

Amplias månatliga investerarbrev

Operett

När man åtnjuter en invecklad operettpjäs märker man inte alltid hur många vändningar intrigen har och hur osannolikt utfallet vore om man ser på det utifrån. Majmånads långdans kring USA:s handelskrig påminner mycket om en operett. Librettot börjar i och för sig kännas långgrandigt och huvudpersonens sång är falsk, men det hade varit utmanande att hitta på något lika fantasifullt som skådespelet vi bevittnat i maj.

Johann Strauss d.y. skrev operetten Wiener Blut, som började lätt och dansant, som ouvertüren till det amerikanska valet och väntan på Trumps presidentskap. Operetten övergår emellertid till kaos och förvecklingar, som lämnar en att längta efter det glada introet.

Performance: Stringendo

Aktiemarknaderna avkastade positivt i maj. Efter beskedet om diskussionsresultat mellan USA och Kina steg marknaderna globalt och tittade aldrig mera tillbaka. Trots de goda nyheterna var Kinas marknadsutveckling en besvikelse, även om även den var positiv.

30.05.2025		Avkastning från månadens början(eur)	Avkastning från årets början(eur)	Avkastning 12 m (eur)
Aktier	Valuta			
Världen	USD	5,7 %	-4,2 %	4,5 %
Tillväxtmarknader	USD	4,1 %	-0,8 %	2,3 %
USA	USD	6,1 %	-7,9 %	4,0 %
Europa	EUR	4,8 %	10,1 %	9,1 %
Storbritannien	GBP	4,7 %	7,4 %	8,6 %
Japan	JPY	4,4 %	-4,5 %	0,9 %
Sydkorea	KRW	9,6 %	11,7 %	-0,2 %
Kina	USD	2,9 %	-9,1 %	1,2 %
Finland	EUR	5,2 %	9,6 %	2,3 %
Sverige	SEK	3,1 %	5,8 %	1,3 %

		Avkastning från månadens början(eur)	Avkastning från årets början(eur)	Avkastning 12 m (eur)
Obligationer	Valuta			
EU statsobligationer	EUR	0,1 %	0,8 %	5,1 %
USA statsobligationer	USD	-1,2 %	-6,5 %	-3,8 %
Europe IG	EUR	0,4 %	1,4 %	6,1 %
US IG	EUR	-0,2 %	1,7 %	4,1 %
EU HY	EUR	1,4 %	2,3 %	8,0 %
US HY	EUR	1,5 %	2,0 %	7,7 %
Tillväxtekonominer, hård valuta	EUR	0,5 %	2,3 %	6,3 %
Tillväxtekonominer, lokal valuta	EUR	-0,1 %	1,6 %	7,5 %

Källa: Amplia, Bloomberg

Räntemarknaderna avkastade positivt i snitt, med undantag av i USA, där diskussionerna kring "the big, beautiful bill" (ett mycket expansivt stimulanspaket) gav upphov till spekulationer om hur trovärdiga de amerikanska statskuldebrevet egentligen är.

Makro: Pavane

USA lade nya tariffen på vissa kinesiska varor den 7. maj för att sätta ytterligare press på landet. EU blev tvunget att svara på dumpningstrycket från Kina och skickade inspektörer för att åstadkomma en kompromisslösning med Kina.

USA ökade senare pressen mot Mexiko och Vietnam för att förhindra kinesisk sekundärexport via låglöneländer. I slutet av månaden hotade USA att höja tarifferna mot EU till 50% från och med början av juni p.g.a. att förhandlingarna kört fast, bara för att backa några dagar senare och skjuta upp repressalierna till juli.

Marknaden fick ytterligare krydda i soppan då en federal domstol i slutet av månaden dömde emot "liberation day" tullarna, vilket i sig antagligen snarare bromsar än stoppar tullarna ifråga.

Kongressen har även – en smula under radarn – godkänt en förordning om att USA kommer att kunna utmäta extra skatter på utländska företag med tillverkning i USA om företagets hemland anses missgynna amerikanska bolag i sin egen beskattning.

All kaos och oreda leder oundvikligen till att investeringsklimatet på andra sidan Atlanten blir alltmer oförutsägbart och riskfyllt, vilket leder till minskad investeringsiver och lägre ekonomisk aktivitet. Under tiden fram till den 9 juli (som är deadline för förlängningen av "liberation day") kommer det att publiceras alltmer "hård data" från den amerikanska ekonomin. Beroende på denna data kommer vi att kunna sluta oss till den verkliga inverkan av Trumps spektakel, men i skenet av de makrotal som publicerats hittills verkar den amerikanska ekonomin vara mycket resilient. Vårt grundantagande är därför att den amerikanska ekonomin, i avsaknad av tydliga recessiva signaler, kommer att knagga sig framåt utan djupare sår.

Utan recession i USA kommer Europa att klara sig förhållandevis bra, tack vare ökad stimulans från statligt håll. Den europeiska tillväxten är starkast i Italien och Spanien, som fortfarande glider vidare av småskjutsen från stödpaketet under coronaepidemin. Exporten till USA sinkas av både tullar och en starkare euro.

Värdering: Saltarelle

Aktiemarknaderna har ångat på sedan marknadsbotten i början av april och har för närvarande tagit sig tillbaka till det relativt dyra området som de var på innan handelskrigskrisen. De europeiska aktierna är fortfarande relativt sett mycket billigare än de amerikanska, även om det skett en ca 10% relativ (valutakurskorrigerad) korrigering mellan områdena.

Aktier inom försvarsindustrin (t.ex. Rheinmetall och Saab) har stigit betydligt sedan årets början, som en följd av förväntade öknings i försvarsanslagen i Europa. Den springande punkten för Europas del är kriget i Ukraina. Om det skulle uppstå en lösning som leder till fred skulle aktierna inom försvarsindustrin potentiellt backa betydligt, samtidigt som företag med exponering mot återuppbyggnaden av Ukraina skulle få fart uppåt. Med så många osäkerhetsmoment visavi värderingen inom Europa är det befogat att diversifiera genom att "satsa på alla hästar". En position i Europa, baserat på värdering, med två "vingar" i form av både försvarsindustri och återuppbyggnadsbolag ger en bred och sund exponering.

Sentiment: Rondo

Marknaden har småningom blivit alltmer motståndskraftig mot kaosgeneratorn i det Vita huset. Efter meddelandet den 23.5. om 50%:s tullar mot Europa backade S&P500 och Eurostoxx 50 bara ca 2%, innan de resolut svängde uppåt, för att sluta dagen bara en dryg procent på minus. Under veckoslutet som följde backade Trump sitt ultimatum, vilket ledde till ett mediokert lättnadsrally.

Marknaden har assimilerats med tanken på TACO ("Trump Always Chickens Out") och skrikandet och härjandet från Vita huset skapar allt mindre vågor på vattenytan. Sentimentet blir därför allt starkare till tonerna av starka makrotal, inte på grund av Trump, utan trots Trump, men på grund av TACO.

Det starka sentimentet är samtidigt en signal om sårbarhet. En stor del av de starka makrotalen som marknaden firat är bakåttittande.

Med VIX indexet på knappa 19 och den europeiska kusinen V2X på samma nivå, finns det stort utrymme för potentiella stormar att förstöra sentimentet och åstadkomma marknadskorrigeringar på 3 – 5%. Man kan alltså säga att marknadssentimentet är normalt (VIX är typiskt mellan 15 och 20), men att makrosituationen är så dimmig, att ett högre risktal vore befogat. Därför ser vi riskerna som högre än normalt idag. Marginellt högre risker är emellertid inte en orsak att inte vara investerad i aktier. Risktagning är det man får ersättning för i det långa loppet.

Tillgångsallokering: Attacca col gesto

Portföljerna står i en lätt övervikt i aktier gentemot neutral allokering. Över tid kommer man att förtjäna mera pengar ju mera aktievikt man har och vi bedömer inte situationen så riskfylld nu, att vi inte skulle sitta i ”strategisk övervikt i aktier”. Vi har emellertid utarbetat en mängd scenarier som, vid indikation på uppfyllelse, skulle medföra resolut handling mot en mera defensiv position.

Vår allokering är också till sin natur rätt defensiv, med starka inslag av hälsovård och den räntekänsliga fastighetssektorn. Vi tycker om europeiska aktier (med vingar) och håller också gärna mycket risk i europeiska kreditpapper.

Som alltid, försöker vi beskriva potentiella förändringar i marknaden så pietetsfullt som möjligt för att vara redo att minska aktievikten vid behov. Genom att ha en rigorös riskhantering kan vi ligga strategisk övervikt i aktier och förlita oss på att tiden gör sitt för portföljernas bästa. Portföljerna kommer oundvikligen ibland att genomgå perioder då deras värde sjunker som en följd av abrupta eller oförutsedda scenarioutfall, förbisedda scenarier eller s.k. svarta svanar, men om vi filar bort de vassaste kanterna blir slutresultatet i det stora hela gott. Wiener Blut slutar i ett poco a poco stringendo e crescendo, maestoso al fine – snabbare, högre och majestätiskt till slut.

Den 1 juni 2025

Med vänlig hälsning,

Mikael Simonsen

P.S.

Stringendo: snabbare

Pavane: högtidlig öppning, dans

Saltarelle: snabb, lekfull kontrast, dans

Rondo: som avslutning —virtuos och formmässigt elegant

Attacca col gesto: plötsligt, efter givet tecken