

# Amplias marknadsutsikt 2026

## Utsikternas utsikter

Inför det nya året är det kutym för ambitiösa marknadsaktörer att skriva en utsikt för det kommande året. Dessa utsikter är, betraktade var för sig, kvalificerade gissningar. Betraktade tillsammans blir de något mer intressant: ett destillat av hur marknaden i stort uppfattar världen, ekonomin och sin egen framtid. Det intressanta är att den som förvaltar kapital, kan slå marknaden genom att ha den rätta bilden av hur ekonomin och företagsvärlden kommer att utvecklas, men också genom att ha den rätta bilden av hur marknaden ser ut och kommer att utvecklas.

Om jag t. ex. har ett riktigt estimat på att ekonomin kommer att stört dyka under 2026 kan jag bygga om portföljerna mot det defensiva hållet; minska aktievikten och kreditandelen i ränteportföljen och luta mera mot de defensiva sektorerna. När ekonomin sedan kraschar, kommer jag givetvis att belönas för min försiktighet genom mindre förluster än konkurrenterna.

Men samma portföljpositionering kan också vara korrekt i ett helt annat scenario. Om ekonomin utvecklas i linje med rimliga förväntningar, men marknaden som helhet – exempelvis baserat på en meta-analys av årets samlade marknadsutsikter – visar sig vara alltför rosenskimrande, kommer euforin småningom att ersättas av besvikelse. Detta kan ske helt utan att den reala, plausibla utvecklingen av ekonomin förändras. Resultatet blir då en ren multipelkontraktion. Även i detta fall kan man lysa som en fyr bland konkurrenterna.

Marknadsutsikter skrivna i slutet av året är därför inte bara prognoser om framtiden. De fungerar också som barometrar för rådande ekonomisk kanon – och därmed som verktyg för att förstå var marknaden kollektiva förväntningar redan befinner sig.

## Performance 2025

Aktiemarknaderna utvecklades väl under 2025 med MSCI världindexet upp 6,7%. Börserna i Europa visade klart mera entusiasm än aktierna i genomsnitt och speciellt de nordiska indexen steg kraftigt. Till exempel en investerare i finländska aktier fick till sist ersättning för sin långa ökenvandring då borsindexet steg med över 32%.

Den största överraskningen var antagligen dollarn, som tappade över 10% mot euron. Denna stora förändring påverkar därför utvecklingen i alla dollardenominerade tillgångsslag och gjorde att amerikanska ränteinvesteringar med högre kreditvärdighet inte lyckade ta sig över nollstrecket om man mäter avkastningen i euro.

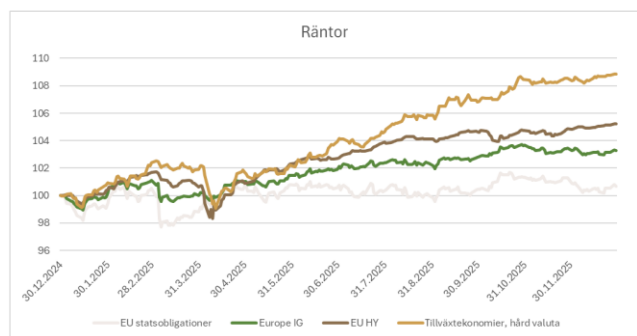
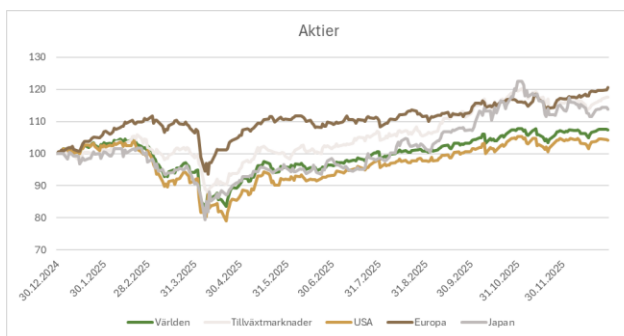
På råmaterialsiden avkastade ädelmetallerna klart bäst. Guld, som blivit en favorit bland fiat-valuta kritikerna avkastade 66%, men var trots det i skuggan av palladium som presterade 79%, men som i sin tur förlorade mot silver, som avkastade enastående 148%.

31.12.2025		Avkastning från månadens början (eur)			Avkastning från årets början (eur)		Avkastning 12 m (eur)	
Aktier	Valuta							
Världen	USD	-0,5%		6,4%		6,4%		
Tillväxtmarknader	USD	1,7%		17,4%		17,4%		
USA	USD	-1,2%		3,5%		3,5%		
Europa	EUR	2,8%		20,5%		20,5%		
Storbritannien	GBP	2,8%		20,2%		20,2%		
Japan	JPY	-1,3%		13,4%		13,4%		
Sydkorea	KRW	10,0%		75,3%		75,3%		
Kina	USD	2,9%		9,8%		9,8%		
Finland	EUR	5,0%		32,2%		32,2%		
Sverige	SEK	4,8%		23,0%		23,0%		

		Avkastning från månadens början (usd)			Avkastning från årets början (usd)		Avkastning 12 m (usd)	
Råmaterial	Valuta							
Råolja (WTI)	USD	-3,4%		-19,7%		-19,7%		
Guld	USD	1,9%		65,7%		65,7%		
Koppar	XAU	9,4%		38,9%		38,9%		

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

		Avkastning från månadens början (eur)			Avkastning från årets början (eur)		Avkastning 12 m (eur)	
Valutor								
EUR/USD		1,3%		12,9%		12,9%		
EUR/GBP		-0,5%		5,1%		5,1%		
EUR/JPY		1,6%		12,7%		12,7%		
EUR/KRW		-0,4%		10,7%		10,7%		
EUR/SEK		-1,3%		-5,7%		-5,7%		



Källa: Amplia, Bloomberg

Den dramatiska starten på året följde noterna av aningslös retorik om handelshinder från Vita huset och eskalerade ända tills Trump blev tvungen att backa bara några dagar efter att han utlyst höga tariffer mot alla mer eller mindre vänligt inställda handelspartner i april. Mot slutet av året steg marknaderna starkt då Trump småningom förstod att det bästa för marknaderna är att inte konstant erbjuda mer drama, samtidigt som marknaden själv lärde sig att inte fästa så stor uppmärksamhet vid alla mer eller mindre genomtänkta uttalanden.

## Makro 2026

Under de senaste åren har det varit mode att förutspå en kort recession i USA det kommande året. I dag är det mycket få som spår en recession och diskussionen handlar snarare om huruvida BNP-tillväxten kommer att ligga på 2% eller 2,5%. Det är intressant att marknaden prisar in över två räntesänkningar nästa år i USA. Med en inflation som idag rör sig kring 3% är det osäkert om FED verkligen har utrymme för två räntesänkningar. Osäkerheten är givetvis stor, men Powells senaste uttalande antyder bara en räntesänkning för 2026 (och en för 2027).

I och med att FED:s ordförande kommer att bytas ut i maj finns det en risk för att FED förs i en riktning där besluten i allt större grad fattas av administrationen i Vita huset. Även meddelandet om att FED kommer att börja köpa korta statsobligationer/T-bills lägger sin egen prägel på makroatmosfären 2026. Meddelandet sades lite i förbifarten och som en steril åtgärd för bättre reserver inom banksystemet. I skenet av att Treasury redan i ett år refinansierat sig i den absolut kortaste ändan av räntekurvan kan detta även ses som en mekanism som kan användas för – i praktiken obegränsad – monetarisering av statsskulden. Räntan hålls låg, Treasury emitterar kort, FED absorberar emissionerna i

marknadskonstruktivt syfte – och räntekurvan förblir till synes välfungerande. Den politiska önskedrömmen blir verklighet: budgetrestriktionerna upphör att bita.

Den geopolitiska dimensionen är inte oväsentlig. Europeiska politiker har försiktigt påmint om att europeiska centralbanker sitter på betydande innehav av amerikanska statspapper, vilka i teorin skulle kunna avyttras om relationerna till USA försämras. Genom att göra FED både mottaglig och villig att absorbera stora volymer Treasuries neutraliseras detta finansiella hot åtminstone delvis.

Med ett brett budgetunderskott och ”oskyldig” monetarisering, samt monetarisering som ett försvar om det skulle uppstå (geopolitiska) obalanser i form av säljtryck på räntekurvan, kommer kanariefågeln i kolgruvan att vara dollarn. Centralbanken kan skydda hela terminsstrukturen på Treasuries (genom s.k. ”yield curve control”) om den vill, men valutan förblir marknadsmässigt prissatt.

Vi bedömer därför att dollarn utgör den primära säkerhetsventilen under 2026. Om de långa räntorna stiger och räntekurvan blir för brant riskerar rörelsen att bli självförstärkande och framtvinga stödköp från FED. Fokus flyttas då snabbt från räntemarknaden till valutan. Vårt extremvärde för EUR/USD är 1,30 under den senare delen av 2026, med en katalysatornivå kring 4,8 procent för den amerikanska tioårsräntan.

I Europa är tillväxtbilden blekare, men inflationsläget också svalare. ECB väntas hålla räntan oförändrad under första halvåret, men kan tvingas till en eller två höjningar under den senare delen av året om tillväxten tilltar och de tyska stimulansåtgärderna börjar få genomslag.

Dessa frågeställningar blir emellertid nyanser om vi äntligen skulle få se ett slut på det ryska anfallskriget i Ukraina. Samtidigt som Ryssland signalerar att de uppnått fullskalig krigsekonomi (ett ekonomiskt tillstånd där staten styr och omprioriterar resurser, produktion och konsumtion från civilt välstånd till militär uthållighet och konflikternas mål), ser vi att sanktionerna tär på den materiella uthålligheten och att ett vapenstillestånd eller fred kan te sig allt mera attraktivt för aggressorn. Om 2026 skulle föra med sig sådana goda nyheter, skulle tillväxten i hela Europa antagligen få en spark framåt. Återuppbyggnaden av Ukraina är ett gigantiskt projekt, som skulle ha hela Europas uppbackning och leda till en (primärt Europeisk) efterfrågechock, som ledigt skulle tillföra BNP tillväxten 0,2% – 0,5%.

## Värdering

Under 2025 har värderingsutvecklingen blivit allt mer tudelad, då ett fåtal teknikbolags värdering ständigt blivit dyrare, samtidigt som den övriga marknaden åtminstone delvis stampat på stället. Som vi konstaterade i makrosektionen, förväntar sig marknaden åtminstone en eller två räntesänkningar i USA, vilket skulle vara svar på en svagare konjunkturutveckling. Ser vi på marknadsvärderingarna igen, prissätter marknaden en tilltagande tillväxt och/eller ökad produktivitet.

Om vi försöker identifiera hur framtiden skulle måsta se ut för att försvara nuvarande värdering och penningpolitiksprediktioner skulle vi behöva högre arbetslöshet (lindrar inflationstrycket) hög vinsttillväxt (försvarar värderingsnivån) och stabila långa räntor (bibehållet förtroende för centralbanken). Marknaden prissätter alltså att BNP-tillväxten hålls skaplig, men snarare som en följd av AI-relaterad produktivitetssökning än traditionell ekonomisk tillväxt.

Det som föregått de flesta större marknadskorrigeringar historiskt sett är att dispersionen mellan olika sektorer ökat markant och att utvecklingens rörelseutrymme inom ramen för värderingen blivit mycket

snävt, med andra ord precis den omgivning vi ser idag. Tyvärr har dessa omständigheter existerat otaliga gånger även utan påföljande marknadskorrigeringar, så man kan säga att tillståndet är *nödvändigt, men inte tillräckligt* för att ropa ”varg”.

I skenet av en eventuell ökning av de längre räntorna är det relevant att diskutera var och hur mycket detta kunde påverka aktievärderingen. Värderingsförändringen sker som en följd av förändringen av nuvärdet på framtidens kassaströmmar. Dessa i sin tur påverkas huvudsakligen av förändringar i

1. Realräntan och inflationen
2. Riskpremiet, och
3. Tillväxten.

I skenet av den nuvarande ekonomiska omgivningen är det svårt att estimerar hur realistiska förväntningarna på tillväxt är, eftersom omfattningen av produktivitetsökningen från AI i sig är ett stort frågetecken. Riskpremiet fluktuerar över tid, främst som en funktion av hur osäker framtiden ter sig – osäkerhetsmomenten är flera vad gäller utfallen, men riskpremiet idag är relativt lågt tack vare det optimistiska sentimentet.

Alla elementen i marknadsutvecklingsprocessen, 1. – 3., driver emellertid utvecklingen på samma vis, så vi kan koncentrera oss på att analysera hur marknaden skulle utvecklas om inflationen stiger oförväntat mycket. Det är relevant att särskåda räntan, eftersom den i sig naturligt för diskussionen till en viktig poäng; skuldsättningen. Om de långa räntorna skjuter i höjden (1.) är det analogt med att riskpremiet på räntemarknaden ökar (2.), eller att tillväxten avtar, vilket gör skuldsättningsprocenten högre och ökar räntan (3.).

Diskussionen i 3. blir mera relevant, ju högre skuldsättningsgraden är. Om den redan tidigare var hög, kommer en högre ränta att föra ekonomin mot en s.k. Minsky-moment, där räntorna skjuter i höjden p.g.a. brist på förtroende för att staten får ekonomin på rätt köl överhuvudtaget. Vi lägger därför till ett straff för högre skuldsättningsgrad i vår tabell i form av en Minskyfaktor.

Vi sammanställer alltså en känslighetstabell, där vi ser hur aktiemarknaderna utvecklar sig om inflationen ökar med 0,5%.

Region	P/E (Fwd)	Inflation 2026 (CPI, %)	Lång ränta (10Y, %)	Debt/GDP 2026 (%)	Inflationsförändring	Minsky-faktor	Ränteförändring	Värderingsförändring
USA	23,25	2,2 %	4,4 %	122,5 %	0,50 %	1,2	0,9 %	-21,7 %
Europa (proxy: MSCI Europe / Bund 10Y)	14,64	2,0 %	2,9 %	92,2 %	0,50 %	1,0	0,5 %	-7,3 %
Japan	15,92	2,0 %	2,0 %	235,0 %	0,50 %	1,8	2,6 %	-41,1 %
UK	12,99	2,0 %	4,8 %	111,4 %	0,50 %	1,1	0,7 %	-8,5 %
EM-korg (EM Asia + BR + MX, börsvärdesviktad)	14,78	2,2 %	3,7 %	80,3 %	0,50 %	1,0	0,5 %	-7,4 %

*Källa: Amplia Wealth, ECB, IMF, MSCI*

Tabellen ger vid handa att en plausibel förändring i inflation/riskpremium/tillväxt har de absolut största konsekvenserna för aktiemarknaden i Japan. Detta beror delvis på historiska orsaker, men framförallt på att ränteläget i Japan är mycket lågt. Tack vare decennier av deflation och realräntor mycket nära noll, har Japan lyckats skuldsätta sig lång mer än vad som borde vara möjligt. De små tecknen på ökande inflation som vi fått se under 2025 kan föra denna diskussion till sin spets under 2026.

USA, med sin relativt höga skuldsättningsgrad kombinerad med hög värdering är också mycket exponerad för förändringar i diskonteringsräntan/tillväxten. Siffran på -22% för en 0,5% förändring i räntan indikerar att sannolikheten för en större korrigering under 2026 är relativt hög.

## Sentimentet

Sentimentet under 2025 präglades av eufori och en närmast total motståndskraft mot negativa nyheter. Efter att Trump backade från de mest drakoniska tarifferna i efterdyningarna av "Liberation Day" i april svängde marknaderna uppåt och tittade i praktiken aldrig tillbaka.

Man kan dela in sentimentet på många olika vis. På Amplia delar vi in det i

1. Den tekniska bilden, hur priserna ser ut i belysningen av sin historia
2. Riskaptiten, hur mycket är folk villiga att betala för försäkring/skydd mot marknadsnedgångar
3. Hur marknaden som helhet reagerar på olika typer av nyheter; är glaset halvt fullt eller halvtomt?

Sentimentet präglar alltså narrativet om hur information om ekonomin och företag skall tolkas. Det är alltså inte en slump att sentimentet är det tredje benet i vår trestegsprocess; det bestämmer hur vi väntar oss att marknaden skall reagera på nyheter. Sentimentet handlar alltså mest om hur vi tror att marknaden kan komma att förändra sin syn på ekonomin/företagen.

Sentimentet kan emellertid också komma att påverka själva ekonomin, då ett sämre sentiment småningom leder till högre riskpremier, vilket i sin tur leder till högre trösklar för projekt att förverkligas och således till lägre tillväxt över tid.

Vid ingången till 2026 är sentimentet i alla sina former mycket starkt. Aktiekurserna rör sig vid sina högsta nivåer, riskaptitindexen indikerar sorglöshet och förväntansfullhet och så gott som alla nyheter tolkas i positiv dager.

Det innebär att sentimentet egentligen bara kan förändras till det sämre. Borde man inte då färdigt gå i regnskydd och vänta över den stundande regnskuren? Varför äga aktier överhuvudtaget om man vet att det kommer att komma en korrigerings? Svaret är i linje med väderanalogin; ett högtryck kan räcka hur länge som helst. Den mest sannolika fortsättningen på ett starkt sentiment är ett starkt sentiment. Ett starkt sentiment är inte en kontrasignal, trots att alla svaga sentiment föregåtts av ett starkare sentiment.

Sentimentet idag hjälper oss emellertid att forma osäkerhetsfördelningen kring estimatet. Vi kan utgå ifrån att sentimentet kan bli rejält mycket sämre än vad det kan bli bättre från och med nu. Detta avspeglar sig i både i makroutfallsfördelningen och marknadsavkastningsfördelningarna. Genom att ta med informationen från sentimentet i diskussionen om avkastningar kommer vi att kunna skapa en mera exakt bild av osäkerheten under 2026. Asymmetrin i osäkerheten kan hjälpa oss avväga när det är dags att trampa på bromsen.

## Avkastningsförväntningar för 2026

I Investeringschefens marknadsutsikter för 2025 roade vi oss med att rita ut osäkerhetsfördelningen kring våra punkttestimat för året, givet lognormalfördelningen. Till min glädje kan jag avslöja att samtliga utfall föll inom ramen för vår osäkerhetsfördelning. Detta var i och för sig föga överraskande, då osäkerhetsfördelningens uppgift är att samla upp alla möjliga utfall under sin mantel.

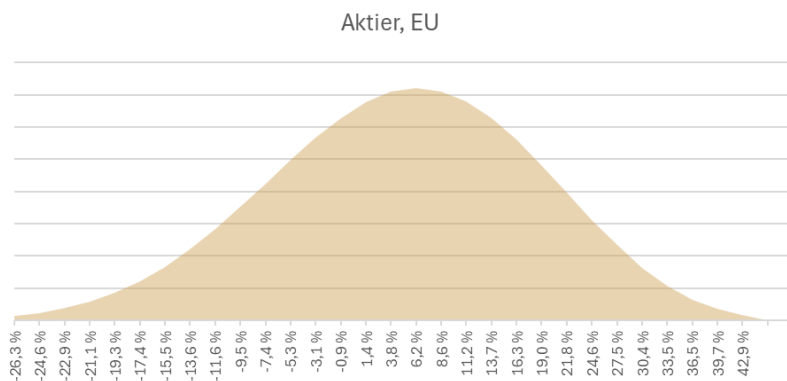
Om poängen förra året var att beskriva det futila i punkttestimat vill jag detta år beskriva något som ur portföljförvaltningsperspektiv är mera värdefullt, nämligen osäkerhetsfördelningens asymmetri. Om vi

vet att t ex marknad *a* kan avkasta +15% som bäst, men -55% i värsta fall, kan vi välja att inte investera där utan hellre investera i marknad *b*, vars motsvarande parametrar är +12% och -25%.

Vi kombinerar diskussionen under avsnitten makro, värdering och sentiment och landar på följande estimat och osäkerhetsfunktioner i lokalvaluta.

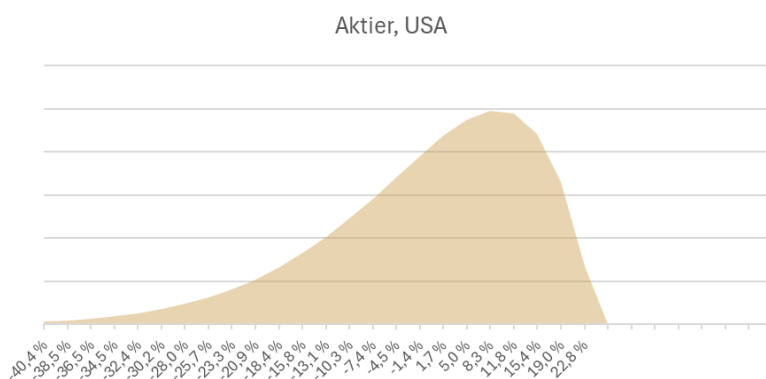
## Europa

De europeiska aktierna förväntas stiga med mediokra 6% till en volatilitet på 16%. Dessa estimat blir inexakta som en följd av eventuell vapenvila i Ukraina, eller i värsta fall en eskalering av kriget. Volatiliteten är förhållandevis låg p.g.a. den relativt modesta värderingsnivån. Osäkerhetsfördelningen är mycket symmetrisk.



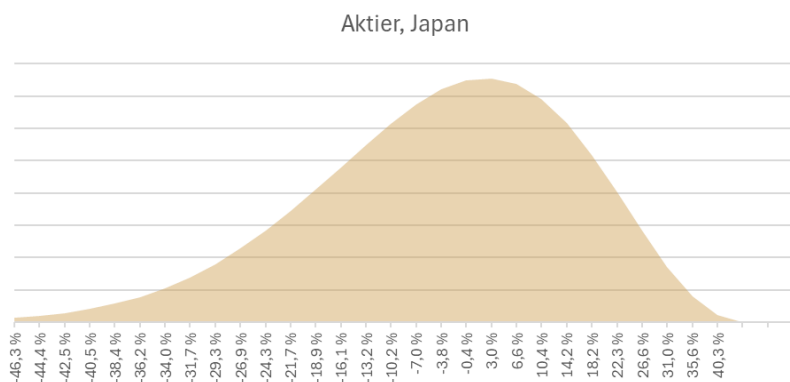
## USA

De amerikanska aktierna förväntas avkasta ca 8% år 2026 med en volatilitet på 22%. Detta är en betydligt högre volatilitet än under 2025 och avspeglar ökade spänningar inom både ekonomin (bl.a. mellanårsvalet), värdering (hög P/E) och sentiment (prissatt för perfektionism). P.g.a. de sällsynt höga förväntningarna blir risken betydligt större på nedsidan.



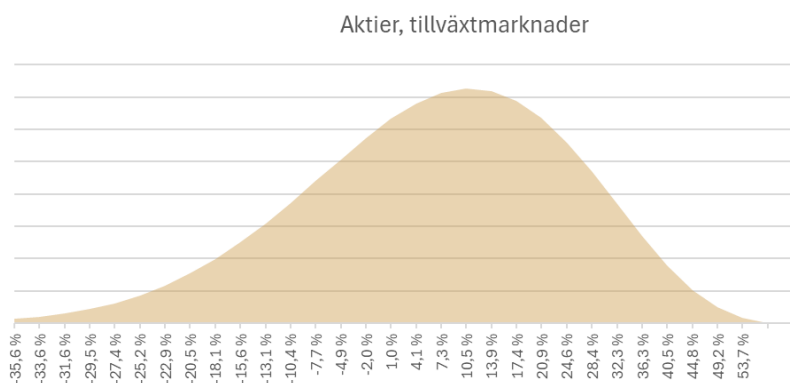
## Japan

De japanska aktierna förväntas avkasta bara 3% under 2026 till en förhållandevis hög volatilitet på 24%. Detta avspeglar den japanska ekonomins exponering mot inflatoriska krafter, en åldrande befolkning och mycket höga skuldsättningsgrad. Eftersom ränteläget är så lågt blir värderingsrisken automatiskt hög.



### Tillväxtmarknaderna

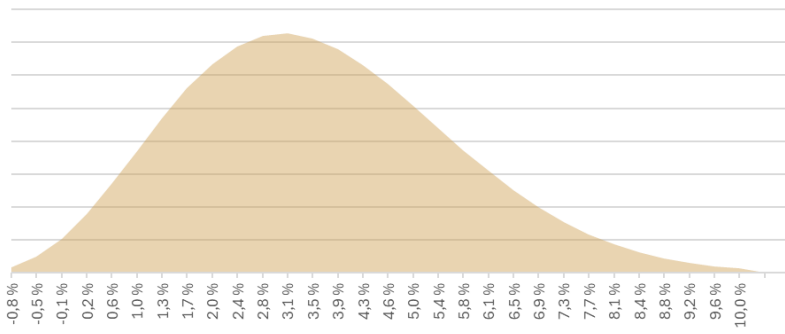
Tillväxtmarknaderna är hävdvunnet beroende av den globala ekonomin och förväntas avkasta 10% till en volatilitet på 21% under 2026. Avkastningsförväntningen är hög, men i ett scenario med ökande handelshinder och mindre världshandel blir utfallet speciellt svårt för dessa marknader.



### Investment grade

Investment grade obligationerna förväntas ha ett "lognormalt" år med en avkastning på 3,1% till en volatilitet på 2,5%, vilket är i linje med historisk volatilitet och nuvarande yield nivå.

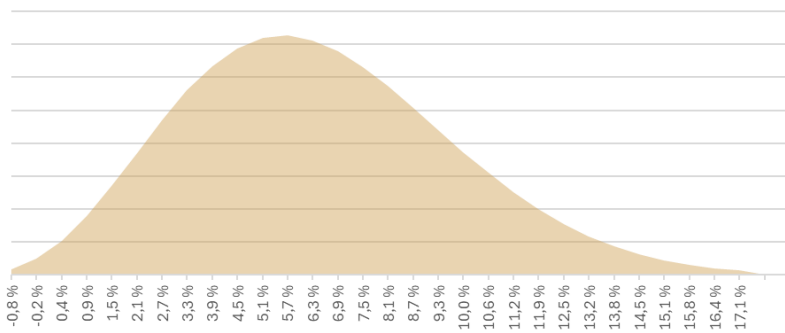
Investment Grade



## High Yield

High yield segmentet följer också sin historiska linje och avkastar 5,5% till en volatilitet på 4%.

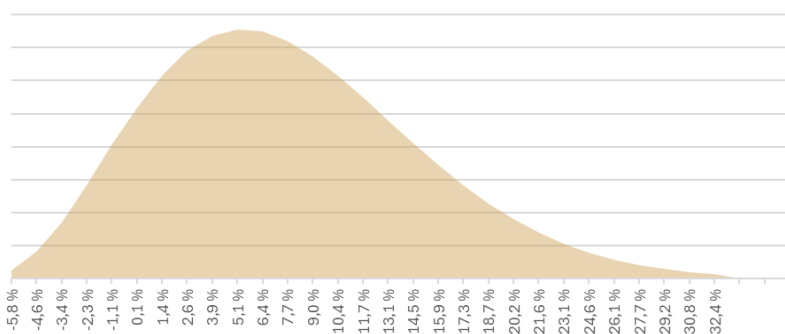
High Yield



## EUR/USD

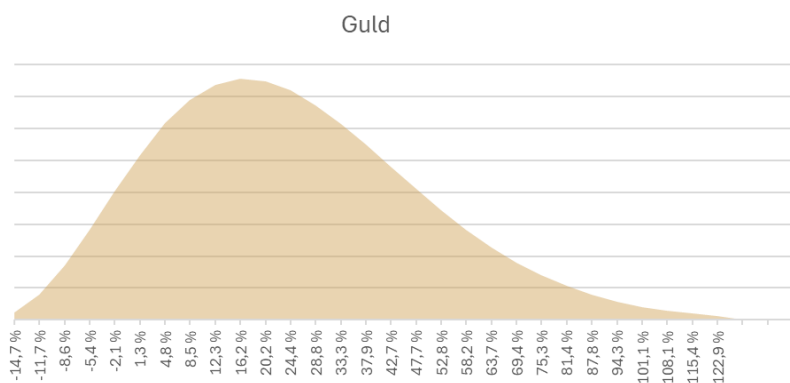
Vi räknar med att dollarn försvagas med ca. 5% och är en aning försiktigare än optionsmarknaden och anser att volatiliteten kommer att ligga på 8,5% i genomsnitt. Punktestimatet skulle sätta dollarn på ca. 1,24 vid utloppet av 2026.

EUR/USD



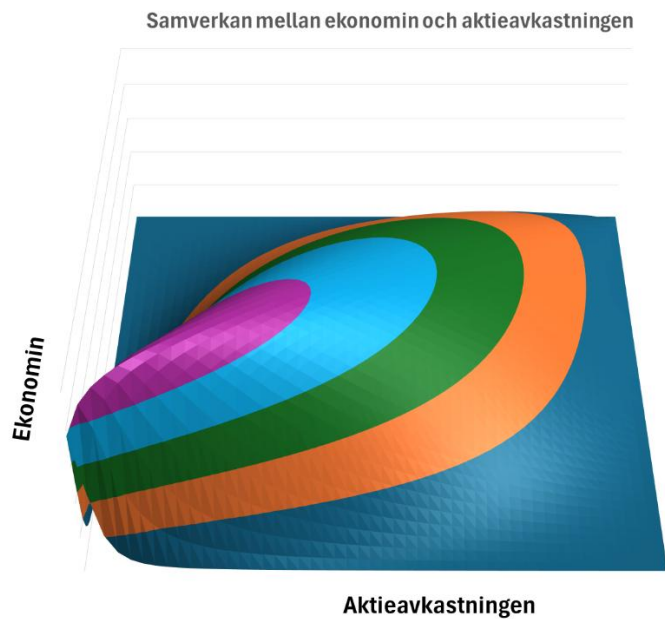
## Guld

Eftersom guld varit mycket på tapeten under 2026 gör vi ett undantag och estimerar även utvecklingen för denna ädelmetall. Då skuldkvoterna i västvärlden knakar i fogarna, samtidigt som de geopolitiska spänningarna ger ytterligare utrymmer för efterfrågan på guld ger vi ett modest (?) prismål på \$5100/oz., vilket motsvarar 15% värdeökning till en volatilitet på 24%.



Ur en matematik-nerds perspektiv blir det dessutom speciellt intressant då man kan jämföra marknadsutvecklingen med världsekonomin med hjälp av en kopula-funktion, där korrelationen ökar, om ekonomin börjar försämrans till sjunkande marknader (som i riktiga livet).

Vi kan – i skenet av historiska data och erfarenhet bedöma samvariationen mellan ekonomin och aktiemarknaden och sålunda skapa oss en bild av hur risken ser ut i olika ekonomiska utfall.

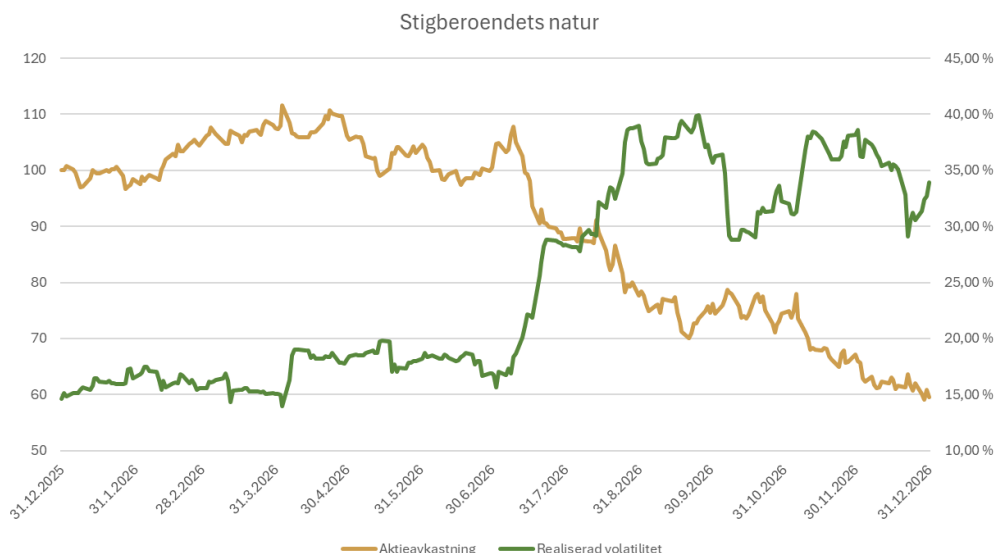


*Bilden illustrerar hur aktieavkastningen kan variera stort även om ekonomin är stark, men hur hastigt aktiemarknaden kommer att kollapsa om ekonomin visar sig vara svag. Då prissättningen kräver ekonomisk fullträff finns det inte råd för missar.*

### Svarta svanar och prognoser

Det vanskliga med prognoser är att det krävs hemskt lite för att alla de premisser som prognoserna bygger på skall gå om intet. Inom stokastiken (läran om sannolikheter) talar man om stigberoende, vilket innebär att slutmålets nivå är beroende på vilken väg utfallen valde fram tills dess. Till exempel i diskussionen om sentiment nämnde vi att en marknadskorrektion kan komma att påverka investeringsviljan i den korporativa sektorn och således besanna sig själv.

Ofta leder en ökad marknadsoro i sig till en befogat ökad marknadsoro: panik föder panik. Om man gör en plausibel simulering över marknadsutvecklingen givet våra parametrar i föregående avsnitt får man ofta ut en (simulerad) stig, där marknadsvolatiliteten av någon anledning hoppar upp, vilket leder till högre riskpremium och lägre befogade värderingar.



*Denna simulation av utvecklingen 2026 beskriver hur en enskild oförutsedd händelse – en svart svan – kan komma att påverka sentimentet och via det ekonomin och värderingen så att aktiemarknaden sjunker till allt högre volatilitet.*

Punktprognosernas avigsida är alltså att de definitionsmässigt slår fel. Även de vassaste analyser kan endast ge vid handen hur osäkerheten kan se ut, men utfallet kommer alltid att vara summan av alla händelser fram till dess.

I skrivande stund vet vi att åtminstone Rysslands anfallskrig, mellanårsvalet i USA, tariffernas vara eller inte vara, FED's självständighet och närheten till någon Minsky-nivå kan komma att ändra utsikterna för 2026 med ett enda slag. Därtill har vi alla verkliga okända-okända, d.v.s. de svarta svanar som kan och kommer att materialisera sig under året.

Genom att ha kartfickan full med färdiga planer för de kända-okända händelser som kommer att kanta stigen under 2026 kan vi vara väl förberedda, men för de svarta svanarna finns ingen annan råd än att förbereda sig för det okända; följa med, ha beredskap och exekvera målmedvetet då det krävs, d.v.s. följa investeringsprocessen.

Om vi känner till de enskilda osäkerheternas anatomi kan vi eventuellt gestalta konturerna av hela marknadens osäkerhet, och det för oss åtminstone ett gott stycke på vägen.

Den 2 januari 2026

Med vänlig hälsning,

Mikael Simonsen