

PAM DISTRESSED OPPORTUNITIES AB (publ) – Q4 2025

PAM Distressed Opportunities ("PDO") är ett investeringsbolag som startades i slutet av 2023 för att tillvarata potentiell avkastning i kommande styrränteskifte. Mot bakgrund av en då kraftigt inverterad räntekurva, sjunkande BNP-utsikter, kraftiga baseffekter samt det faktum att stora delar av KPI kunde härledas till stigande ränte- och boendekostnader, drogs slutsatsen att inflationen skulle fortsätta sjunka och att Riksbanken skulle sänka styrräntan. Via emittering av preferensaktier har PDO erhållit kapital för att primärt investera i fastighetsobligationer, vilka i varierande utsträckning handlades till stora rabatter mot nominellt belopp. Investeringarna bygger på att lägre räntor ska ge fastighetsbolagen lägre upplåningskostnader, förbättrade möjligheter till refinansiering och fastighetsförsäljningar samt att en lägre ränta ökar riskviljan i kreditmarknaden och därmed priserna på företagsobligationer. Resultatet i PDO kommer förenklat från erhållna kuponger och realiserade värdeförändringar, där preferensaktierna erhåller all utdelning. Efter tre hela verksamhetsår, och därefter vart tredje år, kan inlösen av preferensaktier begäras till substansvärdet. Om PDO emitterar ytterligare preferensaktier kommer det att ske till substansvärde. Följ utvecklingen på www.pdoinvest.se.

2025 – Året då inflationen steg och styrräntan sänktes

Under 2025 steg inflationstakten, mätt som KPIF, till 2,3 procent i november från 1,5 procent i december 2024. Bidragande till den ökande inflationstakten var livsmedels-, restaurang- och elpriser samt hyra och logi. Den månatliga inflations-trenden, som under 2025 i snitt varit 2,7 procent beräknat på årsbasis, har efter sommaren varit stigande, även om KPIF för november avvek nedåt till 2,3 procent från 3,1 procent i oktober.

Normalt sett korrelerar stigande inflation med stigande styrräntor, men under 2025 kom detta samband på skam då Riksbanken via tre sänkningar justerade styrräntan till 1,75 procent i slutet av september från 2,5 procent i början av året. En bidragande faktor till sänkningarna har varit att stimulera ökad konsumtion för att främja ekonomisk tillväxt och sysselsättning, samt rimligen också det faktum att ECB, vid fyra tillfällen under första halvåret, sänkte styrräntan (refiräntan) ned till 2,15 procent från 3,15 procent i början av året. Detta skedde mot bakgrund av fallande KPI-inflation i eurozonen till 2,1 procent i november från 2,5 procent vid årsskiftet.

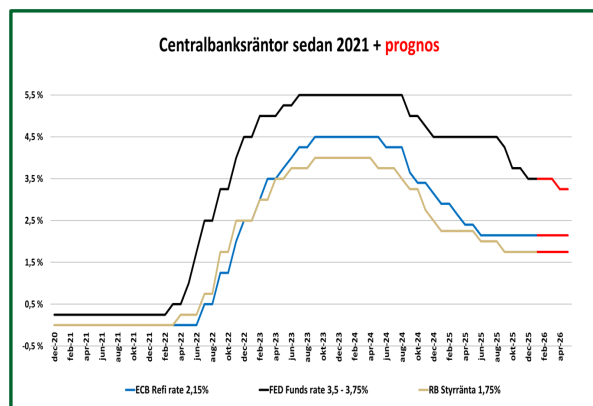
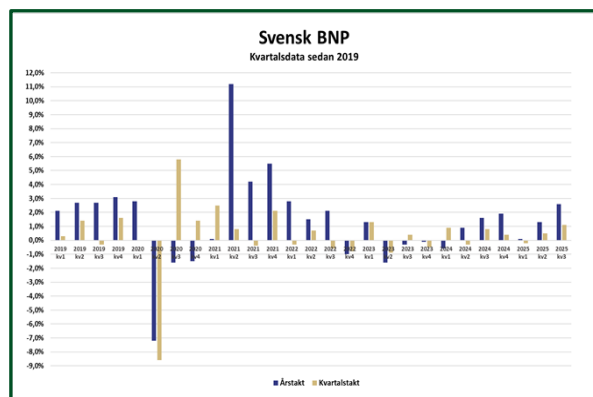
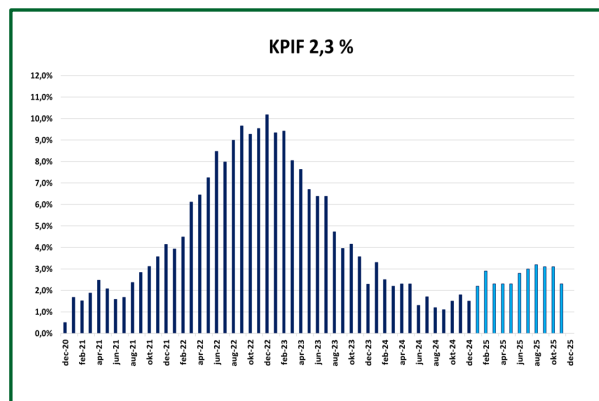
Riksbanken tror dock att KPIF kommer att sjunka under 2026 till ett genomsnitt på 0,9 procent. Detta baseras delvis på regeringens stimulanspaket som från april omfattar en halvering av matmomsen, vilket – om det får fullt genomslag på matpriserna – kommer att bidra till att minska KPIF med cirka 0,6 procentenheter under 2026.

Regeringens stimulanspaket, som presenterades i höstas, omfattar cirka 80 miljarder kronor i reformer och stimulanser samt 50 miljarder kronor i försvars- och infrastruktursatsningar. Stimulanspaketet har resulterat i högre tillväxtprognoser för 2026, bland annat 3,0 procent från regeringen och 2,9 procent från Riksbanken. Troligen som ett resultat av det kommande stimulanspaketet, och behjälpt av fortsatt sjunkande boräntekostnader (25 procent lägre i november 2025 jämfört med november 2024), ökade BNP med 2,6 procent under det tredje kvartalet jämfört med det tredje kvartalet 2024. Detta var den starkaste BNP-tillväxten på 3,5 år, vilket framgår av diagrammet till höger.

Sammantaget stärks svensk ekonomi och förutsättningarna finns att Sverige, efter fyra år av sidledes ekonomisk tillväxt, i snitt under 1,5 procent, är på god väg att nå 3,0 procent BNP-tillväxt 2026. Uppskruvade BNP-prognoser för 2026 och 2027 samt en KPIF-inflation som i skrivande stund överstiger Riksbankens mål på 2,0 procent, har fått Riksbanken att vid sina två senaste möten hålla styrräntan oförändrad vid 1,75 procent samt informera om att ytterligare räntesänkningar inte är väntade.

Att Riksbanken även hållit fast vid sin räntebana på 1,75 procent har fått räntemarknaden att börja prisa in styrräntehöjningar under senare delen av 2026 och 2027. Ekonomistyrningsverket (ESV) prognostiserade i en rapport den 18 november att "Styrräntan höjs i slutet av 2026 och 2027 när konjunkturen stärks". Baserat på stigande långräntor sedan i somras, där 5-åringen stigit från 2,0 procent vid halvårsskiftet till nästan 2,5 procent vid utgången av 2025, talar mycket för att ESV får rätt.

Mot detta bedömer vi att 2026 blir ett år av starkare tillväxt med bibehållen kortränta, men där riskerna finns att inflationen tar fart, oavsett om matpriserna faktiskt sänks i linje med en halverad matmoms, vilket i sin tur leder till att nästa styrränteförändring blir en höjning i slutet av 2026.



2026 – Styrräntan sänks i USA men höjs i Sverige

Den amerikanska centralbanken Fed sänkte sin styrränta vid tre tillfällen under 2025 till intervallet 3,50–3,75 procent från intervallet 4,25–4,50 procent i början av året. Sänkningarna skedde under årets fyra sista månader primärt för att stimulera sysselsättningen, där arbetslösheten stigit till 4,6 procent i november från 4,0 procent i början av året. Snittprognosen bland ledamöterna i Fed är att styrräntan kommer att sänkas en gång under 2026, medan marknadens förväntningar är en till två sänkningar under 2026, med den första sänkningen under det andra kvartalet.

Anledningen till att styrräntan i USA är högre än i Europa är förenklat att inflationen är högre i USA (KPI 2,7 procent i november) än i Europa (KPI 2,1 procent i november) och att BNP-tillväxten är högre i USA (4,3 procent under tredje kvartalet) än i Europa (1,3 procent under tredje kvartalet).

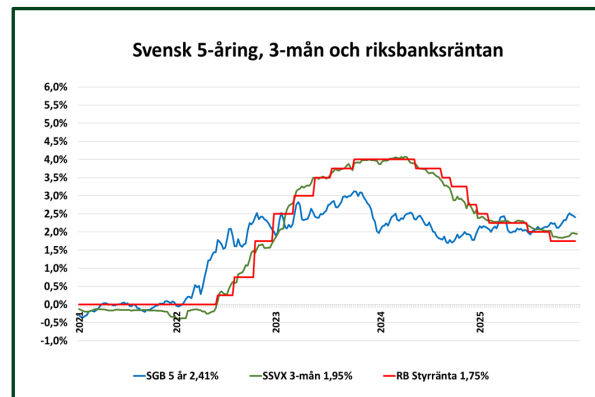
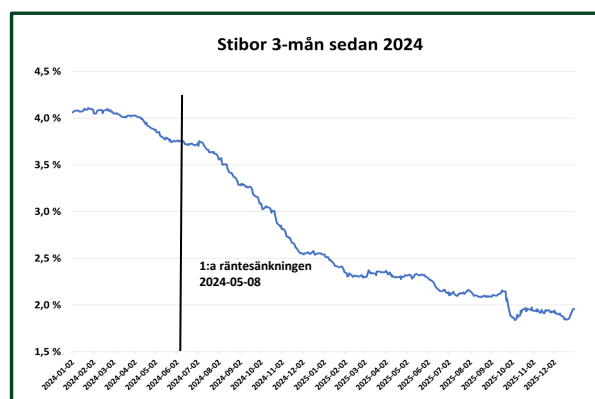
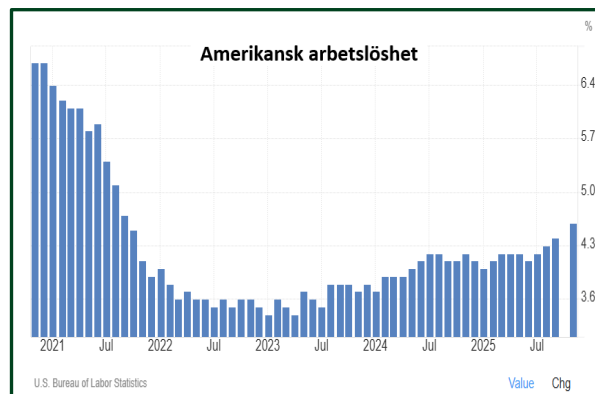
Av stor relevans för Feds räntebeslut under 2026 är att sittande ordförande Jerome Powell slutar i maj och att hans efterträdare kommer att utses av president Donald Trump. Risken finns att Fed därefter blir politiskt styrt med krav på lägre styrränta, vilket matematiskt leder till lägre räntekostnader på statsskulden och ett lägre budgetunderskott, men samtidigt riskerar att öka inflationsförväntningarna och pressa upp långräntorna.

Räntor: Svenska marknadsräntor har stigit sedan i somras och 5-åringen handlades vid årsskiftet till 2,41 procent jämfört med 1,91 procent vid halvårsskiftet. Uppgången kan hänföras till regeringens stimulanspaket, starkare BNP-prognoser, men också stigande KPIF-inflation. Sedan slutet av juli har 5-åringen handlats högre än 3-månaders statsskuldväxel, vilket gjort att den sedan 2023 inverterade yieldkurvan nu har normaliserats och därmed inte indikerar ytterligare styrräntesänkningar. Skulle ränteskillnaden mellan löptiderna, vilken nu är 0,46 procent, överstiga 0,58 procent, vilket är snittet sedan år 2000, är det en indikation på att marknaden börjar prisa in styrräntehöjningar.

Substansvärdet på preferensaktierna i PDO har sedan starten i december 2023 preliminärt stigit med 23,0 procent, varav preliminärt 0,17 procent under det fjärde kvartalet. **Utvecklingen för 2025 slutade preliminärt på +8,4 procent**, vilket kraftigt överstiger andra räntebärande placeringsformer. Detta ska dock inte ses som en garanti för att PDO når sitt avkastningsmål på 50 procent under tre år, då underliggande obligationer är riskfyllda och värdet på preferensaktierna kan sjunka och även förlora sitt värde. Det ligger i PDO:s placeringsmandat att investera i räntebärande värdepapper med hög avkastningspotential, vilket ska anses synonymt med en högre risk och innebär att vissa placeringar periodvis eller avslutningsvis kan utvecklas negativt.

Vid utgången av det fjärde kvartalet hade PDO ackumulerade kupongfordringar på 1,10 procent av portföljvärdet. Dessa fordringar kategoriseras som osäkra och ingår inte i substansvärdet. Ackumulerade kuponger är inte avskrivna men upptas först i substansvärdet då emittenten beslutar att återuppta utdelningar. Vår förhoppning är att samtliga emittenter som för närvarande ackumulerar någon form av kupongutbetalning, under 2026 ska återuppta dessa, vilket då kommer att bidra till värdetillväxt och ökad likviditet.

Base case för PDO under 2026 är fortsatt låga korträntor, vilket bidrar till lägre räntekostnader för emittenterna. Detta har under slutet av 2025 varit påtagligt då fastighetsbolagen kunnat emittera nya obligationer till successivt lägre priser. Med fortsatt förbättrade möjligheter att refinansiera befintliga skulder och erhålla finansiering till nya projekt ökar aktiviteten på transaktionsmarknaden, vilket förbättrar möjligheterna att avyttra fastighetsbestånd och därmed minska skuldsättningen. Nästa naturliga steg i denna kedja är att marknadsvärdena på fastigheterna stiger, vilket ökar soliditeten och successivt ger fastighetsbolagen större möjligheter att använda balansräkningen för att skapa både tillväxt och lägre skuldsättning. Under 2026 tror vi att vi kommer att få se fler fastighetstransaktioner och återköp av utestående aktier, och i vissa fall utestående obligationer.



Transaktioner: Under det fjärde kvartalet såldes PDO-innehavet i Heimstaden AB:s hybridobligation, vilken i snitt stigit med 188 procent sedan inköpen i slutet av 2023 och under 2024. Positionen var stor och omfattade vid försäljningen drygt 10 procent av portföljen. PDO sålde under det fjärde kvartalet även delar av innehavet i Genovas hybridobligation, vilket resulterade i en snittavkastning på 101 procent. Obligationen i Genova anskaffades i huvudsak under slutet av 2023.

Likviden från försäljningarna kommer att användas för köp av andra fastighetskrediter med syfte att öka portföljens yield, som vid utgången av 2025 uppgick till i snitt 9,3 procent med kupongavkastning på 8,1 procent. Risker i portföljen är relativt låga, vilket kan utläsas av att snittpriserna på portföljens obligationer är 104,3 procent, dvs. handlas till överkurs.