet kan då hjälpa att identifiera de likvida aktier där omställningen till en cirkulär ekonomi kan ha en positiv påverkan på aktiens framtida utveckling. Nedan presenteras ett urval av europeiska och nordamerikanska noterade bolag som har en tydlig exponering mot cirkulära materialflöden.

Avancerade biobaserade material – Borregaard ASA

Borregaard producerar avancerade bio-baserade kemikalier som kan ersätta fossil-baserade produkter. Borregaards bioraffinaderi omvandlar trä till cellulosa och ett antal andra värdefulla produkter. Sidoströmmarna från produktionen av cellulosa används först för produktion av bioetanol innan resterande material konverteras till lignin-baserade biopolymer. De sidoströmmar som inte kan användas i nya produkter konverteras till biogas eller biomassa och används för energi i produktionsprocessen. Produktionssättet leder till att 94 procent av träet används, av vilket 82 procent omvandlas till kommersiella produkter och 12 procent till energi.

Borregaard har en diversifierad produktportfölj och en global kundbas. Företaget uppger själva att de är bra positionerade för att kapitalisera på den ökande trenden kring bio-baserade produkter. Borregaard bidrar till cirkulära materialflöden genom att både skapa bio-baserade produkter och minimera den andel av material som blir avfall.

Cirkulära producenter – SKF

SKF är marknadsledande inom sin sektor när det gäller återanvändning och återvinning av material. Företaget har ett flertal initiativ för att förlänga livslängden för komponenter och system samt sluta cirkeln vid slutet av en komponents livslängd genom återvinning. SKF:s specialistkompetens inom ombyggnad av lager gör det möjligt att ge lagren ett nytt liv eller att återanvända dem. Lager som inte är lämpliga för ombyggnad återvinns för att producera nya lager, vilket effektivt sluter cirkeln. Återtillverkning av kullager innebär dessutom lägre kostnader över kullagrets livscykel.

Idag har SKF mer än 15 ombyggnadscenter runt om i världen. Inom tung industri har detta praktiserats i 25 år och SKF ser att efterfrågan för ombyggnad ständigt ökar. På grund av detta etablerade SKF 2020 även sitt första cirkulära ekonomisenter i Göteborg, en lokal enhet som möjliggör cirkulära lösningar nära kunderna. Efterfrågan på centrets tjänster har ökat med en faktor fyra på bara två år.

Cirkulära möjliggörare – Tomra Systems

Tomra har som vision att leda resursrevolutionen. Deras returautomater samlar in glas, PET-flaskor och aluminium, och möjliggör återvinningen och återanvändningen av material. Tomra, som installerat mer än 80 000 returautomater globalt, spelar därför en viktig roll i omställningen till cirkulära materialflöden. Utöver returmaskiner har Tomra expanderat i marknaden för avfallssortering och sensor-baserad matsortering.

Bolaget är världsledaren i tillverkningen av returautomater och har en marknadsandel på runt 75 procent globalt inom så kallade reverse vending machines (RVMs). Framöver kan Tomra gynnas av införandet av nya retursystem i Europa, som styrs av EU regleringar såsom EU Packaging and Packaging Waste Directive, vilket kan öka tillväxten i Tomras segment "Collection" och "Recycling".

Värdebevarande och återvinning – Lanza Tech

LanzaTech har utvecklat en teknik som tar vara på utsläpp från tungindustrin för att skapa nya produkter. Den huvudsakliga produkten som hittills tillverkats är etanol, som kan omvandlas till ett flertal andra kemikalier. Exempelvis har LanzaTech demonstrerat att de kan tillverka eten från infångat koldioxid, ett kemikaliskt ämne som säljs i stora mängder med en uppskattad global marknad värd 170 miljarder dollar till 2030. Ett samarbete har också inletts med Vattenfall, SAS och Shell där målet är att undersöka möjligheten för världens första storskaliga produktion av hållbart syntetiskt flygbränsle (SAF) i Sverige. Målet är att en ny produktionsanläggning ska kunna framställa upp till 50 000 ton syntetiskt flygbränsle per år, vilket vid full produktion skulle kunna förse SAS med upp till 25 procent av bolagets globala behov av hållbart flygbränsle år 2030. LanzaTech har med sina teknologier möjlighet att kapitalisera på de två stora hållbarhetstrenderna, klimat och cirkularitet.

Värdebevarande och återvinning – Loop Industries

Loop Industries har utvecklat en teknik som möjliggör återvinning av plaster som tidigare inte kunnat återvinnas. Teknologin bryter ner PET-plast och polyesterfibrer till sina ursprungliga byggstenar och bygger sedan upp dem igen. Genom detta kan företaget tillverka nya material som är 100 procent återvunna, av material som normalt sett inte återvinnas och annars hade hamnat på deponi. Materialen kan återvinnas hur många gånger som helst, utan minskad kvalitet eller renhet. Återvinning sker vid låg temperatur och utan ökad press på materialet, vilket innebär att processen är mindre energiintensiv än annan återvinning. För närvarande har företaget en demonstrationsanläggning i Quebec. Under 2023 bildade Loop Industries och SKGC ett joint-venture som ska bygga minst fyra kommersiella anläggningar med Loops teknologi. Loop Industries har också partnerskap med ett flertal andra globala storföretag som exempelvis vatten- och avfallsbolaget Suez och den globala PET-tillverkaren Indorama Ventures.

Internationell översikt

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

Ökad ekonomisk förutsägbarhet i fortsatt orolig värld

Trots det spända geopolitiska läget går vi in i 2024 med ett visst mått av optimism när flera ekonomier under hösten och vintern tagit steg i rätt riktning. Inbromsningen går i stort sett som väntat, riskerna är balanserade och mjuklandningsscenarioet lever. Inflationsnedgången ger hopp om lägre räntor, i vissa fall redan under våren. Sysselsättningen ligger kvar på en hög nivå och hushållens köpkraft kommer tillbaka. Utvecklingen skuggas dock av nya konflikter, ett rekordvarmt 2023 och ökade spänningar när relationer mellan länder, handel och industripolitik omvärderas.

Ett nytt år har inletts med minst sagt blandade intryck. Den ekonomiska förutsägbarheten har visserligen ökat men det är i en alltmer oförutsägbar värld. Det globala säkerhetspolitiska läget är allvarligt och har försämrats ytterligare på senare tid med fortsatta ryska angrepp på Ukraina, tydliga spridningsrisker från kriget mellan Hamas och Israel med attacker mot transporter i Röda Havet och ökade spänningar i Östasien. Samtidigt finns det goda skäl till ekonomisk optimism när inflationsfallet nu infrias i enlighet med våra tidigare prognoser. Det påskyndar även centralbankernas räntesänkningar och ger en mindre restriktiv penningpolitik 2024-2025.

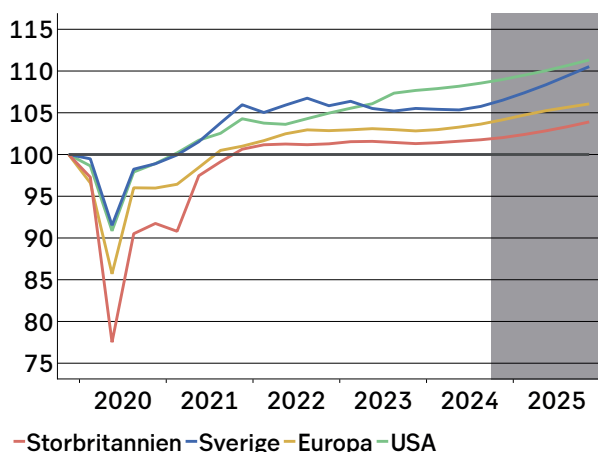
Överlag positiva globala ekonomiska utsikter

De globala ekonomiska utsikterna är överlag positiva. Tillväxten 2024 blir visserligen syrefattig, främst i Europa, och arbetsmarknaden försämras, om än måttligt. Men grunden läggs för en återhämtning 2025, trots en miljö med förhöjd säkerhetspolitisk oro. Vi fortsätter att ha en, jämfört med konsensus, mer positiv syn på inflationen vilket är avgörande för våra centralbanksprognoser. Vi bedömer att det inte krävs stora BNP-fall för att få ned inflationen. Först ut att sänka räntan blir ECB i mars följt av Fed och Riksbanken i maj. Detta ger stöd till räntekänsliga sektorer. Lägre inflation ökar hushållens köpkraft. En mer förutsägbar ekonomisk värld ger stöd till riskaptit och globala börser samtidigt som konsumtion och investeringar stimuleras.

Inte en riskfri värld

Snabba vändningar är förenade med risker. Den räntevägg som centralbankerna rest kan ge fördröjda negativa effekter på både realekonomin och det finansiella systemet. Vi ser också en risk för bakslag i inflationsbekämpningen på sikt med påföljande omprisering av räntesänkingsförväntningar. Supervalåret 2024 kan medföra stora förändringar kring globalt ekonomiskt och säkerhetspolitiskt samarbete samt steg mot en än mer polariserad värld om USA-valet leder till ett presidentskifte.

Mjuk tillväxtlandning



Källa: Macrobond, SEB

I vårt huvudscenario ligger en relativt kort och grund inbromsning i amerikansk tillväxt samt att tillväxten åter blir positiv i Sverige och Tyskland.

Tillväxtinbromsning – tydlig men mild

Vi ser en tydlig tillväxtinbromsning i flera länder men den är förvånansvärt mild i jämförelse med de senaste årens chocker och kriser. Skillnaderna mellan länder och sektorer består men prognosrevideringarna är totalt sett små. Flera länder lyckas mjuklanda och undviker betydande ekonomiska nedgångar och kraftigt stigande arbetslöshet. Detta scenario går stick i stäv med historiska mönster som snarare visat att hög inflation endast kunnat bringas under kontroll till priset av en kraftig nedgång i ekonomin. Statistiken så här långt ger stöd åt att den här cykeln kan vara ett undantag och vi fortsätter att tro att en mjuklandning är möjlig. Likväl kvarstår faktum: En global tillväxt på 3 procent eller lägre är syrefattig ur ett historiskt perspektiv.

Global BNP-tillväxt, i %

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

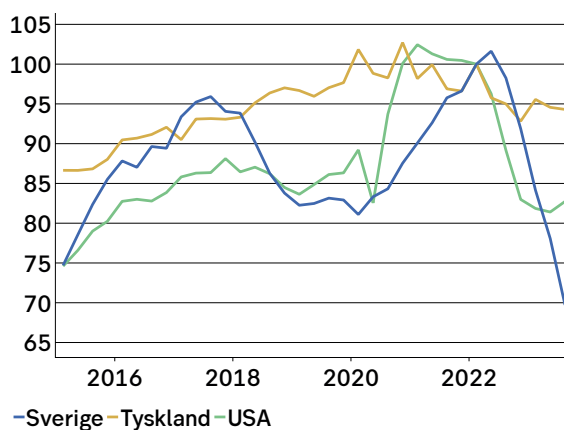
Källa: SEB Nordic Outlook

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

USA-styrka och tyska svagheter

USA:s tillväxt och arbetsmarknad har fortsatt att visa motståndskraft samtidigt som inflation och löneökningar har dämpats. Under slutet av förra året och en bit in på det här året väntar vi oss en inbromsning av kvartalstillväxten som ändå håller sig på plus. I euroområdet står ekonomin och stampar kring nollstrecket. Tyskland går sämst när svag global efterfrågan, höga energipriser och en bakbunden finanspolitik sänker tillväxten. Indikatorbilden pekar på en svagare utveckling över lag, men ingen kollaps. Bostadsinvesteringar har varit ett tillväxtsänke i många länder men andra investeringar, inklusive de offentliga, har varit förvånansvärt starka. Tillväxtekonomierna (EM) växer något mer stabilt men Kina kämpar i motvind med att få i gång efterfrågan när hushållen sparar, problemen fortsätter i fastighetssektorn och geopolitiska spänningar dämpar handeln.

Bostadsinvesteringar



Källa: Bureau of Economic Analysis (BEA), German Federal Statistical Office (Statistisches Bundesamt), Statistics Sweden (SCB), Macrobond, SEB

Internationella bostadsinvesteringar utvecklas svagt, men inte i närheten av den tvärbroms vi ser i Sverige.

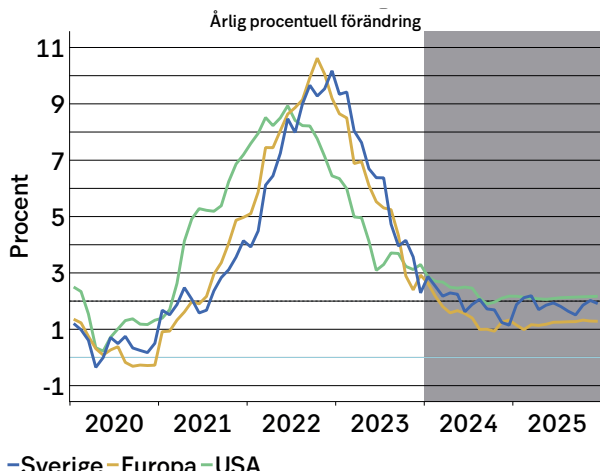
Inflationsutvecklingen helt avgörande

Vid sidan av förändringar i det säkerhetspolitiska läget är inflationen den faktor som blir avgörande för penningpolitik och räntor, hushållens köpkraft och företagens investeringar. Även om det fortfarande finns frågetecken kring underliggande pristryck för tjänster och från löner, pekar utvecklingen ändå på att inflationen faller tillbaka mot centralbankernas mål. Vår prognos innebär att både total- och kärninflation hamnar nära Feds, ECB:s och Riksbankens mål inom några månader. Svagare konjunktur och höga lagernivåer tvingar många företag att avstå prishöjningar och anpassa produktionsnivåer. Baseffekter (när en ny månad med låg inflation ersätter en höginflationsmånad i årsförändringstalen) spelar också roll, men vi ser en bredare nedgång i inflationen.

Prismomentum är i fokus

Inflationen på årsbasis ger en bakåtblickande bild av prisutvecklingen och visar inte fullt ut den senaste tidens inflationsnedgång. För att fånga aktuellt prismomentum är den månatliga prispförändringen (eller förändringen de senaste tre månaderna för att jämna ut utvecklingen något) mer i fokus. Uppräknat till årstakt hamnar inflationen då nära 2 procent enligt senaste utfallen och vi tror att trenden fortsätter nedåt. Det innebär att vi om ett par månader bör ha inflationstal som även de databeroende centralbankerna kan se som tillräckligt uthålligt låga för att påbörja en räntesänkingscykel.

Inflationen närmar sig 2 procent



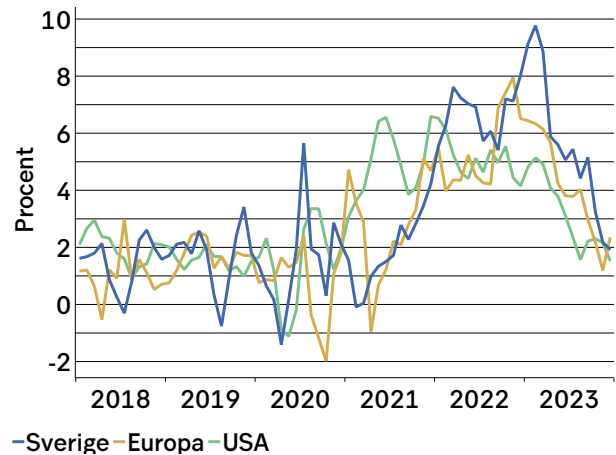
Källa: Macrobond, SEB

Under året faller inflationen ner till eller under centralbankernas målnivå. Det öppnar för räntesänkningar.

Både utbuds- och efterfrågefaktorer stödjer en lägre inflation

De två senaste årens räntehöjningar har haft effekt och dämpat efterfrågetrycket i ekonomin. Från kostnadssidan faller breda producentpriser, bl a genom att de flesta råvarupriser fallit och globala värde- och transportkedjor normaliserats. I skrivande stund utgör händelserna i Röda havet en osäkerhetsfaktor som kan ge kortsiktiga produktionsstörningar och inflationsimpulser. Vi bedömer dock inte dessa störningar i sig som tillräckligt omfattande för att i grunden kunna förändra bilden av en fallande global inflation.

Kärninflationen kring 2 procent



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

De senaste månaderna har den så kallade kärninflationen (viktigt mått för centralbankerna) varit runt målnivån 2 procent.

Ny inflationsmiljö?

De senaste årens chocker och kriser har tydligt visat att en inflation på eller nära 2 procent inte är självklar. Även om inflationen är på väg ner är många krafter nu i rörelse som kan förändra inflationsmiljön framöver, på både upp- och nedsidan. Energi-omställningen är ett exempel som under i alla fall en övergångsperiod kan ge högre och mer volatila priser. Likaså kan AI-utvecklingen öka produktiviteten (lägre inflation) men där är genomslaget i tid och rum osäkert.

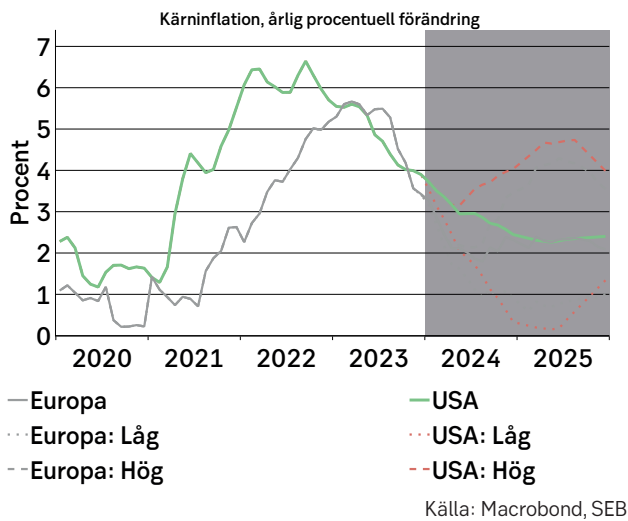
Hög sannolikhet för positiva inflationsutfall

Att inflationsnedgången den senaste tiden överraskat positivt i Europa tolkar vi som ett tecken på att även efterfrågekrafter nu mattats av i takt med lägre ekonomisk aktivitet. Något högre löneökningar än historiska mönster i flera västländer är en oro men att vi nu är i ett läge där inflationskrafterna på mer bred front verkar i samma riktning gör att vi på kort sikt ser något större sannolikhet för att inflationen överraskar på nedsidan än på uppsidan. Inflationsutsikterna omgärdas dock i nuläget av ovanligt stor osäkerhet. Denna riskbild och vad som skulle kunna utlösa en lägre, eller högre, inflationsbana illustreras nedan.

Underskattar vi inflationens fallande trend?

Kraften i de senaste årens inflationsuppgång överraskade de flesta. Vi har under framför allt hösten också sett att den nedåtgående trenden varit kraftig, i en del fall överraskande kraftig, och att de höga inflationssiffrorna var tillfälliga. Men även om inflationstakten bromsar in ligger prisnivån kvar långt över sin historiska trend och i huvudprognosen kommer de flesta priser också ligga kvar på en hög nivå. Men det är inte säkert och om vi ändå tänker oss att en tredjedel av prisuppgången på varor och livsmedel men även delvis tjänster skulle reverseras, då faller kärninflationen till under 1 procent i slutet av 2024 och ligger kvar på den nivån även 2025 samtidigt som total inflation går under nollstrecket. En sådan utveckling skulle spå på efterfrågan via realinkomster och större räntesänkningar. Vi skulle troligen även få en högre tillväxt i länder med hög räntekänslighet, som de nordiska.

Inflationsscenarier

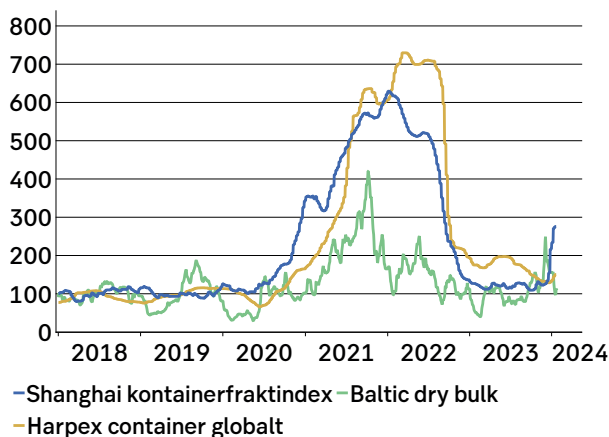


Om tillväxt och arbetsmarknad fortsätter överraska positivt kan inflationen stiga igen. Å andra sidan kan prisreverseringar ge tydligt lägre inflation än prognos.

Geopolitiken kan ge ny inflationsbrasa

Energiprischocken 2022 var ett tydligt exempel på hur snabbt ekonomiska förutsättningar kan ändras. I ett höginflationsscenario antar vi en utveckling som liknar 1970-talet där inflationen steg i två cykler, båda utlösta av stigande oljepriser. Vi räknar i detta fall med att den andra vågen (tvärt emot situationen på 1970- och 80-talet) blir mildare än den första och att den drivs av högre energi- och matpriser med spridningseffekter till andra varor och tjänster. Med en kraftigare prisuppgång kommer centralbankspolitiken att än hårdare ställas inför dilemmat att strama åt för att få kontroll över inflationen, samtidigt som tillväxten växlar ner ytterligare. Både korta och långa räntor kommer att stiga och hushåll, som redan är finansiellt pressade, drar ner på konsumtionen och bostadsprisfallet tar åter fart, särskilt i räntekänsliga ekonomier.

En del fraktpriser växlar upp



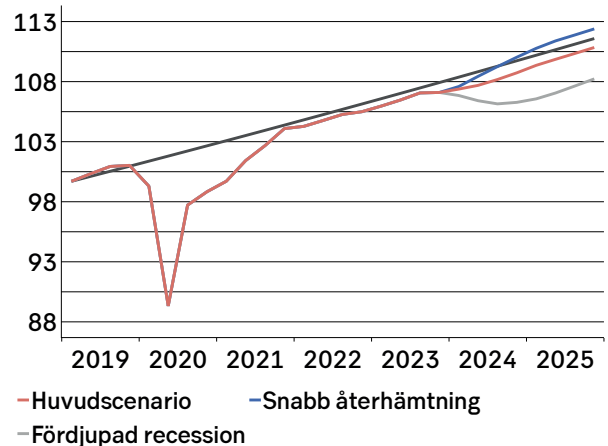
Källa: Baltic Exchange, Harper Petersen & Co., Shanghai Shipping Exchange, Macrobond, SEB

Geopolitisk oro har fått fraktpriser att stiga igen. Blir trenden långvarig kan det bidra till högre inflation.

Balanserad riskbild för global tillväxt

I *Nordic Outlook*-uppdateringarna under 2023 såg vi riskerna som balanserade eller något på nedsidan. Underskattad räntekänslighet, geopolitik och finansiella risker var drivande i våra nedåts scenarier förra året. Det genomgående temat för positiva tillväxtscenarier var kopplade till positiva inflationsövertäckningar.

Scenarier för OECD-tillväxt



Källa: Macrobond, SEB

Som vanligt finns tillväxtrisker både på upp- och nedsidan. Vi bedömer dessa som balanserade.

Alternativa inflationsbanor kan ge bättre eller sämre tillväxt

En hel del frågetecken kring inflation, central-bankspolitik och tillväxtinbromsning har klarnat och vi ser riskbilden för våra positiva respektive negativa scenarier som balanserad. Inflationen spelar huvudrollen i båda scenarier denna gång. Tillväxtscenarierna är inte direkt kopplade till de alternativa inflationsscenarierna som dock illustrerar möjliga förlopp. Som beskrivits ovan, ger en snabbare inflationsnedgång bättre realinkomster och snabbare räntenedgångar som krattar manegen för att investeringar ska växla upp. Å andra sidan är det geopolitiska läget mer uppskruvat än på länge och stora svängningar i t ex marknadsprissättning på räntemarknaden och höstens börsuppgång, ger en oro för bakslag. Skulle konflikterna i Mellanöstern eskalera, med stigande energi- och fraktpriser som följd, ligger en repris på inflationsuppgången 2021-2022 nära. Givet att bl a arbetslösheten är relativt låg i många länder ser vi mindre uppåtpotential i det positiva scenariot jämfört med avvikelserna på nedsidan i det negativa.

Olika scenarier för OECD-området

BNP-tillväxt, procent	2022	2023	2024	2025
Huvudscenario	2,9	1,6	1,4	2,0
Negativt scenario			-0,2	0,9
Positivt scenario			2,1	2,6

Källa: SEB

Växande rivalitet förändrar världen

Det globala samarbetet utsätts för flera prövningar. Efter 30-40 år med avreglering inom global handel och en tillväxt i multilaterala samarbeten, tar världen nu steg i omvänd riktning. Pandemin, kriget i Ukraina och ökade spänningar mellan t ex USA och Kina visar på sårbarheten i globala värdekedjor och vilka risker som byggts upp inom ett antal strategiska områden. Den tidigare optimistiska (eller naiva) synen att handel demokratiserar världen och omöjliga konflikter överges nu och i stället införs handelshinder, tullar och subventioner.

Globalisering ersätts av regionalisering och fragmentering

Utvecklingen drivs delvis av en vilja att korrigeras tidigare misstag och marknadsmisslyckanden men den har också tydliga inslag av protektionism, där politiker vill gynna den inhemska produktionen och ta tillbaka nationell kontroll över industripolitiken. Hur stora förändringarna blir och vilka de ekonomiska effekterna blir, på kapitalflöden, investeringar, priser mm, är osäkert, men det är frågor som vi måste förhålla oss till framöver. Det är speciellt viktigt för små exportberoende länder som de nordiska att EU utgör en stark röst när nya regelverk mejslas ut.

Räntesänkningar präglar 2024-2025

Flera centralbanker bekräftade i slutet av 2023 att styrräntetoppen nåtts samtidigt som dörren öppnades – t ex av Fed – för en mindre åtstramande penningpolitik framöver och sänkt styrränta. Realräntefall och stigande börser har redan bidragit till mindre strama finansiella förhållanden. Våra styrränteprognoiser från i höstas har bekräftats med stöd av ett fortsatt kärninflationsfall och fallande inflationsförväntningar. ECB blir först ut av centralbankerna att sänka räntan i mars medan t ex Fed och Riksbanken avvaktar till maj. Bank of Japan går en egen väg och överger sin minusränta under året men ligger kvar på extremlåga 0,10 procent i slutet av prognosperioden. Även om räntetoppen i t ex USA enligt senaste marknadsprissättningen bedöms bli mindre utdragen, är den inte extremt kort i ett historiskt perspektiv. Med en Fedsänkning i maj blir den 9 månader lång och topparna har sedan 1990-talet varierat mellan 5 och 18 månader.

Styrräntenivåer i slutet av året i procent

Centralbanker	18 jan	2024	2025
Federal Reserve	5,50	4,00	3,00
ECB*	4,00	3,00	2,00
Bank of England	5,25	4,00	2,75
Norges Bank	4,50	4,00	3,00
Riksbanken	4,00	3,00	2,25

* inlåningsränta

Källa: SEB

Inflationsmål och förväntningar

Centralbankerna behöver förhålla sig till det faktum att (1) korta realräntor just nu stiger med fallande inflation i en miljö med lägre aktivitet och (2) neutrala reala räntan kan återgå till de låga nivåerna före pandemin vilket gör politiken mer restriktiv ju längre styrräntan ligger kvar på dagens nivåer. Vår prognos för t ex USA:s och euroområdet kärninflation visar att inflationsmålen nås under prognosperioden. Det minskar behovet av en restriktiv penningpolitik, d v s styrräntor över 2-2,5 procent. Stressen för högre inflation på lång sikt p g a strukturella förändringar, t ex en mer fragmenterad världsekonomi och energiomställningen, dämpas av att marknads långsiktiga inflationsförväntningar varit överraskande stabila under inflationschocken. De har t o m varit i en fallande trend de senaste två åren.

Inflationsförväntningar under kontroll



Källa: Macrobond, SEB

Trots dramatiskt stigande inflation de senaste åren har inflationsförväntningarna i stort kommit ner. Det är goda nyheter för utvecklingen framöver.

Fed drar ner takten på kvantitativ åtstramning

Senare i år väntas Fed dra ner på takten i minskningen av sin balansräkning (kvantitativ åtstramning, QT). Beslutet är inte i första hand penningpolitiskt motiverat utan relaterat till det finansiella systemets behov av kortfristig likviditet. När tillgångsköpen genomfördes, t ex i samband med pandemin, fanns tre skäl: (1) signalera att policyräntan skulle förbli låg under lång tid, (2) pressa ned långräntan och (3) säkra finansiell stabilitet. QT-politiken har varit mindre betydelsefull som penningpolitiskt verktyg och i stället motiverats av en vilja att normalisera centralbankernas balansräkningar och därigenom minska mängden överskottslikviditet. Hänsyn till finansiell stabilitet är dock viktig för hur snabbt centralbankerna går fram i denna process.

Energi: Lägre men ändå höga priser

Olja och framför allt europeiska gaspriser har fallit rejält sedan toppen i augusti 2022. Trots det är efterfrågan på naturgas fortfarande 15 procent lägre än normalt i Europa, om vi bortser från tillfälliga vädreffekter. En förklaring är att energi fortfarande är dyrt med naturgas- och elpriser ca 60 respektive 110 procent över det genomsnittliga priset 2010-2019. Till det kommer att Europas kostnadsläge försämrats relativt omvärlden. Europeiska energipriser använder relativt dyr gas och på toppen av det har CO₂ skatter ökat, medan många andra länders energikostnad utgår från billigare kol. USA har t ex klart lägre naturgaspriser och i de flesta fall är påslaget av miljöskatter lägre. Hushållen har svårt att i någon större utsträckning variera sin energikonsumtion på kort sikt, men denna relativa energiprisförändring är något som påverkar företag och bidrar till att efterfrågan fortsatt är lägre än normalt. Prognosen för gas och olja avviker inte särskilt mycket jämfört med dagens pris. Oljepriset ligger mellan 85 och 90 dollar per fat 2024-2025 och priset på naturgas stabilt på 40 dollar per MWh.

Centralbankspolitiken styr lågräntor

Positiva inflationsövertäckningar i höstas och marknadsförväntningar om tidigare och snabbare räntesänkningar fick långa räntor att falla rejält i slutet av förra året. Nedgången sedan toppen i oktober 2023 innebär att de styrräntesänkningar som ligger i vår prognos i stort sett har diskonterats. Med långa räntor på redan låga nivåer är den fortsatta nedåtpotentialen begränsad och en fortsatt nedgång kräver troligen att marknaden prisar in ännu fler centralbankssänkningar. Kvantitativa åtstramningar (QT) begränsar också nedåtpotentialen. Det finns vidare en osäkerhet kopplad till stora underskott, framför allt i USA. Men vi tror trots allt inte att emissionsvolymerna kommer att vara en drivande faktor de kommande åren när USA bl a väntas emittera mer korta papper för att lätta på trycket för längre löptider och Fed väntas minska QT-volymerna tidigare än marknaden väntat sig. Vi väntar oss att USA:s 10-åriga statslåneränta faller till 3,60 procent mot slutet av 2025. Den tyska motsvarigheten ligger då på 2 procent.

Kronvändningen har börjat

EUR/USD bottenade i september 2022 efter att dollarn uppvisat en nästan 15-årig styrka. Stora delar av eurons appreciering mot dollarn kom relativt tidigt efter vändningen och under 2023 var den fortsatta vägen upp för euron volatil. Vi tror på en högre EUR/USD under kommande år drivet av bättre riskappetit och bättre räntedifferens i takt med att Fed nödvändigtvis inte sänker före ECB, men i en snabbare takt. I ett bredare valutaperspektiv väntar vi oss att ekonomier (och valutor) som gått svagt på en hög räntekänslighet får en omvänd effekt när räntor sänks under 2024 och 2025. Det gör att t ex JPY, NOK, NZD och AUD blir vinnare. Även SEK bör gynnas trots att kronförstärkningen troligen kom redan i slutet av 2023.

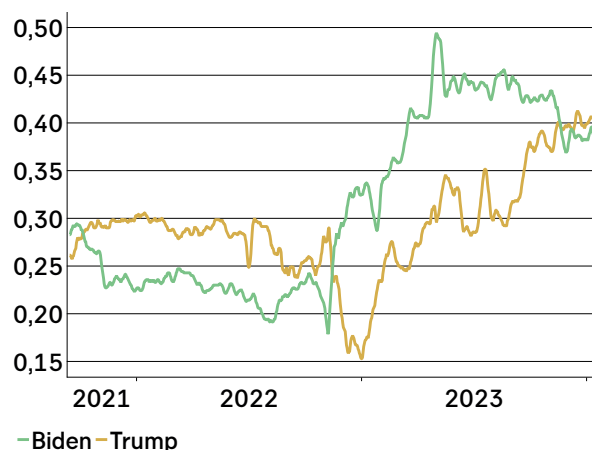
Stöd för krona och krone på kort och lång sikt

Vändningen för den svenska kronan i slutet av fjolåret var kraftig och kom efter en svag inledning 2023 där vi nådde runt 12 kronor mot euron, men där vi sen slutade på drygt 11,10. Vår prognos är att kronförstärkningen, efter en paus, kommer att fortsätta drivet av mjuklandning i USA, kommande räntesänkningar och förbättrad riskappetit som ett sådant scenario väntas medföra. Vi tror även på kronstöd in i 2025, men då mer med stöd av att den räntekänsliga svenska ekonomin bör växa snabbare, d v s omvänt utvecklingen när räntor snabbt höjdes och ekonomin bromsade in rejält. Samma faktorer talar för norska kronen som dessutom får stöd av att Norges Bank går senare och långsammare fram med sina räntesänkningar.

Supervalåret 2024

I år kryddas den geopolitiska osäkerheten med att länder med totalt mer än halva jordens befolkning, drygt 4 miljarder, går till val. Till viss del kan denna siffra ge en överdriven förhoppning om förändring när bara drygt hälften av valen bedöms vara fria. Valet i Taiwan för ett par veckor sedan (som tillhör kategorin fria val) har drivit upp osäkerheten kring Kinarelationen då det mer Kinakritiska regeringspartiet DPP segrade. Högst på årets politiska agenda hamnar dock utan tvekan USA:s presidentval i november. Det mesta pekar på en returmatch mellan sittande president Biden och före detta president Trump. Presidentvalet i USA är viktigt ur flera internationella perspektiv, som Parisavtalet, Nato och stöd till Ukraina. Till det kommer val i flera andra folkrika nationer (8 av de 10 folkrikaste) som t ex Indien, Pakistan, Bangladesh, Indonesien, Mexiko och Ryssland. I EU sker även val till EU-parlamentet. Även om politiska förändringar ofta tar tid, sker nu valen i ett läge med geopolitiska spänningar och pågående krig samtidigt som nya regelböcker skrivs kring handel, miljöfrågor, globala samarbeten och konfliktlösning. Det gör att årets många val kan spela en större roll än vanligt. Vi ser också att det i många länder finns ett ökat stöd för nationalistiska partier vilket kan försvåra internationella samarbeten framöver.

USA:s presidentval 2024



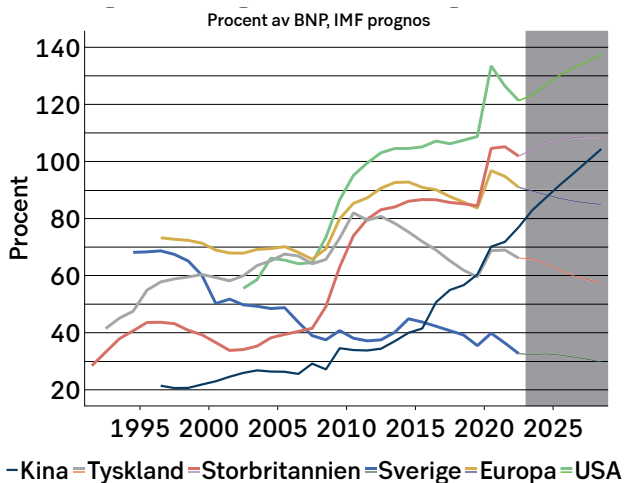
Källa: PredictIt, Macrobond, SEB

Mycket talar för att USA:s presidentval åter står mellan Biden och Trump, med fördel för den sistnämnda. Det kan få internationella återverkningar.

Finanspolitik med fokus på nödvändigheter

Trots en syrefattig konjunktur blir finanspolitiken i stort sett neutral de kommande åren vilket underlättar för centralbankernas räntesänkningar. Redan hög offentlig skuldsättning begränsar på många håll manöverutrymmet och har då och då under det senaste halvåret uppmärksammas som ett orosmoln på finansmarknaderna. I flera fall utgör dessutom finanspolitiska regelverk, en del pausades under pandemin och energikrisen, begränsningar för hur expansiv politiken kan bli. Länder som Sverige och Tyskland, med relativt låg skuldsättning och som drabbats ganska relativt hårt tillväxtmässigt det senast året, skulle kunna föra en mer aktiv finanspolitik. I de fallen är det snarare kombinationen av regelverk och politisk vilja som utgör begränsningen. Den politisk viljan som dock kan förstärkas av att inflationen nu faller och därmed försvinner som begränsande faktor för t ex svensk finanspolitik. Utrymmet för höjda bidrag eller sänkta skatter begränsas dock även av behov av att satsa mer på försvar, säkerhetspolitik och grön omställning i kölvattnet av det spända geopolitiska läget och förra årets rekordtemperaturer.

Höga offentliga skulder i många länder



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

Hög offentlig skuldsättning begränsar finanspolitiken i flera länder, inte minst USA. Lägre skuld och fallande inflation öppnar dock upp för mer stimulanser i Sverige.

Kontaktinformation

Denna rapport publicerades den 6 februari 2024.

Innehållet baseras på analys och information tillgänglig fram till den 5 februari 2024.

Medverkande i denna utgåva av Investment Outlook

Fredrik Öberg Chief Investment Officer Investments fredrik.oberg@seb.se	Esbjörn Lundevall Aktiestrateg Investments esbjorn.lundevall@seb.se	Eugenia Victorino Head of Asia Strategy Trading Strategy eugenia.victorino@seb.se
Kai Svensson Portföljförvaltare Investments kai.svensson@seb.se	Stefan Cederberg Aktiestrateg Investments stefan.cederberg@seb.se	Ida Nordenadler Investeringspecialist Investments ida.nordenadler@seb.se
Johan Hagbarth Investeringsstrateg Investments johan.hagbarth@seb.se	Jessica Mattson Sustainable Finance Analyst Sustainable Banking jessica.mattson@seb.se	Emma Brage Investment Communication Manager Investments emma.brage@seb.se
Henrik Larsson Portföljförvaltare Investments henrik.y.larsson@seb.se	Anne Kristin Kästner Sustainable Finance Specialist Sustainable Banking annekristin.kastner@seb.se	

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

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

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

Investments
SEB
106 40 Stockholm, Sweden