

Mjuklandning eller luftgrop

Aktiemarknaden har gjort en storslagen comeback. När räntetoppen var bekräftad tog rallyt fart. Trots att räntesänkningarna blir färre än marknaden först trodde har uppgången fortsatt. Hopp om en accelererande konjunktur har dragit med sig cykliska verkstadsaktier till nya toppnivåer. Vem behöver Nasdaq när vi har Atlas Copco? Men uppgången blir allt smalare. Koncentrationen till ett fåtal bolag är påtaglig. Det är ett orostecken. Men väljs de största och dyraste bolagen bort finns mycket att upptäcka. Defensiva bolag kan erbjuda både låg värdering och god tillväxt. Det känns tryggt den närmaste tiden.

Tillbakablick

Börsutvecklingen sedan vår förra strategirapport, Bridge over troubled water (september 2023), kan inte beskrivas med något annat ord än spektakulär. Då fanns en oro för att den inbromsning som var på väg skulle tolkas negativt vilket var precis vad som hände. Inom två månader hade börsen fallit 7 % och förhoppningar om en mjuklandning grusades. Inflationen hade planligt sjunkit men takten hade avtagit. Den trygga bro vi trodde marknaden behövde visade sig, som så många gånger förr, vara centralbankerna. Amerikanska FED var först ut och lovade att räntetoppen var nådd. Nästa förändring skulle vara en sänkning och inget annat. Inom loppet av några dagar stämde ECB in och räntebanan hade förändrats helt. Den 1 oktober prisade marknaden in mindre än tre sänkningar av FED. I slutet av december mer än sex och en styrränta runt 3,7%.

Att räntetoppen nåtts var den tydliga signal börsen behövde för riskviljan att återvända. Från botten i oktober steg Stockholmsbörsen hela 29%. Det är högst anmärkningsvärt då uppgången inte föregicks av något liknande fall. Stora snabba uppgångar brukar generellt föregås av branta fall men så icke denna gång. Räknet från publicering av tidigare strategirapport stannade uppgången vid 20%.

Index/sektor	Sedan förra rapporten	1 år
Stockholmsbörsen	19,2%	7,2%
Banker	22,1%	11,6%
Fastighetsbolag	25,0%	0,3%
Industri	24,6%	9,4%
Sällanköpsvaror	3,0%	2,5%
Teknik	28,2%	6,4%
Carnegie Small Cap	18,6%	4,3%
First North 25	-19,2%	-9,9%

I tåten för uppgången hittar vi något förvånande finanssektorn med banker och fastighetsbolag i spetsen. Att både fastigheter och banker steg tyder sannolikt att oron för kreditförluster inom fastighetssektorn lagt sig. Vi har redan sett viss turbulens inom sektorn men inget som drabbat de större bolagen och framför allt inget som drabbat bankerna. Att finans, fastigheter, teknik och industri var de vinnande sektorerna känns rimligt. Att råvaror inte kunde hålla jämna steg med industriaktierna känns lite märkligt. Många hävdar att uppgången för verkstadsbolagen beror på en förbättrad konjunktur men i så fall borde de allra mest cykliska bolagen också gynnas. Samma sak gäller sällanköpsvaror. Att konsumenten drabbats hårt av stigande inflation och fallande reallöner är redan ett faktum. Aktiekurserna i dessa bolag har också fallit för länge sedan. När räntorna börjar sänkas och nya löneavtal gälla kommer konsumenten allt annat lika få det bättre, men aktierna har inte hängt med.

Ser vi till den mest spekulativa delen av marknaden, här exemplifierat med First North 25, har utvecklingen varit bedrövlig. Indexet har tappat 19% sedan den förra rapporten och sedan årsskiftet är nedgången 10%. Det säger att ingen islossning skett i det segmentet, snarare tvärtom. Riskviljan har således inte återkommit. Åtminstone inte på bred front. I media kan man dagligen läsa om diverse förhoppningsbolag som skyller på räntan. Inget kan vara mer fel. Efter en lång period med nollränta och stimulanser, där pengar fullkomligt strösslats över politiskt korrekta powerpoint-pitchar, har många invaggats i tron om att det är detsamma som företagande. Till mångas förvåning verkar det nu som att även en grön omställning kräver svarta siffror.

Att studera hur olika branscher och index rör sig i förhållande till varandra säger mycket om hur placerna ser på dagens situation. Med respekt för att vissa branscher domineras av ett fåtal bolag

kan vi dra slutsatsen att det överlag råder viss optimism vad gäller industrikonjunkturen. Verkstadsbolagen utvecklades starkt och handlas som om vi är i en återhämtning. Men varför gick då inte råvarubolagen bättre? Varför är riskviljan som bortblåst när det gäller förhoppningsbolag trots att vi står inför räntesänkningar? Vi kan också notera att småbolagen, dvs Carnegie Small Cap, inte riktigt orkar följa med de större bolagen. Men det är inte heller alla storbolag som stiger. Om vi jämför det likaviktade indexet, OMX40EW, med OMX30 syns tydliga skillnader.

OMX30 mot OMX40 likaviktat



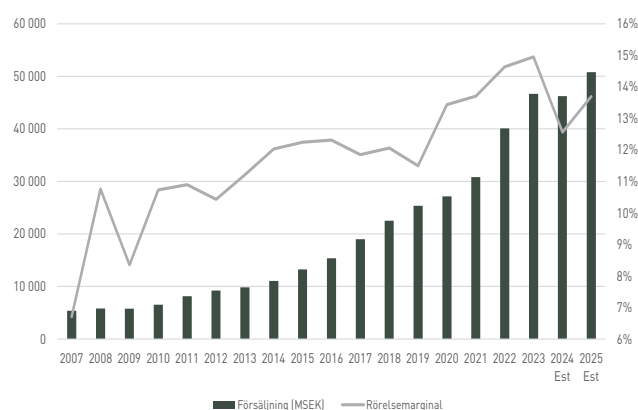
Källa: Bloomberg

Förvisso har knappt ett kvartal gått sedan årsskiftet men under den tiden har allt färre aktier stått för allt mer av börsuppgången. Den polarisering av marknaden vi sett ger oss ingen riktig vägledning om vart marknaden är på väg. Vinnare har fortsatt vara vinnare medans besvikelser aldrig riktigt återhämtat sig. På så sätt har uppgången smalnat av och koncentrerats till ett fåtal bolag.

Ett exempel på hur marknaden polariserats är de två aktier som nämndes i förra rapporten, Hexagon och Nibe. Båda aktierna rörde sig 30% men med olika tecken. Hexagon, som i september fortfarande led av sommarens blankningsattack, återhämtade i princip hela fallet och utvecklades starkt. I början av december höll Hexagon en kapitalmarknadsdag där man bemötte samtliga påstående och marknaden lät sig övertygas och aktien steg. Dessa alltmer förekommande blankningsattacker lämnar en hel del att önska. Nu i efterhand kan vi konstatera att blankningsrapporten orsakade ett börsfall på nästan 25% och det tog 9 månader innan aktien återhämtade sig och ingen har bevisat att Hexagon gjort något fel överhuvudtaget. Vi hade förmånen att utnyttja läget till vår fördel men så är inte alltid fallet.

Värmepumpstillverkaren Nibe utvecklades å andra sidan svagare. Orsaken är en sämre byggmarknad i hela Europa samt en oförmåga av politikerna i Tyskland att enas om vilka regler och subventioner som ska gälla. I mogna marknader, som exempelvis Sverige, är man mer beroende av utbytesmarknaden än för mindre mogna marknader. Vi flaggade redan då för att de tyska subventionerna dröjt men enligt plan skulle allt komma på plats i september. Så skedde inte. Subventionerna ifrågasattes och blev en bricka i det politiska spelet. Klimatomställningen som alla pratar om, inte minst politiker, fick helt enkelt vänta. Idag ska subventionerna delvis vara på plats och mer kommer under året. Med detta som bakgrund har vinstprognosen för 2024 sänkts med ungefär 20%. Nibe som planerade för större volymer har lanserat ett sparpaket och minskat personalen med 500 personer. Med det sagt kan det låta som om Nibe befinner sig i någon form av kris men så är verkligheten inte fallet.

Nibe, försäljning & rörelsemarginal



Källa: Bloomberg

Stämmer prognoserna kommer Nibes försäljning i år backa marginellt jmftr med 2023 innan den åter tar fart. Rörelsemarginalen kommer också ner men det är från rekordnivåer. Nibe har tidigare varit högt värderat och förväntningarna har varit enorma. Idag är situationen betydligt mer balanserad och värderingen har kommit ned.

Makro

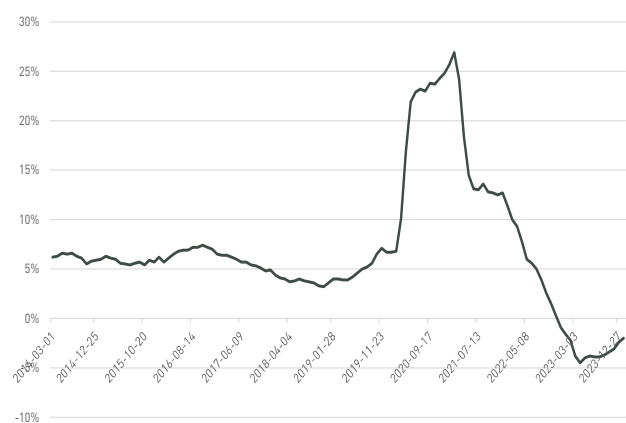
Den ekonomiska inramningen har inte förändrats nämnvärt sedan i höstas. Arbetslösheten i såväl USA som EU är fortfarande på rekordlåga nivåer. Inköpschefsindex för tillverkande företag har stärkts. Byggindustrin som kämpat mot stigande räntor börjar ana en ljusning då räntesänkningar står för dörren. Ledande indikatorer

har vänt upp och Bloomberg Financial conditions index för USA antyder ett bättre klimat än innan FED ens började höja. Det är således lätt att måla en bild över en ekonomi som just nu befinner sig i en inbromsning men snart kommer ta fart igen. Ändå finns en hel del obesvarade frågor. Den mest uppenbara är hur allting kan verka tämligen opåverkat trots att räntan stigit från 0% till 4-5% på kortast tid någonsin. Mer eller mindre alla löntagare har fått en reallönesänkning med 10-20% men effekten på ekonomin verkar begränsad. Hur är det möjligt?

En orsak som fördröjt effekten av räntehöjningar i USA är de massiva stimulanser vi hade och fortfarande har. USA har ett budgetunderskott på 6,4% av BNP. Det är en nivå vi aldrig sett utanför rejäla kriser. Bara andra världskriget, finanskrisen och covid-pandemin trumfar det. I en tid då centralbanken försöker dämpa ekonomin har finanspolitiken tagit över och stimulerar så till den milda grad att financial conditions är lösare nu än innan räntehöjningarna. Det är en orsak till att effekten av räntehöjningarna inte syns än.

Det narrativet som idag dominerar, dvs att ekonomin snarast står inför en acceleration, beror sannolikt på fixeringen vid förändringstal och inte absoluta nivåer. Ett exempel är penningmängden, M2, i USA. Efter massiva stimulanser började tillväxten i penningmängden avta och i slutet av 2022 var tillväxten negativ. Inte sedan perioden 1931-33 har M2 visat negativa tillväxttal och många förutspådde en kraftig inbromsning i ekonomin. Faktum är att varje gång tillväxten i M2 varit -2% eller lägre har en kraftig lågkonjunktur med dubbelsiffrig arbetslöshet följt. Det är i alla fall det historiska utfallet de senaste 154 åren.

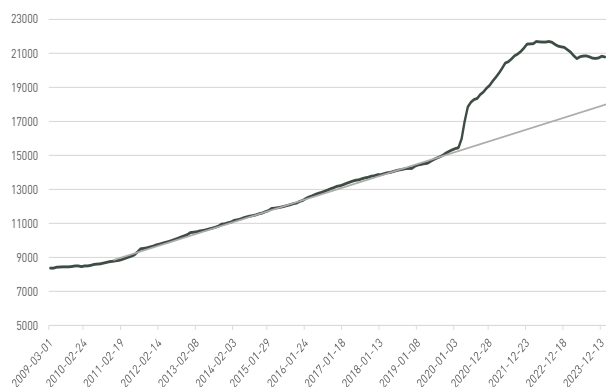
Penningmängd, M2 y/y



Källa: Bloomberg

Men det har inte skett. Anledningen är troligtvis att den absoluta nivån vi kommer ifrån är så hög att några negativa månader inte spelar någon roll. Vi befinner fortfarande långt över trendmässig tillväxt.

Penningmängd, M2



Källa: Bloomberg

Men den amerikanska ekonomin är konsumtionsdriven och därmed beroende av hur arbetsmarknaden utvecklas. Och arbetsmarknaden har utvecklats starkt. Efter pandemin har arbetslösheten pressats till rekordlåga nivåer och ekonomins förmåga att skapa nya jobb har överraskat. Så långt allt väl men frågan är om vi nu börjar se tecken på en svalare arbetsmarknad. Average workweek har sjunkit till nivåer marginellt lägre än innan pandemin. Att först minska arbetstiden innan man drar ner på personal är ett vanligt mönster som kan tyda på att sämre tider är i antågande.

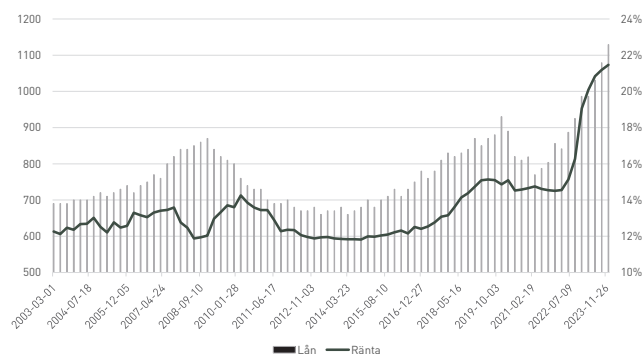
Genomsnittlig arbetsvecka



Källa: Bloomberg

Ett annat tecken är the Sahm rule. The Sahm rule (efter ekonomen Claudia Sahm vid Federal Reserve) säger att om arbetslösheten, mätt som ett tremånaders genomsnitt, stiger 0,5% eller mer jämfört med sin lägsta nivå de senaste 12 månaderna så är vi i början av en lågkonjunktur. Vi är inte där än men det räcker med en uppgång på 0,2% för att vara där. Som sagt inga övertygande bevis men ändå två små pusselbitar som tyder på en avmattning. Frågan är om konsumenten klarar en försämrad arbetsmarknad.

Kreditkortsränta och skuld



Källa: Federal Reserve Bank of New York

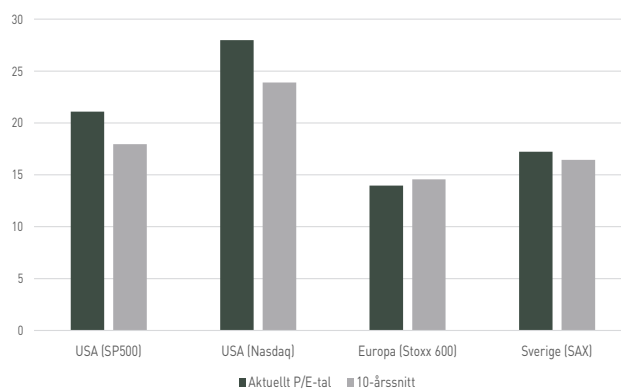
Trots tidigare stimulanser och en obefintlig arbetslöshet har kreditkortsulderna fortsatt öka i en snabb takt. På tre år har dom ökat närmare 38% samtidigt som räntan stigit markant. Det innebär att räntekostnaderna dubblats på tre år. Vid något tillfälle kommer detta givetvis att påverka konsumtionen negativt. Speciellt om arbetsmarknaden försämras.

De amerikanska hushållens vilja att konsumera står i stark kontrast mot Europa. Här är det inte ovanligt med ett sparande överstigande 10% av disponibel inkomst. I Tyskland sparar man just nu 11,4% vilket är nära rekordnivåer bortsett från pandemin. Man får gå tillbaka till tidigt 90-tal för att hitta något liknande. Som jämförelse kan nämnas att USA:s sparkvot ligger på 3,8%. Med största sannolikhet spelar kriget i Ukraina en stor roll i att de europeiska hushållen sparar så mycket. Energikrisen som drabbade Europa gick inte omärkt förbi och man vill vara förberedd om det händer igen. Det här tynger givetvis Europa idag, som skulle vinna på att hushållen spenderade lite mer, men visar också på den potential som finns den dag kriget tar slut.

Aktiemarknaden

Den stora skillnaden mellan USA och Europas sparande går igen i aktiemarknaden. Medan USA-börserna värderas på toppnivåer ligger Europa långt efter.

Aktiemarknader P/E-tal

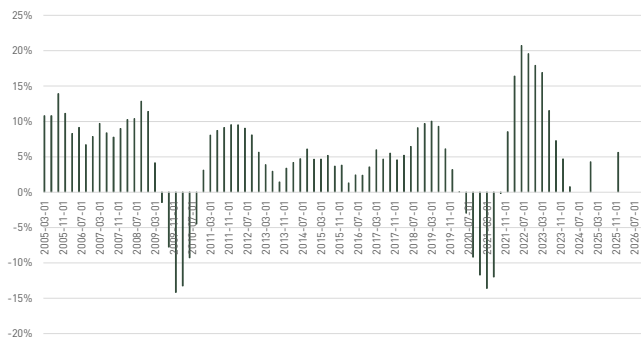


Källa: Bloomberg

Den vanliga förklaringen är att de amerikanska teknikbolagens storlek och dominans drar upp värdering. Europa har visserligen bolag som Novo Nordisk och ASML men saknar bredden. Den svenska börsen värderas relativt neutralt givet sin historik. Men det är fel att tro att enbart teknikbolagen drar upp börsvärderingarna. Även många verkstadsbolag handlas rekordhög. I USA handlas industrisektorn i S&P 500 till P/E 21,3. Det är 17% över 10-årsnittet. För övrigt ett väldigt generöst snitt då pandemiåren ingick. Samma sak syns i Sverige. Verkstadssektorn på Stockholmsbörsen handlas till P/E 20,4 vilket är 15% högre än 10-årsnittet.

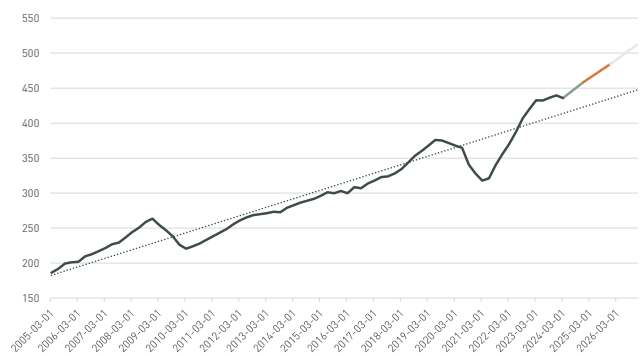
Höga P/E-tal behöver inte vara något oroväckande. Men i det här fallet baseras dom även på höga vinstprognoser och precis som vid makrostatistiken kan den årliga förändringen verka rimlig men dölja en absolutnivå som ser ouppnåelig ut. I diagrammet nedan syns förändringen i de amerikanska industribolagens vinster y/y. Ser man bara det första diagrammet kan allt verka rimligt men tittar på den absoluta vinstnivån (andra diagrammet) ser man snabbt att vi ligger högt över trend.

S&P 500 y/y vinster



Källa: Bloomberg

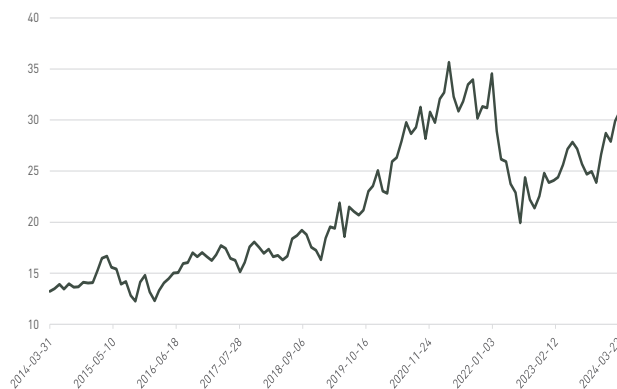
S&P 500 vinster



Källa: Bloomberg

Även i Sverige värderas verkstadssektorn högt. Atlas Copco handlas till P/E 31. Valförtjänt förvisso men det är 45% högre än 10-årsnittet. Frågan är om Atlas framtidsutsikter verkligen är så pass mycket bättre än tidigare. Dessutom till en räntenivå som idag är betydligt högre än tidigare.

Atlas Copco P/E-tal



Källa: Bloomberg

Det är inte bara Atlas som handlas högt. Vi har alla hört talas om de sju teknikbolagen som går under titeln magnificent 7. Idag är det bara 5 bolag kvar då Tesla och Apple ligger på minus sedan årsskiftet. Att framgångsrika bolag blir dyra är inget nytt. Att polariseringen tenderar att öka för varje år är nytt. Dyra bolag blir dyrare medans billiga bolag förblir billiga. Framväxten av passiva investeringar i form av indexfonder och ETFer är orsaken till detta. I januari rapporterade Morningstar att det nu finns mer pengar i passivt förvaldade fonder och ETFer i USA än det finns i aktivt förvaldade aktiefonder. För 10 år sedan var andelen passivt förvaldade fonder 25%. Med andra ord har passiva strategier tagit en övervägande majoritet av inflödet de senaste 10 åren. Många verkar tro att det inte spelar någon roll och vi hör dagligen experter som rekommenderar indexfonder. Det kanske största problemet är att det sätter marknadskrafterna ur funktion. Aktiemarknadens funktion är att kanalisera kapital till företagen. Den kapitalallokeringsfunktionen försvinner helt utan analys. Dessutom försvinner det som kallas price discovery, dvs att priset säger någonting om tillgången eller marknaden. I en värld av passiva investeringar finns inget som helst information i priset. Att titta på gamla värderingsmultiplar, som vi bland annat gör i denna rapport, blir meningslöst eftersom priset inte innehåller någon analys. Man förvandlar aktiemarknaden till en lagging indicator istället för en leading indicator. Något jag till viss del tror redan har hänt.

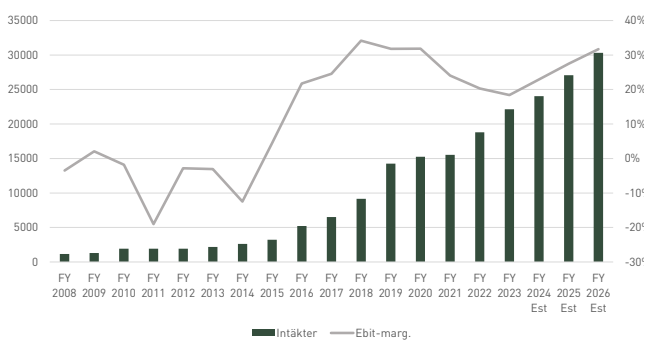
Det är i den här kontexten man kan höra åsikter som ”värderingen spelar ingen roll” vilket naturligtvis är nonsens. Värderingen är det enda som verkligen spelar roll. En aktie är inget annat än ett anspråk på framtida kassaflöden. Och om du betalar ett högt eller lågt pris kommer inte förändra de framtida kassaflödena. Det kommer dock att förändra din framtida avkastning högst betydligt.

Med stigande räntor kommer värdering få en större betydelse än tidigare. Det gäller inte bara hur vi väljer aktier utan även hur vi väljer tillgångsslag. Idag ger räntemarknaden en konkurrenskraftig avkastning till betydligt lägre risk. Det kommer att få konsekvenser för aktiemarknaden. Värderingen kommer sannolikt ner och vi måste försöka undvika det största fallgroparna. För i en värld av passiva investeringar kan fallet bli stort.

Sobi

Sobi, eller Swedish Orphan Biovitrum, är ett svenskt läkemedelsbolag som fokuserar på behandlingar för sällsynta sjukdomar. Sobi grundades 1986 och har sitt huvudkontor i Stockholm. Idag har mer än 7 000 sällsynta sjukdomar identifierats och 350 miljoner människor har drabbats. I Europa definieras en sällsynt sjukdom som något som drabbar färre än 5 personer av 10 000. I USA är definitionen helt enkelt något som drabbar färre än 200 000 personer. Sobi bedriver ingen egen grundforskning utan köper eller samarbetar med andra bolag där tillgången redan finns alternativt befinner sig i sen klinisk fas. Förenklat ska preparatet redan visat sig fungera innan Sobi engagerar sig. Man kan visserligen finansiera studier men det görs i så fall för att bredda användningsområdet. De mest kända preparaten är kanske Elocta mot blödar-sjuka och Synagis och Beyfortus för RSV-virus. Sobi står inför en period med god tillväxt där flera nya preparat ska lyfta försäljningen.

Sobi, försäljning & EBIT-marginal



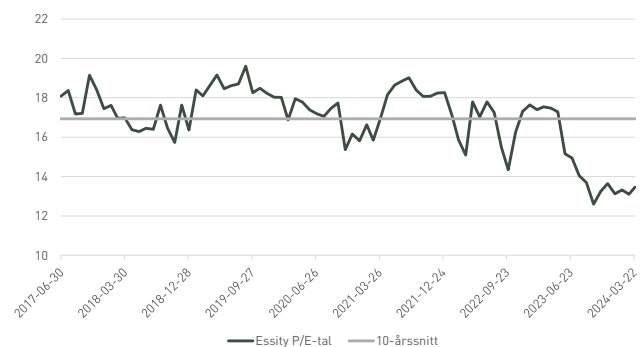
Källa: Bloomberg, Afry

Då konjunkturen är svårbedömd kan Sobi vara ett attraktivt alternativ som är oberoende av det allmänna ekonomiska läget. Volatiliteten kan dock vara betydande när man lanserar nya läkemedel och det är svårt att veta hur snabbt det går. Tillväxten de närmaste åren ser dock imponerande ut.

Essity

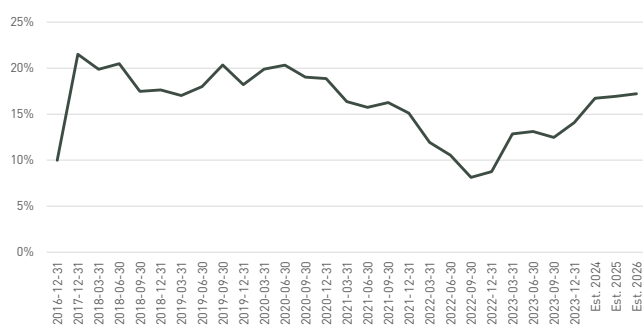
Essity är ett globalt hygien- och hälsobolag. De flesta känner sannolikt till varumärken som Libero, Libresse, Tena och Tork. Utöver de vanliga produkterna vi stöter på som konsument finns även avancerade sårvårdsprodukter som riktar sig till sjukvården. Sedan avknoppningen från SCA 2017 har aktien haft en medioker utveckling. Essity handlas marginellt över kursen från den första dagen på börsen 2017 trots att bolaget idag (2023) omsätter 147 md SEK jämfört med 109 md SEK 2017. Essity är som tillverkare av mjukpapper beroende av massapriset vilket kan variera kraftigt. Mot sina egna kunder tar det dock längre tid att ändra priserna vilket gör att det ser ut som Essity ofta kommer snett. Man är även beroende av energipriserna som steg kraftigt under Ukraina-krigets första år. Värderingen har fallit och det har även avkastning på eget kapital.

Essity P/E-tal vs. 10-årsnitt



Källa: Bloomberg, Afry

Essity, avkastning på eget kapital



Källa: Bloomberg, Afry

Nu har situationen förändrats. Essity har sålt sitt innehav i kinesiska Vinda för ca 19 md SEK. Det betyder två saker. Dels kommer nettoskulden att sjunka från 55 md SEK till mer beskedliga 30 md. Det är ca 1,2x EBITDA vilket är lågt för bolag som Essity. Samtidigt halverar man sin exponering mot massapriset vilket torde innebära lägre volatilitet i resultatet. Ett resultat som är lättare att förutspå borde medföra en högre värdering. Skulle börsen rusa kommer sannolikt inte defensiva bolag som Essity följa med men blir det lite stökigt kommer Essity att klara sig bättre.

Slutligen

Ekonomer har de senaste året debatterat huruvida vi står inför en mjuklandning, kraschlandning eller no landing. Oavsett vad som händer antyder ordet landning att vi befinner oss nära marken. Det känns inte som vi är i närheten av marken. I alla fall inte om vi försöker tyda de signaler börsen ger oss. Mängder av bolag sätter nya all time high och börsen dundrar på. Men riskviljan är selektiv. Bitcoin kan rusa samtidigt som förhoppningsbolag rasar. Uppgången har smalnats av och bredden blir allt sämre. Magnificent 7 har blivit Fab 5. Att börsuppgångar saknar bredd och koncentreras till ett fåtal bolag brukar vara en toppsignal. Men att entydigt hävda att vi står inför en börsnedgång är svårt då ekonomin fortfarande befinner sig i otakt efter pandemin. Ett flertal sektorer har redan tappat mycket men nedgången försvinner när man bara ser till index. En sektor som inte haft mycket nedgång är den cykliska verkstadssektorn. Här hittar vi en del högt värderade bolag som handlas som om det aldrig mer blir lågkonjunktur. Som beskrivits finns dock en del frågetecken vad gäller konjunkturen i framför allt USA. Här kan en inbromsning stå för dörren och i kombination med höga estimat känns risken i verkstadsbolagen hög.

Av den anledningen har vi nämnt två bolag som inte är beroende av konjunkturen. Stämmer vår tes om en inbromsning i USA kommer cykliska aktier att tappa fart och det kan bli ett köptillfälle. Tills dess väljer vi stabilare alternativ. Tillväxten i passiva strategier är oroväckande och kräver aktivitet. Även en mjuklandning behöver en pilot.

*Den här strategirapporten publicerades den 5 april 2024
Bryttid för beräkningar och prognoser är per den 21 mars 2024.*



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 >](#)