

# Amplias månatliga investerarbrev

## Margin Call

Människan har en fenomenal kapacitet att anpassa sig till nya omständigheter. Om energipriset rusar justerar man sin förbrukning och skär ned på övrig konsumtion för att balansera budgeten. När marknaden successivt drabbas av allt negativare nyheter sjunker den tills väntevärdet på fler negativa nyheter motsvarar realisationen. Precis som i filmen Margin Call, där algoritmer inte bryr sig om varför världen förändras – bara att den gör det – reagerar vi rationellt inom ramen för det möjliga, tills jämvikt återupptår.

## Performance: Räntemigration

Aktiemarknaderna i USA sjönk -9,5% under mars medan de europeiska kusinerna klarade sig med nedgångar på 1-5%. Marknader som är mera beroende av internationell handel (som t ex de nordiska aktiemarknaderna) sjönk en aning mera.

| 31.03.2025        |        |  | Avkastning från månadens början(eur) | Avkastning från årets början(eur) | Avkastning 12 m (eur) |
|-------------------|--------|--|--------------------------------------|-----------------------------------|-----------------------|
| Aktier            | Valuta |  |                                      |                                   |                       |
| Världen           | USD    |  | -8,3 %                               | -6,0 %                            | 2,5 %                 |
| Tillväxtmarknader | USD    |  | -3,5 %                               | -1,5 %                            | 3,5 %                 |
| USA               | USD    |  | -9,5 %                               | -8,5 %                            | 3,2 %                 |
| Europa            | EUR    |  | -3,8 %                               | 5,8 %                             | 6,9 %                 |
| Storbritannien    | GBP    |  | -3,5 %                               | 4,9 %                             | 10,6 %                |
| Japan             | JPY    |  | -7,0 %                               | -9,8 %                            | -10,1 %               |
| Syd Korea         | KRW    |  | -4,8 %                               | 1,4 %                             | -13,2 %               |
| Kina              | USD    |  | -6,1 %                               | -4,6 %                            | 8,5 %                 |
| Finland           | EUR    |  | -5,2 %                               | 4,4 %                             | 2,6 %                 |
| Sverige           | SEK    |  | -6,4 %                               | 6,0 %                             | 4,5 %                 |

|                                  |        |  | Avkastning från månadens början(eur) | Avkastning från årets början(eur) | Avkastning 12 m (eur) |
|----------------------------------|--------|--|--------------------------------------|-----------------------------------|-----------------------|
| Obligationer                     | Valuta |  |                                      |                                   |                       |
| EU statsobligationer             | EUR    |  | -1,7 %                               | -1,2 %                            | 1,4 %                 |
| USA statsobligationer            | USD    |  | -3,9 %                               | -1,5 %                            | 0,0 %                 |
| Europe IG                        | EUR    |  | -1,1 %                               | 0,0 %                             | 3,7 %                 |
| US IG                            | EUR    |  | -0,6 %                               | 2,1 %                             | 2,6 %                 |
| EU HY                            | EUR    |  | -1,0 %                               | 0,6 %                             | 7,2 %                 |
| US HY                            | EUR    |  | -1,1 %                               | 0,7 %                             | 6,0 %                 |
| Tillväxtekonominer, hård valuta  | EUR    |  | -0,5 %                               | 2,0 %                             | 5,6 %                 |
| Tillväxtekonominer, lokal valuta | EUR    |  | -0,2 %                               | 0,4 %                             | 6,5 %                 |

Källa: Amplia, Bloomberg

Räntemarknaderna fick också sig en törn då den tyska 10-åriga räntan steg med över 40 räntepunkter på två dagar, vilket var den största rörelsen på över 30 år. Även de amerikanska räntorna steg då marknaden småningom började prisa in färre räntesänkningar som en följd av de högre inflationsförväntningarna.

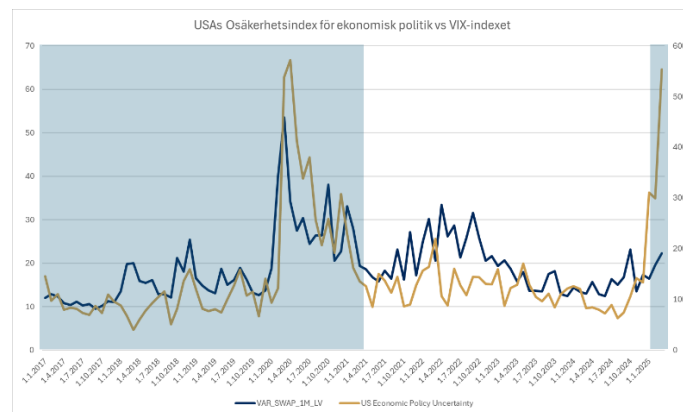
## Makro: Ekonomisk osäkerhet

Inköpschefsindexet i USA steg i mars, samtidigt som inflationen visade sig vara svalare än beräknat, vilket gav en stark signal om den amerikanska ekonomin. Samtidigt riskerar tarifferna generellt och den ekonomiska osäkerheten i synnerhet att öka inflationstrycket så väl som att åderlata tillväxten. Detta sätter den amerikanska centralbanken i en knepig situation; det duala mandatet kräver att FED höjer räntan om inflationen stiger, men kräver samtidigt en lägre ränta då tillväxten avtar. Detta gör att ränteutvecklingen i USA kommer att vara mycket databeroende framgent och till att FED inte kommer att kunna ge explicita projektioner för framtiden, vilket i sig gör osäkerheten högre, vilket påverkar marknadsriskpremiet.

I Europa var den största nyheten i mars att Tyskland väljer att frångå sin historiskt strikta budgetunderskottspolitik och öppnar för

infrastrukturinvesteringar på 500 mrd och lika mycket till för försvarsinvesteringar under det kommande decenniet, vilket motsvarar 0,25% av BNP för hela eurozonen varje år. Detta meddelande skapade en ny basnivå för räntekurvan i EUR genom att vara samtidigt både inflatoriskt och tillväxtskapande.

Den ekonomiska osäkerheten är för stunden marknadens värsta fiende från makrohåll. Ekonomisk osäkerhet leder till att aktörer inom ekonomin skjuter fram investeringsbeslut eller kräver högre avkastning på investerat kapital. Detta leder i sin tur till lägre tillväxt, vilket i kombination med tarifferna skapar en giftig blandning för både ekonomin och marknaderna.



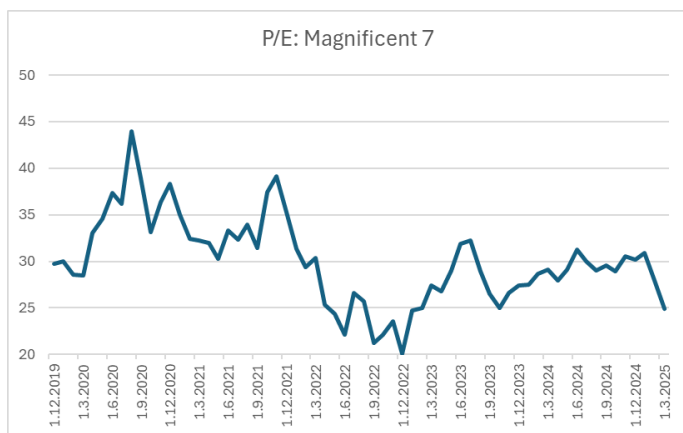
Källa: Amplia, Bloomberg

Indexet för ekonomisk osäkerhet har typiskt varit högt då Trump varit vid makten. Högre osäkerhetsindex leder vanligtvis till högre implicit volatilitet, vilket i sin tur typiskt leder till marknadsnedgång.

## Värdering: Lägre multiplar

Resultattillväxtförväntningarna i USA har stigit en aning, vilket tillsammans med nedgången gjort värderingsnivån mera attraktiv. Osäkerheten kring tarifferna och den amerikanska administrationens målsättning överlag gör emellertid att aktierna på andra sidan Atlanten fortfarande inte ser speciellt billiga ut. De europeiska aktierna, som vid årsskiftet var betydligt billigare än kusinerna i USA, har korrigerat differensen, vilket gör dem mera neutralt värderade relativt sett.

Den stora frågan är huruvida nedgången i Magnificent 7 aktierna redan gjort dessa attraktiva. Det är givetvis en utmaning att estimerar hur stor vinsttillväxten kommer att vara i förhållande till konsensus, men om vi förlitar oss på att analytikerna inte har helt fel för estimatet för de kommande 12 månaderna ser det inte så dyrt ut, med ett P/E på ca. 25.



Källa: Amplia, Bloomberg

## Sentiment: I centrum av kaos

Försämringen av sentimentet som började redan i februari fortsatte i mars i form av en stadigt nedgående trend. Efter den 14.3. verkade sentimentet ha svängt då S&P500 indexet under åtta dagar steg med nästan 5%. Denna förändring i sentimentet är till sin natur antagligen mycket snarlik den förändring vi kommer att se vid marknadsbotten, marknaderna visade nämligen en tydlig ambivalens för nyheter om kaos som administrationen i USA åstadkom, vilket tyder på resiliens.

När kaoset blivit det nya normala kommer det inte mera att påverka marknaden. Det uppstår en form av kaosinflation. Här måste man skilja på den marknadsreaktion som uppstår av själva kaoset och den som är en följd av kaosets verkningar. Förnuvarande håller marknaden på att prissätta in verkningarna av arbiträra tariffer, geopolitiska omgrupperingar och utrikespolitisk vulgaritet. När dammet lagt sig och detta prissatts in kommer marknaden att ha blivit immun och kan småningom börja stiga igen.

## Tillgångsallokering: Strategiska justeringar som svar på tillkännagivanden om tullavgifter

Vi halverade undervikten gentemot vår semistategiska övervikt i mitten av mars. Genom att allokera till hälsosektorn ökade vi aktievikten utan att nämnvärt öka den totala volatiliteten eller marknadsbeta. Det var möjligt tack vare den förhållandevis låga korrelationen mellan hälsosektorn och de övriga aktiemarknaderna. Allokeringen till USA ökade även markant, men även vad gäller denna exponering landar den i hälsosektorn, vilket gör positionen mindre exponerad gentemot utrikespolitik och snarare en av vinnarna då regulationen förmodligtvis lättas.

I det långa loppet står aktieindexen alltid på sin egen högsta nivå. Detta betyder att varje – väl avvägd – undervikt i aktier måste ha ett planerat slut. Om man lägger sig i undervikt och väntar på att det skall kännas rätt att köpa in sig igen, kommer man att sitta på perrongen när tåget går. För att vara färdig att lägga i en högre växel måste man identifiera hur omgivningen kommer att se ut vid marknadsbotten. Vi estimerade i början av året att (den amerikanska) marknaden kunde sjunka upp till 20% som en följd av handelskriget. Ett av våra ramvillkor för att återgå till aktieövervikt är därför att marknaden sjunkit tillräckligt mycket. Ett annat är om marknadsdynamiken förändras i linje med diskussionen om kaosinflation och vi ser marknaden stiga oberoende mera cirkus från det Ovala rummet. Som John Tuld säger i Margin Call: 'There are three ways to make a living in this business: be first, be smarter, or cheat.'

Vi strävar efter att vara tillräckligt förberedda för att ibland hinna före – och alltid förstå vad vi gör.

Den 1 april 2025

Med vänlig hälsning,