

Amplias månatliga investerarbrev

Korthus

I tv-serien *House of Cards* drivs maktspelet av skrupelfria ambitioner, där varje drag mot maktens topp är kalkylerat – men aldrig långsiktigt. Lojaliteter är tillfälliga, sanningar böjliga och konsekvenser något att hantera först när de blivit akuta. På liknande sätt präglas den amerikanska administrationens ekonomiska linje i dag av kortsiktiga segrar: stora skattesänkningar utan finansiering, konfrontativa handelsstrategier utan allianser och en systematisk undergrävning av institutioner som tidigare fungerat som stabilitetens garant.

Det ekonomiska läget börjar alltmer likna just ett korthus – en konstruktion som kräver både precision och balans, men som blir mer instabil för varje kort pressas in för att vinna lite mer höjd. Alla som bygger ett korthus tror att det kommer att stå färdigt och hoppas envist att det ännu inte faller. Men i verkligheten är inte alla kort symmetriska – och byggaren kan aldrig vara säker på att det sista kortet inte blir det som får allt att rasa.

Performance: Fyrklöver

Aktiemarknaderna steg generellt under juli. Tillsammans med Kina och tillväxtmarknaderna var USA bland de bäst avkastande börserna, med uppgångar över fem procent. Den oväntat starka makrostatistiken från USA, en starkare dollar och den lägre upplevda risken i handelskonflikten bidrog mest.

31.07.2025		Avkastning från månadens början (eur)		
Aktier	Valuta	från månadens början (eur)	från årets början (eur)	Avkastning 12 m (eur)
Världen	USD	4,6 %	0,6 %	5,0 %
Tillväxtmarknader	USD	5,3 %	6,6 %	6,3 %
USA	USD	5,6 %	-1,7 %	5,1 %
Europa	EUR	1,0 %	9,8 %	8,2 %
Storbritannien	GBP	3,6 %	9,4 %	8,4 %
Japan	JPY	0,1 %	-1,8 %	0,9 %
Sydkorea	KRW	5,8 %	34,3 %	12,9 %
Kina	USD	7,2 %	-2,9 %	10,6 %
Finland	EUR	1,6 %	12,5 %	7,0 %
Sverige	SEK	3,2 %	6,5 %	1,4 %

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

Källa: Amplia, Bloomberg

Obligationsmarknaden utvecklades också positivt. Framför allt de längre amerikanska statsobligationerna klarade sig väl.

Makro: No Trump

Det finska ordspråket "väl genomtänkt är hälften utträttat" visade sig passa vår investeringstaktik under juli. Av de sju markörer vi definierade i förra investeringsbrevet fick vi bara en träff under månaden. Det innebär att den amerikanska ekonomin alltjämt visar en förbryllande styrka: inflationen lyser med sin frånvaro, tillväxten är motståndskraftig och arbetsmarknaden het.

Den största osäkerheten är den långsiktiga effekten av One Big Beautiful Bill Act (OBBBA), som presidenten undertecknade den 4 juli. Lagpaketet är

massivt expansivt och beräknas öka underskottet med 3,3–4,5 biljoner dollar under det kommande decenniet. Även med den förväntade BNP-effekten på cirka 0,7 % kvarstår ett tryck på runt 3 biljoner dollar. Statsskuden kan därmed växa från dagens cirka 36 biljoner till 60 biljoner (156 % av BNP) år 2055

USA slöt också handelsavtal med Japan (22 juli) och EU (27 juli). Hotet om 30-procentiga tullar resulterade i "bara" 15 %, men undantagen för stål och aluminium (50 %) kvarstår. Japan förband sig att investera 550 miljarder dollar i USA, EU 600 miljarder – men för EU:s del var det oklart vem som faktiskt investerar och med vilket mandat Ursula von der Leyen förhandlade. Till sin natur var avtalen starkt gynnsamma för USA. Den transaktionella logiken gör dock att hållbarheten kan ifrågasättas: när part A maximerar sin position gör part B detsamma när pendeln svänger.

Trump gick dessutom hårt åt Fed-ordföranden Powell, med sitt typiska enfaldiga smädande och politiskt tryck. Det aktualiserar åter frågan om centralbankens autonomi – och antyder att Trump i framtiden endast kommer att utse inflationsdrivande och expansiva ledamöter.

Gemensamt för OBBBA, handelsavtalen och FED-smädandet är att de både på kort och lång sikt är inflatoriska för den amerikanska dollarn, samtidigt som de pressar de längre räntorna uppåt. På kort sikt kommer den amerikanska ekonomin dock potentiellt att ja en smekmånad i duschen av alla lånade och rånade pengar, men ökar sannolikheten, om än låg, för ett finansiellt kaos och dykande dollar med skenande långa räntor.

När samhällets institutioner används som verktyg för kortsiktiga segrar – skattemässig, geopolitisk, monetär – förloras det tysta kontrakt som historiskt stabiliserat den finansiella topografin. Paradoxen i Minsky momentets plötslighet är inte den yttre chocken, utan den ackumulerade övertron på att inga chocker kommer att uppstå.



Värdering: Ruter

Värderingsnivåerna är fortsatt höga. I USA är framåtblickande P/E nu cirka 22x, jämfört med det historiska snittet på 17–18x. I Europa ligger P/E på 16,5, vilket är dyrt i relation till regionens egen historia (12,4–15,6) men fortfarande betydligt billigare än USA. Marknaden drivs med andra ord av optimism och framtidstro, även om prislappen i objektiva termer ser hög ut. Det ökar risken för en korrigerings snarare än fortsatt uppgång.

Resultatperioden började överraskande starkt: 72 % av S&P 500-bolagen slog vinstprognoserna och 77 % försäljningsförväntningarna. Men reaktionen var asymmetrisk: bolag som missade estimat straffades med kursfall på i snitt – 4,7 %, medan de som slog förväntningarna bara steg med +1,9 %. Företagens vägledning har blivit mer selektiv och oförutsägbart, men revisionsförändringarna har för första gången i år vänt positivt, drivet av konsumtion, AI-investeringar och uthållighet i tech- och staples-sektorerna.

Sentiment: Spader

Marknadens sentiment påminner om en grand slam i bridge – spelad på 15 poäng hos motståndarna. Oddsens är emot, men självförtroendet bländar.

Riskindexet Vix rörde sig mellan 15 och 17 hela månaden och den realiserade volatiliteten låg på 6,3% för S&P 500 och 9,1% för Stoxx 600 – ungefär hälften av det normala. De tekniska indikatorerna är neutrala, men med tanke på att vi åter befinner oss på nivåer motsvarande dem före "Liberation Day", och att de befarade tarifferna nu realiserats, finns tydliga risker för sentimentförsämring.

Då sentimentet är speciellt starkt ger det upphov till två effekter: i) sentimentet förväntas fortsätta vara starkt, och ii) sentimentet förväntas kollapsa om det förändras. Därför är det speciellt viktigt idag att utvärdera sentimentet och vara beredd på spader äss då tariffernas verkliga effekter materialiseras i ekonomin.

Tillgångsallokering: Hjärter

Den största utmaningen under juli månad var igen att inte sälja bort risk. Det är mentalt svårt, då marknaden upplevts överhettad sedan april och värderingsnivåerna återtagit nivåer höga som en sopransaxofon, samtidigt som allting annat än god makrostatistik från USA riskerade att åstadkomma besvikelse på marknaden. Vår *passion* att bara handla på förutbestämda katalysatorer/nivåer eller konkreta förändringar i risksentimentet gjorde att vi förblev överviktade i aktier - ett lyckat beslut.

Då vi ökade vikten i Europa (med tonvikt på möjligheter inom ukrainsk återuppbyggnad, europeiskt försvar och europeisk kvalitet), blev vår viktning mot USA och speciellt teknologisektorn betydligt mindre. För att stänga den taktiska positionen i det franska CAC 40-indexet, sålde vi innehavet och investerade därför i Nasdaq 100.

Vi är fortfarande semistategiskt underviktade mot USA och USD, men något mindre än tidigare. Samtidigt ligger vi övervikt i aktier. Om korthuset i den globala ekonomin börjar falla sönder kommer vi att reagera snabbt och resolut. Och i portföljförvaltning såsom i kortspel gäller: om spelet verkar fel, passa hellre än att dubbla.

Den 1 augusti 2025

Med vänlig hälsning,

Mikael Simonsen

P.S. **NT (No Trump)**: Bridge-bud som innebär spel utan trumffärg. På svenska motsvaras det av "sang".