

Sagan om de två tornen

När Saruman, den vise i Isengard, började studera fiendens redskap lite för noggrant, var det inte för att förstå dem – utan för att kunna använda dem. I J.R.R. Tolkiens Sagan om ringen är hans svek inte ett plötsligt moraliskt ras, utan ett långsamt skifte: från väktare av balansen till aktör i samma maktspel som Sauron själv. Gandalf var alltid den mer subtila kraften, den som förstod att verklig styrka sällan sitter i torn, arméer eller maskiner, utan i förmågan att binda samman viljor och allianser.

Vår tid har fått sin egen Saruman. USA, under Trump, har börjat spela efter samma råa transaktionslogik som sina rivaler: makt mot makt, hot mot hot, lojalitet mot omedelbar nytta. Det är inte ett avsteg från deras historia – men det är ett brott med den ordning som bar efterkrigsvärlden. När den starkaste aktören byter spelbok måste alla andra ompröva sina relationer.

Det är då de mindre rikena sätts på prov. I Tolkiens värld var det Rohan och Gondor som tvingades avgöra om gamla eder fortfarande gällde. I vår är det Europa. Allianser är aldrig som mest värda när solen skiner, utan när mörkret faller och varje aktör måste välja om man står ensam – eller tillsammans.

Performance: Fylke

Januari var positiv för de flesta aktiemarknaderna. USA slutade på nästan noll, då dollarn – trots att den återhämtade sig efter att valet av FED ordförande blivit känt – tappade 1% mot euron. Sydkoreas Kospi-index avkastade 25%, men bör ses snarare som en aktiekorg än ett riktigt index, då vikten i Samsung är över 20%.

30.01.2026	Aktier	Valuta	Avkastning från	Avkastning från	Avkastning 12
			månadens början (eur)	årrets början (eur)	m (eur)
Världen	USD		1,3%	1,3%	18,8%
Tillväxtmarknader	USD		7,9%	7,9%	41,7%
USA	USD		0,5%	0,5%	14,9%
Europa	EUR		3,2%	3,2%	17,4%
Storbritannien	GBP		3,6%	3,6%	24,5%
Japan	JPY		6,3%	6,3%	37,8%
Sydkorea	KRW		25,2%	25,2%	129,4%
Kina	USD		1,4%	1,4%	30,9%
Finland	EUR		1,7%	1,7%	27,8%
Sverige	SEK		7,4%	7,4%	16,6%

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

Källa: Amplia, Bloomberg

Obligationerna avkastade även positivt i snitt, men både de europeiska och de amerikanska statsobligationerna avkastade negativt under månaden.

Makro: Isengard

Även om BNP-tillväxten, speciellt i USA, ser stark ut det kommande året och inflationen verkar hållas stängin finns det en hel del stjärnor som måste vara i linje för att makrostatistiken den närmaste tiden skall uppnå förväntningarna. Problemet är med andra ord inte att omgivningen inte skulle se relativt

lovande ut, utan att de flesta stigar framåt kommer att leda till någon form av besvikelse.

Det mest centrala inom makron framledes är att produktivitetsökningen från AI håller måttet. De första indikationerna på den omedelbara utvecklingen här kommer att komma i form av omsättnings- och marginalutveckling för bolagen inom denna sektor under den stundande rapporteringssäsongen. En positiv utveckling inom lönsamheten och efterfrågan inom AI skulle ge vid handen att verkligheten verkar matcha förväntningarna. Under veckorna som kommer får vi veta mer, men ribban är förvisso högt ställd.

Även om tillväxten och inflationen går investerarna tillmötes finns det en räckta med politiska och geopolitiska händelser som kan komma att förändra hur vi ser på förutsättningarna för den förväntade rosenkimrande ekonomin att utvecklas. Även om inrikespolitiken i USA i regel inte har påverkat marknader och ekonomin i stort, utöver de direkt stimulansrelaterade och fiskala besluten, blåser det ovanligt hård vind där idag.

Trump håller i praktiken på med ett fientligt övertagande av justitiedepartementet, FBI, FED, BLS och BEA. Om regelverk och statistik politiserar vet ingen längre vad som är sant. Detta är typiska orsaker för varför kapital flyr tillväxtländer. Bl.a. har Bureau of Labor Statistics (BLS), efter att Trump sparkade chefen, redovisat för gigantiska revisioner (nedåt) i arbetsplatser för tiden då Biden var president. Det är inte ovanligt i sig att revisioner görs också längre bak i tiden, men det som gjordes nu var exakt enligt Trumps spelbok. Inte bevis men en indikation.

FED:s oberoende har varit på tapeten en längre tid och valet av Kevin Warsh till ordförande har skingrat en del av marknadens farhågor, men den dag marknaden upplever att FED:s beslut styrs från det Vita Huset kommer marknaden att straffa både de amerikanska statsobligationerna och dollarn hårt.

Geopolitiken är en potentiell klusterbomb idag. Situationen kring Grönland verkar ha lugnat sig, men en attack från någondera parter i Iran är fyllt plausibel. Spelteoretiskt sett kan det vara optimalt för både USA/Israel och Iran att göra ett förebyggande anfall på den andra, vilket skulle leda till långtgående följder för bl.a. oljepriset (och därmed de globala tillväxtförutsättningarna) då det kunde leda till att Iran stänger Hormuzundet.

Även situationen kring Venezuela och Taiwan kan leda till politiska spänningar, även om sannolikheten för militär konfrontation är förhållandevis liten. Påståendet att Vita Huset spelar tredimensionell schack ter sig allt mer absurt, då man ser geopolitiska tektoniska plattor skifta till USA:s nackdel. En mera träffande analogi vore endimensionell Candy Crush.

Värdering: Helms Klyfta

I priserna ligger redan ett ganska ambitiöst manus för 2026: i S&P 500 räknar konsensus med drygt 14% vinsttillväxt och fortsatt hög ensiffrig omsättningstillväxt, vilket i praktiken förutsätter att EBIT-marginalerna håller ihop eller smyger upp snarare än att de eroderar.

I Europa är storyn mer "normalisering": 10–11% vinsttillväxt byggd på 3–4% omsättningstillväxt och en marginalåterhämtning från svagare jämförelseår. Denna resultatperiod blir därför ett prov på två saker: guidance (inte historiken) och kostnadsdisciplin, särskilt i ljuset av AI-relaterade investeringsutgiftsplaner som kan pressa fria kassaflöden.

På indexnivå väntas en stor del av vinstlyftet i USA fortfarande komma från AI-exponerade megacaps—i vissa strategers genomlysningar kring "nära hälften" av tillväxten.

Om Ukraina får fred kan Europas multiplar få en mer poetisk re-rating: lägre geopolitisk riskpremie, mildare energisvans och en förväntan om återuppbyggnad—en liten rabatt som kan lösas upp utan att vinsterna ens behöver överraska positivt.

Sentiment: Lothlórien

Det mest slående i dagens marknad är inte vad som händer – utan vad som inte händer. Geopolitiken är laddad till bristningsgränsen, ränteläget är stramt och den amerikanska politiken rör sig i allt mer oberäkneliga banor, men ändå svävar aktieindex nära sina historiska toppar och de implicita volatiliteterna ligger kvar som en spegelblank vattenyta. Det är ett klassiskt tecken på ett marknadsklimat där risk inte längre prissätts, utan försummas.

När VIX och kreditspreadar signalerar ro, samtidigt som volatiliteten inom guld och silver stiger kraftigt, får vi just den sorts divergens som ofta föregår en regimförändring: försiktiga pengar söker skydd desperat, medan indexpengar fortsätter att jaga momentum.

Under ytan syns sprickorna tydligare. Marknadsbredden har försvagats, lokala småbolag och cykliska sektorer släpar efter, och uppgången bärs allt mer av en smal grupp megabolag – i praktiken samma bolag som bär AI-narrativet. Det skapar en psykologisk asymmetri: så länge dessa få aktier stiger känns hela marknaden trygg, men när de tvekar finns det mycket lite underliggande stöd. Positioneringen återspeglar detta. Det finns gott om risk i portföljerna, men ont om verkliga försäkringar. Optionerna är billiga, men få äger dem.

Samtidigt håller dollarn på att glida, vilket både fungerar som en tyst stimulans för USA och som ett varningstecken för omvärlden. För utländska investerare är en fallande dollar redan en dold kostnad, och om rörelsen tilltar kan den snabbt börja fungera som en slags finansiell tullmur. I ett sådant läge tenderar sentimentet att svänga fort: från självgod lugn till plötslig nervositet.

Kort sagt befinner vi oss i ett tillstånd av bekväm obalans. Marknaden ser lugn ut, men den är byggd på sköra förväntningar, tunn bredd och ett narrativ som inte längre tål många sprickor. Det är sällan just då man ska sluta vara vaksam.

Allokering: Minas Tirith

Trots signalerna från krigshornen i geopolitiken och det frapperande lugnet på marknaden bibehåller vi vår övervikt i aktier med ännu hårdare grepp om skölden än tidigare. Det mest sannolika vädret efter en högtrycksdag är som bekant en ny högtrycksdag. Utmaningen med att bibehålla lugnet och förmågan att överväga transaktioner blir större för var dag högtrycket fortsätter, men varje dag belönar investeraren med lite högre avkastning i genomsnitt.

Vi har definierat en psykologisk gräns för när marknadens stoiska lugn kan brytas ned. Om Vix-indexet (index för hur mycket investerarna är villiga att betala för att inte bära nedsida) stiger över 24% vid avslut är en gräns som sentimentmässigt sett kan liknas vid Caesars överträdelse av Rubicon. Ju längre högtrycket pågått, desto känsligare blir marknaden för dylika taktiska gränser och desto våldsammare kan reaktionen bli, då marknaden märker att vädret förändrats.

Vi håller oss tillsvidare fast vid övervikten, som motsvarar ca 40 - 50% av högsta möjliga övervikt, men är kontinuerligt beredda att skrida till aktion om marknadssentimentet, eller någon explicit katalysator kräver det. Till dess håller vi andan och njuter av färden.

Den 3 februari 2026

Med vänlig hälsning,

Mikael Simonsen