

Amplias månatliga investerarbrev

amplia

Lågtryck

Vädret i Norden har varit kallt och blåsig i juni. Jämfört med tidigare års ändlösa högtryck med tropisk värme känns det som om man landat i ett alternativt universum. Man frågar sig själv, är vi i en temperaturmässigt kortsiktig (taktisk) svacka, med förväntningsvis påföljande varmt väder, eller är vi mitt i ett kallt år, som efteråt kommer att studeras som en anomali av klimatvetarna? Är man naiv om man förlitar sig på att varje år i snitt är ungefär lika varmt och att en längre kall period därför måste övergå i värme så småningom?

På aktiemarknaderna har vi i år, speciellt ur en dollarinvesterares synvinkel, kunnat se en fascinerande trend mot högtryck. Oberoende hur mycket oväder som försökt tränga sig in, i form av geopolitisk obalans och en kaossuktande administration i det Vita huset, verkar alla stigar leda tillbaka mot högtryck. Idag är aktiemarknaden het igen. Nästan så het att man inte kan gå på den.

Performance: Högtryck

Aktiemarknaderna utvecklades negativt i Europa, men positivt i övriga världen under maj. De största drivkrafterna var den försvagade dollarn och konflikten i Mellanöstern.

| 30.06.2025        |        | Avkastning från månadens början(eur) |                        |                       | Avkastning 12 m (eur) |
|-------------------|--------|--------------------------------------|------------------------|-----------------------|-----------------------|
| Aktier            | Valuta | från månadens början(eur)            | från årets början(eur) | Avkastning 12 m (eur) |                       |
| Världen           | USD    | 0,4 %                                | -3,8 %                 | 2,1 %                 |                       |
| Tillväxtmarknader | USD    | 2,1 %                                | 1,3 %                  | 1,3 %                 |                       |
| USA               | USD    | 1,1 %                                | -6,9 %                 | 0,8 %                 |                       |
| Europa            | EUR    | -1,2 %                               | 8,8 %                  | 8,7 %                 |                       |
| Storbritannien    | GBP    | -1,7 %                               | 5,6 %                  | 7,3 %                 |                       |
| Japan             | JPY    | 2,8 %                                | -1,9 %                 | -0,4 %                |                       |
| Sydkorea          | KRW    | 13,7 %                               | 27,0 %                 | 5,8 %                 |                       |
| Kina              | USD    | -0,3 %                               | -9,4 %                 | 4,3 %                 |                       |
| Finland           | EUR    | 1,1 %                                | 10,8 %                 | 6,4 %                 |                       |
| Sverige           | SEK    | -2,5 %                               | 3,2 %                  | -0,2 %                |                       |

|                                 |        | Avkastning från månadens början(eur) |                        |                       | Avkastning 12 m (eur) |
|---------------------------------|--------|--------------------------------------|------------------------|-----------------------|-----------------------|
| Obligationer                    | Valuta | från månadens början(eur)            | från årets början(eur) | Avkastning 12 m (eur) |                       |
| EU statsobligationer            | EUR    | -0,2 %                               | 0,6 %                  | 4,5 %                 |                       |
| USA statsobligationer           | USD    | -2,5 %                               | -8,8 %                 | -7,5 %                |                       |
| Europe IG                       | EUR    | 0,4 %                                | 1,9 %                  | 5,7 %                 |                       |
| US IG                           | EUR    | 1,9 %                                | 3,6 %                  | 4,9 %                 |                       |
| EU HY                           | EUR    | 0,4 %                                | 2,7 %                  | 8,1 %                 |                       |
| US HY                           | EUR    | 1,6 %                                | 3,6 %                  | 8,3 %                 |                       |
| Tillväxtekonomier, hård valuta  | EUR    | 1,7 %                                | 4,0 %                  | 7,4 %                 |                       |
| Tillväxtekonomier, lokal valuta | EUR    | 0,5 %                                | 2,2 %                  | 6,8 %                 |                       |

Källa: Amplia, Bloomberg

Obligationsavkastningen var också blandad, med positiva avkastningar från minskade kreditspreadar, men negativa bidrag från eur/usd.

Makro: Stormvarning

Den fragila geopolitiska jämvikten i mellanöstern fick sig en törn då Israel den 13. juni anföll Iran. Allting pekade mot en eskalering av situationen, men det fanns många frågetecken kring hur väl förberedda Iran och dess allierade var att slå tillbaka. Investerare som följt med världsmarknaderna i flera decennier har vant sig vid att oroligheter, eller rentav krig i mellanöstern i regel inte leder till mer än krusningar på ytan i västvärlden. Då USA, natten till den 22 juni gick med i leken och bombade kärnkraftsfaciliteterna i Iran, höjdes trots allt blodtrycket även hos de mest luttrade investeringsproffsen. En eskalation där USA redan är inne i ringen och motståndaren eventuellt har en möjlighet att blanda in någon annan stormakt kan när som helst leda till mycket högre

insatser. För stunden verkar det ändå som om krigsaptiten hos alla inblandade och potentiellt inblandade parter skulle vara liten.

Den globala ekonomin står emellertid vid en potentiell avgrund som ter sig överraskande otydligt för (av allt att döma) de flesta. USA har styrt och ställt i tariffflaskapet, ömsom domderande och ömsom ursäktande, vilket lett till att osäkerhetsmomenten kring den ekonomiska politiken tagit sig en fundamental törn. Samtidigt verkar det som om USA:s president skulle ha gjort det till sin hjärtesak att stöta sig med allierade och vänner på den internationella arenan, samtidigt som han fraterniserar med hävdvunna fiender.

Som bortblåst är tilliten till att avtal skall komma att följas, vilket i praktiken gör det mycket svårt för utländska investerare att förbinda sig till längre avtal med USA. Lägg till presidentens framförande av en lydig lakej som ordförande för FED och ett frenetiskt genomdrivande av "the One Big Beautiful Bill", kryddat med argumentering som snarare vittnar om totalt oförstånd än en insiktsfylld plan, och vi har förutsättningarna för en finansiell storbrand: en övervärderad valuta/statsskuld/aktiemarknad (brännbart material), gigantiskt budgetunderskott, handelsunderskott (syre) samt en inkompetent ledning (värme).

Enligt Amplias estimat kan aktiemarknaden korrigera 15% - 25% om den amerikanska ekonomin sviker och det lutande planet börjar föra dollaren och Treasury mot en dödspiral. Detta är ett förhållandevis osannolikt scenario, men för våldsamt för att inte tagas med i beräkningarna. Vi byggde ett "juli-bingo", i vilket vi definierar gränsvärden för olika makrotal, som åtminstone skall tvinga oss till att fatta ett aktivt beslut. Utan att gå in på de intrikata detaljerna definierar vi gränsen för när risken bör beaktas i portföljförvaltningen såhär:

|             | ISM tillverknings-PMI                                                                                                                              | ISM tjänste-PMI                                                                                   | NFP- nya arbetstillfällen                                                                                                                                | arbetslöshetsansökningar                                                |
|-------------|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|---------------------------------------------------------------------------------------------------|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-------------------------------------------------------------------------|
| Datum       | 1.7.2025                                                                                                                                           | 3.7.2025                                                                                          | 3.7.2025                                                                                                                                                 | veckovis/torsdagar                                                      |
| Gränsvärde: | <45                                                                                                                                                | <48                                                                                               | <50 000                                                                                                                                                  | 4w mav >260k                                                            |
|             | Nedgången inom tillverkningsindustrin är tillräckligt djup för att sprida sig till ekonomin i stort; historiskt sett i linje med hårda landningar. | Tjänster står för cirka 70 % av USA:s BNP. värden under 48 indikerar en nedgång i tjänstesektorn. | Signalera att anställningsstopp eller uppsägningar sprider sig; värden under 50 000 är historiskt sett förenliga med en överhängande risk för recession. | Ökande uppsägningar och anställningsstopp ökar risken för arbetslöshet. |

|             | Detaljhandelsförsäljning                                                                                      | Internationell varuhandel                                                                                                     | Atlanta Fed GDPNow                                                           |
|-------------|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|------------------------------------------------------------------------------|
| Datum       | 17.7.2025                                                                                                     | 25.7.2025                                                                                                                     | regelbunden                                                                  |
| Gränsvärde: | -0,50 %                                                                                                       | Goods exports < 5% MoM                                                                                                        | <0,5% YoY                                                                    |
|             | Indikerar hushållens ätstramningar; historiskt sett ett tillförlitligt tecken på en avmatning i konsumtionen. | Exporten är extremt känslig för politiska chocker, och kraftiga nedgångar har historiskt sett föregått bredare BNP-nedgångar. | En kraftigt försämrad BNPNow signalerar en bred ekonomisk svaghet i realtid. |

Källa: Amplia

Om/då vi får "tre rätt" i vårt bingo, kommer vi att evaluera handlingsplanen och väga ekonomins svanesång mot aktievikten.

Värdering: Värmebölja

Då både S&P500 och Nasdaq 100 står på all time high är värderingen i regel dyr. Tack vare stark vinstökning i början av året är emellertid inte värderingen speciellt hög i förhållande till till exempel i början av året. Som vi tidigare nämnt är den största frågeställningen visavi värdering idag visibiliteten. De resultat vi sett hittills i år kom till under en period av agerande under förväntan om kommande tariffer. Vad som hänt under motorhuven är mycket svårt att se, men vi kommer snart att få mera information både i form av resultatperioden för Q2 och s.k. hårda makrotal.

Om det visar sig att den amerikanska konsumenten håller ut och om överraskningseffekten från omsättningen för företagen blir låg, samtidigt som vi får någon rimlig form av guidance, kan det relativt låga marknadsriskpremiert väl göra rätt för sig.

Om något av de tidigare nämnda kraven fallerar ser vi en risk för en marknadskorrigerings som kan komma att förstärka sig själv.

## Sentiment: Sötebrödsdagar

Tekniskt sett handlas aktiemarknaden som om nirvana uppnåtts. Med hänsyn till alla stötestenar (makro, geopolitik, värdering, visibilitetsproblem, osäkerhet i den ekonomiska politiken) är sentimentet utomordentligt gott. Vi bedömer att det finns betydlig med utrymme för sentimentet att svalna av, medan den mera euforiska sentimentvrån har mycket begränsat med utrymme.

Med nuvarande billig implicit volatilitet och låga kreditmarginaler är situationen labil. Om inte högttrycket fortsätter kommer marknaden att råka på besvikelser som leder till slumpmässig volatilitet, vilken i sin tur åstadkommer en cykel med ökande volatilitet.

## Tillgångsallokering: 20% sannolikhet för regn

Vårt största bedrift inom allokeringen under juni var att sitta på händerna när kriget mellan Israel och Iran bröt ut, d.v.s. att inte göra något. Situationen är fortfarande eldfångd, men utan en klar eskalering kommer marknadspåverkan, enligt vår analys, att vara begränsad. Makrosituationen i USA är fylld av frågetecken och vi kommer att få mera information om läget under de kommande tre veckorna.

Tills vi besitter denna information kommer vi, i enlighet med vår investeringsfilosofi, att ligga övervikt i risk. Vi är med andra ord bekväma med en riskövertikt, genom att aktivt studera, i första hand makron i USA och situationen i mellanöstern och i andra hand eventuella förändringar i den geopolitiska situationen kring Ukraina och Taiwan, samt ökad sabotageaktivitet.

Vi sitter med andra ord ute, varmt klädda, med regnrocken tillgänglig och förväntar oss en normal nordisk sommar – lite på den kyligare sidan, men sommar.

Den 1 juli 2025

Med vänlig hälsning,

Mikael Simonsen