

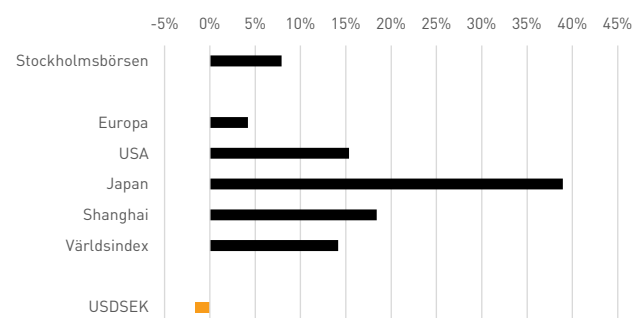
Nya regler i en gammal värld

Det har nu gått en tid sedan den nya administrationen intog Vita huset. Stabilitet har bytts mot oförutsägbara utspel. Utanför AI verkar USA utvecklas svagt med försämrad arbetsmarknad och försiktiga hushåll. Europa har dock tagit steg i rätt riktning och mer kommer. En återindustrialisering av Europa kommer gynna Sverige och bidra till en bättre konjunktur och arbetsmarknad. Det borde räcka för att lyfta börsen även om resan inte blir spikrak.

Tillbakablick

I föregående strategirapport flaggades för en osäker framtid men med en positiv underton. Om USA stod för dramat skulle Europa och resten av världen stå för stabilitet var tanken. Den höga värderingen av amerikanska aktier i kombination med ett politiskt styre som i bästa fall är oförutsägbart borde tynga amerikanska tillgångar och dollarn. Vi fick delvis rätt. Amerikanska aktier har utvecklats väl och utklassat europeiska. Svenska aktier klarade sig bättre även om Asien var regionen som gick bäst. Vad gäller dollarn fick vi dock rätt då värdet fortsatte sjunka gentemot den svenska kronan.

Utveckling sedan senaste rapporten



Källa: Bloomberg

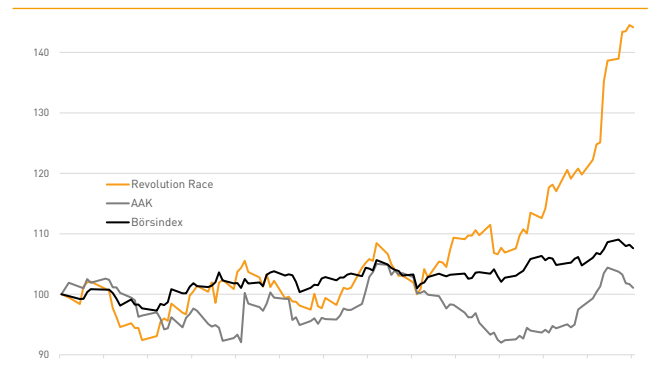
Bakom den amerikanska framgången ligger den expansiva tekniksektorn. Vi har nu nått en nivå där bolagsaffärerna räknas i hundratals miljarder dollar och presenteras nästan dagligen. Börskurserna reagerar omedelbart och rörelser på 15-20 procent är inte ovanliga trots att detta är några av världen mest välbevakade bolag. Men att investera 75-100 mdr USD per år i AI är inte hållbart ens för giganter som Microsoft och Amazon. Om inte intäkterna hänger med lär investeringstakten avta. Då, om inte förr, lär vi se hur många som sitter på samma sida av båten. Som kuriosas kan nämnas att Nvidia följs av 80 analytiker på Wall Street. Av

dessa har 73 stycken köp eller motsvarande, sex stycken har en behållrekommendation och endast en rekommenderar sälj. Utan att försöka förutspå AI-boomens slut kan vi konstatera att den här inramningen är inget vi ser på botten av en börscykel.

Glädjande för oss svenska aktieägare utvecklades den svenska börsen starkt och index steg nästan 10 procent. Vi har nu passerat börstoppen som infann sig i februari innan tulloron slog till. Sektormässigt var det diskretionära konsumentvaror, teknik och finans som utvecklades bäst med uppgångar på över 10 procent för samtliga. Som namnet i vår förra strategirapport antydde var det bolag av det gamla gardet som ledde uppgången. H&M, Ericsson och de svenska bankerna stod för de största börslyften. Trots den spirande konjunkturoptimismen i Europa lyckades inte industri-bolagen matcha indexuppgången. Småbolag hade det fortsatt trögt vilket beror på den stora andel fastighetsbolag som finns representerade i index.

De två aktier som uppmärksammades i förra rapporten var AAK och Revolution Race. Ett stabilt bolag (AAK) och ett mer tillväxto-rienterat (Revolution Race). Sammantaget blev utfallet mycket positivt. AAK steg blygsamma 1 procent medan Revolution Race steg hela 44 procent. De två aktierna tillsammans (+23%) överträffade index (+8%) rejält. Därmed fortsätter den positiva trenden och våra rekommendationer har stigit +66% vs. index (+17%) sedan start. Det bör påpekas att två aktier inte utgör en balanserad portfölj utan är bara exempel på bolag vi ansåg attraktivt värderade.

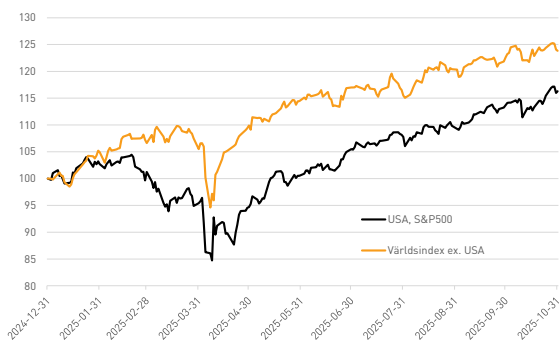
Revolution Race & AAK vs. index



Källa: Bloomberg

För ett år sedan, den 5 november 2024, förändrades världen på ett sätt få hade förutspått. När Donald Trump tämligen enkelt vann presidentvalet slog USA in på en linje som i framtiden kommer ses som en vändpunkt. Trots att vi trodde oss veta vad som väntade har inget blivit som vi förutspått. USA har tydligt visat att dom struntar i vad andra tycker och driver den agenda som passar USA. Med tullar och hot om ännu högre tullar försöker USA få sin vilja igenom, hittills förvånansvärt framgångsrikt ska sägas. Men den nya administrationen går mycket längre än så. Gamla lagar och principer utmanas för att ge presidenten mer makt än någonsin. Det känns något oroande. Inom en rad strategiska områden vill USA nu bli självförsörjande. Att staten går in som ägare verkar inte bekymra det så annars marknadsorienterade landet. Men tullar och handelshinder är inte en väg som leder till långsiktigt välstånd. Att utmana den demokratiska ordningen kommer inte heller leda till framgång. Med det sagt sätter den amerikanska börsen nya rekord. Förvisso drivet av techbolagens investeringsbonanza men den allmänna uppfattningen är att dagens politik är bra för de amerikanska bolagen. Men kanske kan en förändring anas. Sedan början på året har faktiskt världsindex exklusive USA gått bättre än SP500.

USA tappar mark

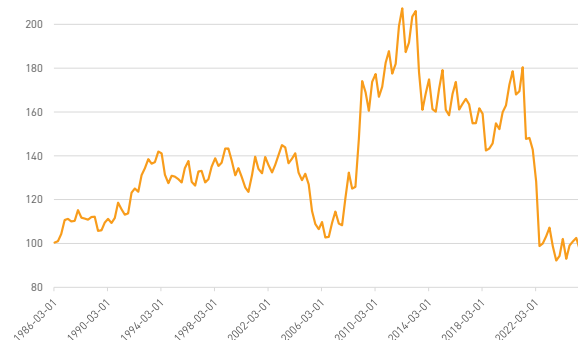


Källa: Bloomberg

Visserligen en kort period men det visar att USA inte längre är den enda börsen att räkna med. AI-hypen fortsätter men allt fler börjar ifrågasätta hur dessa investeringar ska bära sig. Givetvis kommer vi närmare en punkt då investerare kräver lönsamhet. Och lönsamhet kommer behövas. Microsoft, som är ett av dom stabila bolagen, har idag en nettoskuld på 20 mdr USD. Absolut ingen hög nivå men år 2019 var nettokassan 50 mdr USD. Investeringsstakten ligger nu på runt 100 mdr USD per år, nästan tio gånger mer än 2019, och den nivån kan inte upprätthållas hur länge som helst om inte intäkterna följer med. Det råder ingen tvekan om att AI kommer förändra sättet vi arbetar på men stora

teknologiskiften brukar kännetecknas av en initial investeringsboom följt av en svacka innan vi vet hur vi bäst ska utnyttja den nya teknologin. Bortsett från AI-ekonomin går det trögare för USA. Arbetsmarknaden har saktat in betänkligt och hushållen kämpar. Räntan har visserligen kommit ned men tidigare prisökningar tynger. Housing affordability index, som förenklat visar kostnadsnivån för ett medianhushåll att köpa ett medianhus, ligger på de lägsta nivåerna sedan index startade 1986.

Housing affordability composite index

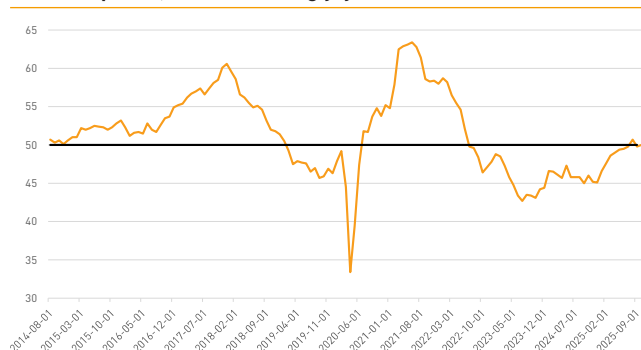


Källa: Bloomberg, NAR

Detta går också hand i hand med konsumentförtroendet (University of Michigan Consumer Sentiment) som ligger nära sin lägsta nivå någonsin. Endast under brinnande pandemi var sentimentet sämre. Betänk då att data går tillbaka till 1978, det vill säga nästan 50 år av tämligen stora händelser. Trumps omdaning av det amerikanska systemet och den ekonomiska politiken har sannolikt tyngt de amerikanska hushållen som oroas av statliga nedskärningar, tullar och en allmän oro. Börsuppgången gynnar en liten del av samhället medan flertalet bara ser kostnadsökningar. Men räntan är på väg ned vilket förr eller senare kommer leda till bättre tider för flertalet. Det ligger dock en bit fram och till dess verkar den amerikanska ekonomin befinna sig på ett sluttande plan.

I Europa är situationen helt annorlunda. Konjunkturer har aldrig riktigt återhämtat sig sedan pandemin och AI-hysterin har inte kommit hit då vi saknar dessa bolag. Men den nya amerikanska handels- och säkerhetspolitiken har fungerat som en väckarklocka för Europa. Vi måste kunna stå på egna ben och klara oss själva utan stöd från USA. Massiva satsningar på försvar och infrastruktur har genomförts i flera länder och mer kommer. Till dags dato har endast en begränsad mängd kapital kommit ut i den verkliga ekonomin men det förbättras för varje dag som går.

PMI Europozone, manufacturing y/y



Källa: Bloomberg, S&P

Att det blir bättre märks inom tillverkningsindustrin som hämtat sig från de senaste årens kräftgång. Inköpschefsindex har nu äntligen nått 50-nivån som indikerar tillväxt. Dessutom är europeiska hushåll välkonsoliderade och en bättre konjunktur, och därmed arbetsmarknad, kommer bidra till framtidsoptimism vilket sannolikt gynnar konsumtionen. Sammantaget verkar Europa röra sig åt rätt håll medans USA rör sig i motsatt riktning, åtminstone utanför AI- och techboomen.

Positionering

Hur agerar vi då i vår aktieförvaltning givet de förutsättningar vi diskuterat? På sektornivå ser vår exponering i Sverige-fonden ut enligt följande:

Sektor	Aktie-Ansvar Sverige	+/- % vs. index
Teknik	4,7%	-0,1%
Telekom	6,2%	1,3%
Hälsovård	13,3%	6,7%
Finans	17,1%	-8,4%
Fastigheter	0,0%	-4,5%
Disk. konsumentvaror	7,5%	0,4%
Stapelvaror	8,6%	5,8%
Industri	31,7%	-5,2%
Råvaror	6,6%	-0,1%
Olja&Gas	0,0%	-0,2%
Allmännyttiga företag	0,0%	0,0%

Det största avvikelserna hittar vi inom fem sektorer, hälsovård, finans, fastigheter, stapelvaror och industri. Som en aktivt förvaltd fond är det naturligt att avvikelserna blir relativt stora men förklaringen bakom de största skillnaderna återfinns nedan.

Hälsovård är kanske den bransch som påverkats mest av Donald Trumps agenda. USA har krävt lägre priser och inhemsk produktion annars hotar höga tullar. Det har lett till att läkemedelsbolag handlas med en anseelig rabatt kontra sin historik. Det är möjligt att USA denna gång lyckas få en förändring till stånd men den amerikanska marknaden är komplex och det är inte givet att lägre priser drabbar läkemedelsbolagen i första hand. Det finns en mängd mellanhänder som sannolikt drabbas mer än läkemedelsbolagen. Dagens situation är troligtvis övergående och då kommer fokus återigen ligga på den strukturella tillväxt som stöds av den demografiska utvecklingen. Kombinationen låg värdering och en växande efterfrågan är anledningen till vår övervikt.

Finans är årets näst bästa bransch med en uppgång på 18%. Inom sektorn ryms både bank, investmentbolag och andra finansiella bolag. Det som i huvudsak lyft sektorn är bank som ensamt stigit 35% i år. Vår undervikt kommer helt och hållet ifrån andra bolag än klassiska banker där vi just nu har en neutral vikt jämfört med index. Under året har vi minskat något i bank från en övervikt. Anledningen att vi minskat i bank är att den största omvärderingen av sektorn sannolikt skett. Bankerna är fortsatt lågt värderade men vänder konjunkturcykeln upp kommer uppgången inte ledas av bank.

Fastigheter är en sektor där vi inte har någon exponering alls. Vi har inte varit lockade att investera tidigare men det finns sannolikt fall där dagens värdering är för låg. Givet att Riksbanken sänkt klart finns inget ytterligare stöd från lägre räntor att vänta. Dessutom har vakanserna stigit betydligt vilket borde pressa hyrorna. Men fastighetsmarknaden är en lokal marknad och dra generella slutsatser är svårt. Det finns bolag som ser undervärderade ut och vi är öppna för kommande investeringsmöjligheter.

Inom **stapelvaror** återfinns våra innehav i AAK och Essity. Båda representerar vad som brukar kallas kvalitetsbolag och på europeisk basis har dessa bolag haft en tråkig utveckling. Precis som läkemedelsbolag har europeiska kvalitetsbolag utvecklats rekordsvagt jämfört med index. Även här har amerikanska intressen spelat en stor roll. Tullar och handelshinder har påverkat både försäljning och kostnader samtidigt som amerikanska investerare prioriterat europeiska banker och cykliska bolag. På sikt är det dock inte rimligt att värdera stabila kvalitetsbolag med lång historik till rabatt.

Industri är som brukligt den största sektor vi har i Sverige och står för mer än 1/3 del av börsen. Vi är något underviktade sektorn då vi valt att vikta ner bolag som antingen är fullvärderade eller står

inför en svagare marknad. Där finns exempelvis ABB som har nått en rekordhög värdering efter en lyckosam omdaning av koncernen. Men nu kommer krav på tillväxt vilket kommer vara betydligt svårare än att sälja av underpresterare. På P/E 28 är aktien helt enkelt fullvärderad.

Vi är även underviktad Volvo som presenterade en svag Q3 rapport. Volvo står inför en vikande amerikansk marknad och en avvaktande europeisk. Ett bättre köpläge än nuvarande kommer sannolikt att uppstå under vintern. Vi har även viktat ned Sandvik till förmån för Epiroc. Gruvnäringen är något vi tror kommer växa men givet att Sandvik nu handlas till/på P/E 23 och redan stigit 45 procent har mycket av potentialen diskonterats. Därav skiftet till Epiroc. Vi har även valt att investera i Alfa Laval som ofta betraktas som dyr. Så är dock inte fallet nu och givet dess position inom bland annat värmeväxlare ser framtiden ljus ut. En mer utförlig beskrivning av både Alfa Laval och Epiroc finns nedan.

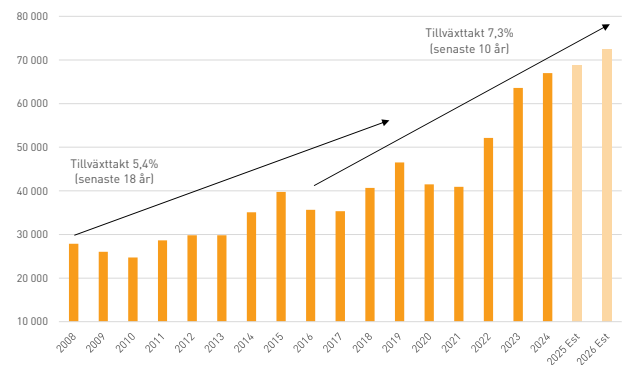
Det här är en kort beskrivning av hur Sverigefondens exponering ser ut just nu. Med ett världsläge som är allt annat än stabilt kan förändringar ske fort. Det är själva fördelen med en aktivt förvaltat fond. Men även om världen känns osäker tror vi att framtiden ser ljus ut. Inte minst för oss i Europa där tillväxten borde ta fart. Därför söker vi en balanserad portfölj som kan dra nytta av en bättre konjunktur i Europa samtidigt som den klarar av en avmattning i USA. Som ett led i detta har vi valt att investera i två för fonden nya bolag, Alfa Laval och Epiroc.

Alfa Laval är ett anrikt svenskt verkstadsbolag som grundades 1883 av Gustaf de Laval och Oscar Lamm. Dom utvecklade mjölkseparatorn som skilde grädde från mjölk och fick tidigt ett patent. Än idag är separation av vätskor ett av Alfa Lavals huvudområden. Med tiden har även värmeöverföring och flödeshantering kommit att komplettera separation. Koncernen har idag tre affärsområden, Energy, Food & Water samt Marine. Den klassiska separatorn återfinns idag inom Food & Water och användningsområdet har givetvis utökats långt utanför mejeribranschen. Inom en mängd industrier finns behovet av att separera vätskor och medel. Inom Energy finns värmeväxlare av olika slag och storlek. Alltifrån mindre element som sitter i vanliga värmepumpar till stora anläggningar för raffinaderier, kärnkraftverk eller datacenter. Inom Marine finns bland annat teknologier för att rena avgaser, barlast eller bränsle.

Alfa Laval är världsledande inom flera tekniker där efterfrågan kommer att öka det närmaste decenniet. Nästan alla huvudprodukter är bra för miljön och sänker utsläppen samtidigt som kundens kostnader blir lägre genom en effektivare energianvändning.

Omsättningen har de senaste 18 åren ökat med 5,4 procent per år men det senaste tio åren har tillväxttakten ökat till 7,3 procent.

Alfa Laval, omsättning (mdr SEK)

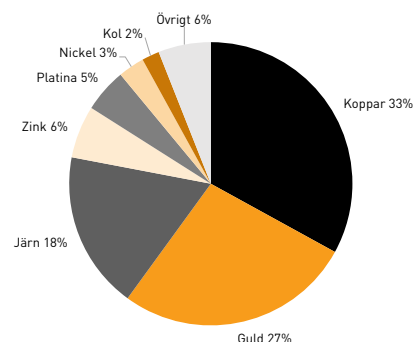


Källa: Bloomberg

Alfa Laval håller på att avsluta ett investeringsprogram på cirka två mdr SEK inom Energy där kapaciteten på värmeväxlare ökas. Det kan komma väl till pass nu när allt fler tecken tyder på att marknaden vänt upp igen. Utöver det verkar vätskeyllning vara nästa trend inom datacenter vilket givetvis kommer gynna Alfa Laval. Även trenden att bygga fler kärnkraftverk gynnar Alfa Laval eftersom värmeväxlare används även där. På estimaten för 2026 handlas Alfa Laval till EV/EBIT 15,9x. Det känns attraktivt för ett bolag med framtidsprodukter som gynnas av stora strukturella trender inom energi.

Epiroc är ett relativt nytt bolag med en lång historia. Bolaget grundades 1873, och kallades då Atlas, och delar historia med Atlas Copco då bolaget var en division inom Atlas Copco tills 2018. Då delade Atlas Copco ut Epiroc och bolaget noterades på Stockholmsbörsen. Epiroc tillverkar utrustning för gruvor och anläggningsindustrin inklusive lösningar för automatisering, digitalisering och elektrifiering. För underjordsgruvor är man tillsammans med Sandvik helt dominerande. De viktigaste metallerna för Epiroc är koppar och guld som står för runt 60 procent av exponeringen.

Exponering Epiroc

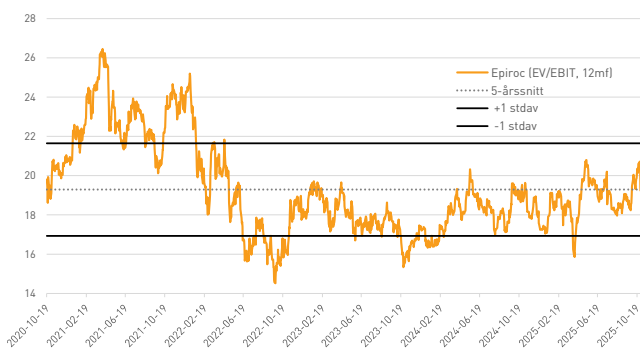


Källa: Bloomberg

Elektrifiering och investeringar i infrastruktur kräver stora mängder metaller som måste tas upp ur gruvor där mineralhalten successivt faller. Det innebär att ännu mer sten måste brytas för att få ut samma mängd mineraler. Det är en krävande process som sliter på utrustningen och därmed finns en stor eftermarknad. Utöver en strukturellt stigande efterfrågan finns en säkerhetspolitisk dimension då allt fler länder vill vara självförsörjande så långt det är möjligt. Sammantaget borgar detta för att efterfrågan blir god under flera år framöver.

Epiroc är ingen billig aktie. Sannolikt har värderingen hängt kvar sedan Atlas Copco-tiden men bolaget förtjänar en hög värdering på egna meriter. Med en rörelsemarginal runt 20 procent och en avkastning på eget kapital norr om 20 procent lär premiumvärderingen bestå. För närvarande handlas Epiroc runt 19x rörelse-resultatet vilket är i linje med femårsnittet.

Epiroc, EV/EBIT (12mf)



Källa: Bloomberg

Notera att infrastrukturen av Epiroc inte sett någon konjunkturuppgång alls. Givet de planer som finns kommer sannolikt efterfrågan stiga framöver. Även gruvsidan har mycket kvar att ge. Det finns ett antal stora projekt på gång och fler tillkommer hela tiden. Samtidigt innebär de höga metallpriserna att gruvorna nu kör för fullt vilket sliter på maskinparken som behöver service och reservdelar. Utöver detta ligger Epiroc långt fram vad gäller automatisering av gruvor. Epiroc kan som enda leverantör automatisera en gruvsite även om utrustningen kommer från andra leverantörer. Bolaget är således välpositionerat i en bransch som växer vilket borde gynna aktien på sikt.

Sammanfattningsvis är vi positiva till den fortsatta börsutvecklingen men selektivitet krävs när värderingarna spretar. Vissa bolag har redan tagit ut segern i förskott medan andra hamnat på efterkälken trots mer eller mindre samma exponering. Vi försöker vara försiktiga med alltför stor amerikansk exponering då USA känns bräckligt konjunkturmässigt. Europa och resten av världen känns betydligt bättre. Den amerikanska hållningen i många frågor kommer leda till ett uppsving för andra länder och regioner. Det kommer gynna börsutvecklingen 2026.

*Den här strategirapporten publicerades den 7 november 2025
Bryttid för beräkningar och prognoser är per den 31 oktober 2025*



LARS-ERIK LUNDGREN

Lars-Erik Lundgren har 24 års erfarenhet från aktieförvaltning och förvaltar fonderna *Aktie-Ansvar Sverige* och *Aktie-Ansvar Europa*. *Aktie-Ansvar Sverige* var nominerad till bästa Sverigefond av Morningstar både 2017 och 2019. Sedan hösten 2020 är Lars-Erik även portföljförvaltare och ansvarig för aktieförvaltningen på Garantum.

Vill du fördjupa dig ännu mer i Lars-Eriks syn på marknaden?

Det gör du enklast via hans månadsrapporter, strategirapporter samt via *Aktie-Ansvars* nyhetsbrev. Du kan även följa Lars-Erik via Twitter.

[Lars-Erik Lundgren på Twitter >](#)

[Senaste månadsrapporterna >](#)

[Senaste strategirapporterna >](#)