

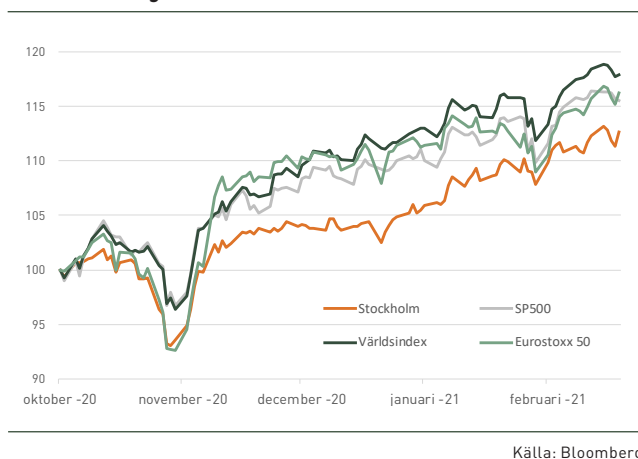
# Fortsatt optimism trots bubbelvarning

Det pågår en pandemi och börsen är glödhet. Inte ens den värsta kris sedan andra världskriget kunde få börsen på fall. Eller...mer korrekt. Tack vare den värsta kris sedan andra världskriget befinner sig börsen på sin högsta nivå någonsin. Men medan delar av aktiemarknaden är i en spekulationsbubbla är andra delar iskalla. Men när pandemin klingar av kommer läget förändras. Panikåtgärder ersätts med infrastrukturpaket. Vi står inför en ny era och vändpunkten är nu. Undvik skenande tillväxtaktier med fantasivärderingar. Välj cykliska bolag som gynnas när finanspolitiken gör comeback.

## Återblick...

I vår förra rapport, När riktning betyder mer än nivå, var vi försiktigt positiva till börsen trots höga värderingar. Vi föredrog cykliska aktier som skulle gynnas då återhämtningen fick fäste. Vi fick förvisso rätt, men var för försiktiga i vår bedömning. Cykliska sektorer, såsom olja/gas (+49%), råvaror (+21%), sällanköpsvaror (+24%) och industri (+17%) steg alla mer än index men även teknik (+27%) hade en gynnsam utveckling. Börsuppgången summerade till 13% vilket är klart godkänt på 4 månader. Tre defensiva sektorer (telekommunikation, stapelvaror och hälsovård) utvecklades negativt vilket säger något om riskapiten. Ändå var Sveriges utveckling faktiskt i underkant.

## Börsutveckling



Såväl världsindeks, S&P 500 som Eurostoxx 50 utvecklades bättre än Sverige. Att Europa börjar stiga är intressant då många anser

Europa saknar de tillväxtbolag som lyft de amerikanska börserna under många år. Trend eller tillfällighet återstår att se men definitivt värt att bevaka.

## Vaccin och stimulanser driver börsen

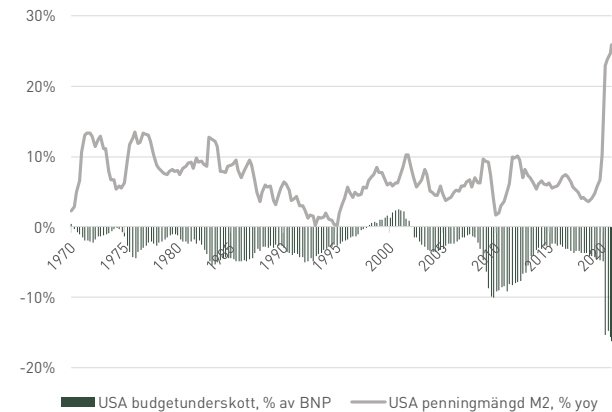
Förklaringen till börsuppgången är givetvis de stora framsteg som gjorts med vaccin. När läkemedelsbolagen presenterade data över effektiviteten blev det uppenbart för alla att det bara var en tidsfråga innan pandemin var över. Men enbart vaccin hade inte kunnat lyfta börserna på det sätt som skett. Utan massiva stimulanser hade situationen med all säkerhet sett annorlunda ut. Men stimulanser har vi fått, och det på ett sätt som vi aldrig tidigare skådat. I Eurozonen uppgår samtliga stimulanspaket till 30% av BNP, motsvarande 3,1 triljoner euro. Det är 23 gånger mer pengar än Marshall planen kostade efter andra världskriget<sup>1</sup>. USA kommer 2020 att ha ett budgetunderskott på över 15% och UK kommer nå nästan 20%. I sammanhanget känns Sveriges budgetunderskott strax under 5% som en bagatell. Storheten i dessa siffror går inte att ta in. Och detta är bara vad som hittills gjorts. Även under 2021 behövs fortsatta stimulanser. I skrivande stund förhandlar demokraterna i USA om ett nytt paket värt 1,9 triljoner USD. Därutöver kan ett infrastrukturpaket på ytterligare triljoner föreslås. Även i Europa finns åtgärdsplaner som ska stödja återhämtningen efter krisåtgärderna. Lovande men resultatet hittills sträcker sig till att den italienska regeringen fallit. Skiljaktigheter över hur man skulle spendera kommande 200 miljarder var anledningen. Men ambitionen är god. Vad som skiljer dagens situation mot tidigare är att vi nu har rejäla finanspolitiska stimulanser mot tidigare penningpolitiska. Det är tydligt att vi står inför ett skifte som kan ha långtgående effekter för såväl samhället som kapitalmarknaden.

<sup>1</sup> Research Affiliates, "How COVID-19 vaccines and brexit create the trade of the 2020s"

### Från reflation till inflation?

Sedan börskraschen 1987 har i princip alla kriser hanterats med en allt lösare penningpolitik. Steg för steg har politikerna abdikert och centralbankirerna klivit fram. Fram till finanskrisen var räntesänkningar det främsta vapnet men när det inte räckte började man med s.k. kvantitativa lättnader. Allt för att pressa ner räntan. Politikernas enda bidrag har i princip varit hårdare regleringar. Bolånetak och amorteringskrav är ett bra exempel på detta. Striktare kapitalkrav för bankerna är ett annat. För att framstå som ansvarstagande politiker har budgetdisciplin varit en utmärkt ursäkt för att slippa ta svåra beslut. Beslut som på allvar skulle kunna gynna tillväxten. Men så kom pandemin och vände upp och ner på tillvaron. Samhällen stängdes ner och staten fick rycka in och stötta hushåll och företag. Efter kanske 30 år av penningpolitik är det återigen finanspolitiken som står i centrum. Varför det här är så viktigt är att finanspolitik på ett konkret sätt stimulerar ekonomin via ökade utgifter. Och statens utgifter är som bekant någon annans intäkter. Intäkter som till stor del konsumerar varor och tjänster och därmed hjälper ekonomin. Som jag tidigare nämnt ligger budgetunderskotten i många västerländska länder på mellan 10% och 20% idag. De högsta nivåerna någonsin i fredstid. Samtidigt har vi den mest expansiva penningpolitiken någonsin. I diagrammet syns USA budgetunderskott och den årliga tillväxten i penningmängd (M2).

#### Budgetunderskott och M2, 1970-



Källa: Bloomberg

Som vi alla vet ska man inte säga att det är annorlunda den här gången men finanspolitikens återkomst är faktiskt en väsentlig förändring jämfört med tidigare. Och mer ska komma. Utöver de

akuta åtgärderna diskuterar många länder ytterligare stöd i form av stora infrastruktursatsningar. Att staten stöttar via projekt är definitivt ett bättre sätt än att bara dela ut pengar. Då ökar efterfrågan på varor och tjänster som i sin tur leder till ökad efterfrågan på arbetskraft osv osv i en positiv spiral. Det här kan för första gången på länge vara en väg till ökad inflation och en väg ur lågränteträsket. Redan nu har åtskilliga råvaror och tjänster stigit i pris.

| Tillgångslag       | +/- sen oktober | +/- sen 2020 |
|--------------------|-----------------|--------------|
| Koppar             | +35%            | +46%         |
| Stål               | +86%            | +98%         |
| Pappersmassa       | +15%            | +20%         |
| Baltic dry (frakt) | +3%             | +80%         |
| Containerfrakt     | +100%           | +200%        |
| Olja               | +54%            | -5%          |

Även om delar utav prisuppgångarna kan bero på pandemin är det högst oklart var priserna landar när allt normaliserats. Troligen högre än tidigare vilket gör att företagen måste höja priserna för att kompensera sig. Det här kan vara starten på en period med högre inflation och därmed högre räntor. I USA har den 10 åriga räntan redan hämtat tillbaka mycket av förra årets fall.

#### USA, 10-års ränta



Källa: Bloomberg

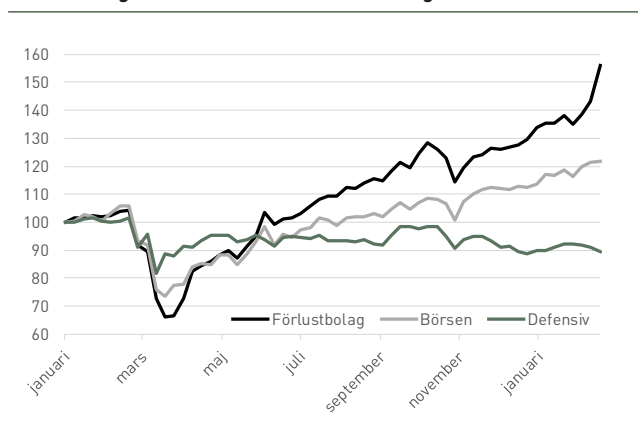
I Europa har vi fortfarande en lång väg att gå. Även om 10-års räntan har vänt upp den är fortfarande negativ. Men underskatta inte skiftet från penningpolitik till finanspolitik. Finanspolitik

ger ett reall efterfrågetryck i ekonomin som penningpolitik inte kan göra. Det kommer lyfta såväl inflation som ränta. Hur mycket och hur länge återstår att se men ränteuppgången i USA kan vara kanarifågeln i kolgruvan.

### Bubbelvarning och iskalla aktier

Ett problem som uppstått då vi medvetet stängt ner ekonomin är att identifiera var i cykeln vi befinner oss. En vanlig konjunkturcykel har sin naturliga gång men nu har olika delar av ekonomin antingen stannat helt eller till och med ökat under pandemin. Och dessutom helt oberoende av varandra. Tittar vi på klassiska indikatorer som industriproduktion, arbetslöshet och nybilsförsäljning är det tydligt att vi håller på att återhämta oss. Vi befinner oss alltså tidigt i en konjunkturcykel. Tittar vi istället på börserna ser vi många beteenden som är sencykliska. Det överdrivna risktagandet är ett klassiskt sencykliskt beteende. Det illustreras kanske bäst genom att studera utvecklingen för bolag som går med förlust. Nedan presenteras utvecklingen för en portfölj där kravet är en förlust på minst 10 mkr. Portföljen viktas om regelbundet och om bolaget börjar tjäna pengar åker det ut. Urvalet har skett på Stockholmsbörsens huvudlista. Hade vi inkluderat First North hade portföljen troligtvis utvecklats ännu bättre.

### Förlusbolag vs. börserna vs. defensiva bolag



Källa: Bloomberg

Den som istället varit ansvarstagande och valt defensiva bolag, logiskt kan man tycka med tanke på det osäkra läget, har de facto förlorat pengar sedan 1 jan 2020. Det är förbluffande och säger en del om hur långt vi kommit på riskskalan. Det unika denna gång är att det passiva kapitalet drivit polariseringen långt bortom rimligheternas gräns. *Growth at a reasonable price* har ersatts med

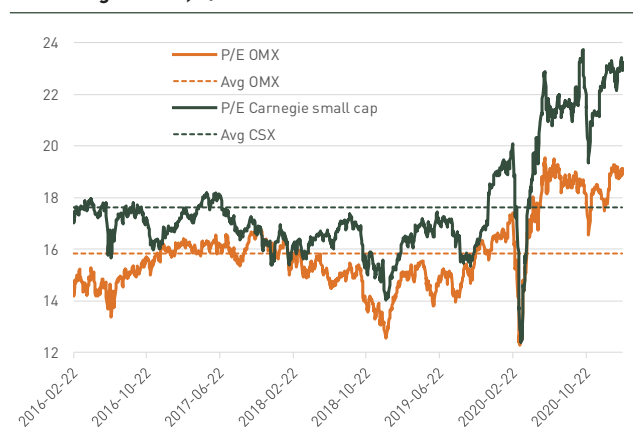
*Growth at an unreasonable price*. Men bubblor av den här sorten har en begränsad livslängd. Först när alla dragits in är den redo att brista. Jag tror vi redan passerat den punkten. Frågan är bara vad den utlösande faktorn kommer vara?

Det som kan få de mest spekulativa bubblorna att brista är paradoxalt nog en bättre konjunktur. Vi diskuterade det i vårt förra strategidokument där vi påpekade att tillväxt inte kommer vara en bristvara i en återhämtning. Därav borde priset på tillväxt gå ner. Här spelar finanspolitiken en central roll. En stat som vill stimulera och lyfta efterfrågan i ekonomin kommer att satsa på stora projekt som engagerar och sysselsätter många. Vägar, broar, snabbtåg eller liknande. Man kommer inte köpa ytterligare kapacitet hos Amazon Web Services.

### Börsvärdering – högt, lågt eller normalt

Trots att det finns spekulativa inslag på börserna finns det fortfarande rimligt värderade bolag. Vid en första anblick kan börserna tyckas övervärderade. OMX 30 handlas idag 20% över sitt genomsnitt de sista fem åren och de mer riskfyllda småbolagen handlas 30% över sitt fem års snitt.

### Värdering börserna, P/E 12mf



Källa: Bloomberg

Att småbolag handlas långt över sitt historiska snitt är en konsekvens av den spekulativa handel vi sett. För de större bolagen är situationen inte lika alarmerande. Värderingen lyfts av ett fåtal aktier, såsom Atlas Copco, som handlas till P/E 35 på årets vinst. Även fjolårets coronavinnare tycks ha fått ett rejält lyft i värderingsmultipel trots att pandemin troligtvis är över innan året är slut. En godtyckligt handplockad korg av Thule, Husqvarna,

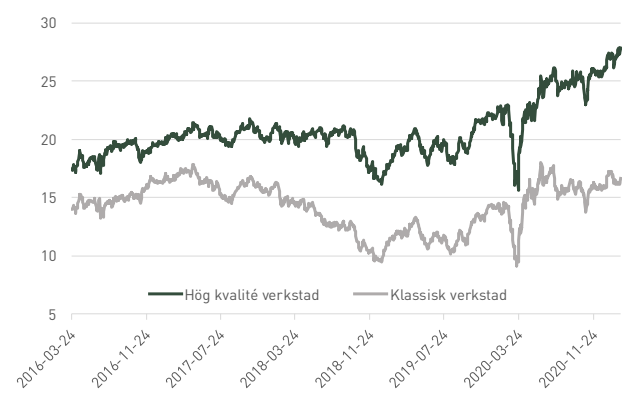
Dometic, Bygghemma m.m. handlas nu stabilt till en 30% högre multipel än innan corona. Där tror jag det finns både estimatrisk och multipelrisk.

### Hur navigerar vi?

I sak har inte mycket förändrats sedan vår förra strategirapport. Vi befinner oss i en ekonomisk återhämtning även om den fördröjts något. Tillgången till vaccin och planering verkar inte vara EUs starka sida. Men det är bara brus på ytan. Till sommaren räknar jag med att pandemin klingat av markant. I vår förra rapport förordade vi cykliska aktier och slog ett extra slag för just bilindustrin med Autoliv och Veoneer som exempel. Båda aktierna utvecklades bra, +11% resp. +68%, vilket föranledde en vinsthemtagning i Veoneer. Bolaget är fortfarande intressant men personbilsindustrin har drabbats av en brist på halvledare vilket fått flera tillverkare att dra ner på tillverkningsstakten eller till och med stänga produktionen. Hur det kommer slå mot Veoneer är osäkert men ett bolag som inte tjänar pengar är extra sårbart för yttre omständigheter. Vi hoppas kunna komma in i aktien igen på lägre nivåer.

Trots kursuppgången är cykliska aktier fortfarande att föredra. I takt med att pandemin klingar av kommer politikerna att fokusera på större projekt som infrastruktur och där är de cykliska bolagen vinnare. Mycket av morgondagens hållbara investeringar kräver varor och tjänster från våra svenska verkstadsbolag. Och värderingsmässigt har faktiskt inte mycket hänt utanför bolag som Atlas Copco och Hexagon.

### EV/Ebit, Högkvalité verkstad vs. klassisk verkstad

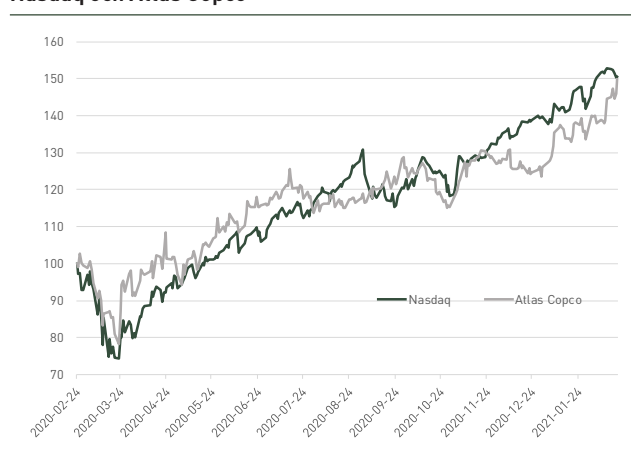


Källa: Bloomberg

Förutom värdering är en annan, ofta förbisedd risk, med Atlas dess korrelation med andra tekniktunga bolag och index. Visser-

ligen har Atlas, genom sin division Vaccum Technique, en exponering mot halvledarindustrin men den är uppskattningsvis bara 15% av totala koncernen och dess tillväxtprofil skiljer sig något från tillverkare av halvledare. Ändå är korrelationen påfallande hög.

### Nasdaq och Atlas Copco



Källa: Bloomberg

Nu finns det naturligtvis inget som säger att så kommer vara fallet framöver men så ser det ut just nu. Ett fall för högt värderade teknikaktier i USA borde, utöver vad som kan anses normalt, dra med sig Atlas Copco. Jag misstänker att många inte tänker på det. På sektornivå är vi något underviktade inom industri men från ett cykliskt perspektiv vägs det upp av våra placeringar inom råvaror och sällanköpsvaror såsom Stora Enso och Autoliv. Men inom industri har vi valt att vikta portföljen mot sencykliska aktier som ABB och Assa Abloy. ABB är fortfarande ett omstrukturerings case men har samtidigt stöd av elektrifieringstrenden. Assa Abloy har halkat efter i återhämtningen då deras servicetekniker inte kunnat träffa kunder pga. covid. Den situationen har börjat lätta vilket borde lyfta Assa.

Om vi får rätt i vår tro på inflation kommer räntan att stiga vilket gynnar bank. Bank är en av få sektorer som faktiskt handlas lägre än sitt 5-års snitt. Vi är försiktigt överviktade men är beredda att öka om vårt scenario stämmer. Av samma anledning är vi underviktade fastigheter.

Electrolux Professional är ett nygammalt innehav som vi ägt tidigare. Bolaget varit en corona förlorare då många av deras kunder inom restaurangnäringen tvingats hålla stängt. Även första halvåret i år kommer vara svårt men därefter borde situationen ljusna. Att gå ut och äta är troligtvis en av de första saker vi kommer göra när det tillåts. Dessutom vill man växa via förvärv

vilket borde vara görbart givet den svåra situation många konkurrenter haft under 2020.

Med tanke på den generella börshausen och sentimentet i stort är det viktigt att tänka på värdering. Det osannolikt positiva klimatet kommer inte att bestå för evigt. Det ska helt enkelt inte vara så här lätt att dra in pengar till förlustbolag där vinsterna ligger många år bort. Alla internetbolag blir inte Amazon och alla SaaS bolag blir inte Microsoft. Därmed inte sagt att börsen ska krascha men delar utav marknaden är definitivt i behov av en nedkylning. Och det kan gå fort. Då kan ett köptillfälle uppstå i de teknik- och tillväxtbolag som har mer än kapitaliserade utvecklingskostnader i balansräkningen. Jag tror att vi redan nu ser början på slutet för enorma värderingar med endast en powerpoint presentation som underlag. Finanspolitikens återkomst innebär en ny era. Riktiga produkter och tjänster kommer efterfrågas och det kommer driva inflation och räntor högre. Jag tror vändningen är nu och att marknaden kommer upptäcka det under våren.



#### 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 >](#)