

Amplias månatliga investerarbrev

Krig

Krig startar sällan på de villkor de avslutas. Vietnam, Afghanistan och Korea var alla tänkta som snabba operationer, men övergick i utdragna utnöttningskrig när konfliktens natur förändrades och de militära målen blev de politiska alltmer fjärran.

“Don’t bring a knife to a gunfight”, sägs det i The Untouchables. USA och Israel har följt manualen – med överlägsen militär kapacitet. Irans motdrag är av en annan art: inte symmetrisk kraft, utan strategisk friktion via Hormuzsundet – och därmed världsekonomin – med hjälp av, i praktiken, pilbågar och stenslungor.

Kanske är det mer träffande att vända på uttrycket: don’t bring a gun to a knife fight.

Performance

Avkastningen i mars var tydligt negativ som en följd av kriget i Iran. Värst drabbades tillväxtmarknaderna och Japan, som tidigare utvecklats starkt. De amerikanska marknaderna klarade sig relativt bättre, delvis som en följd av en starkare dollar.

Råoljan – i stormens öga – steg i mars med över 50%, även om den rekylert från toppnivåerna.

31.03.2026		Avkastning från månadens början(eur)		Avkastning från årets början(eur)		Avkastning 12 m (eur)	
Aktier	Valuta						
Världen	USD	-4,3 %		-2,0 %		11,3 %	
Tillväxtmarknader	USD	-11,1 %		1,5 %		21,3 %	
USA	USD	-2,9 %		-2,8 %		9,9 %	
Europa	EUR	-7,7 %		-1,0 %		12,1 %	
Storbritannien	GBP	-5,9 %		3,2 %		17,5 %	
Japan	JPY	-12,3 %		2,4 %		28,6 %	
Sydkorea	KRW	-22,1 %		19,6 %		106,7 %	
Kina	USD	-4,1 %		-0,9 %		15,3 %	
Finland	EUR	-4,9 %		2,5 %		29,7 %	
Sverige	SEK	-11,4 %		0,5 %		16,6 %	

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

Källa: Amplia, Bloomberg

I takt med stigande inflationsförväntningar tappade räntemarknaderna fotfäste och föll markant. Även kreditmarknaderna försvagades, drivet av både högre räntor och bredare kreditspreadar.

Makro

Arbetslöshetsstatistiken i USA överraskade negativt, samtidigt som inköpschefsindexet var starkare än väntat. Den bakåtblickande statistiken drunknade emellertid snabbt i bränningarna från kriget i Iran.

Den mänskliga tragedin och det geopolitiska dramat till trots är det inte själva kriget som skakar världsekonomin, det är transmissionsmekanismen: Hormuzsundet → energipriser → inflation → BNP-tillväxt → vinster. Detta

innebär att konflikten i sig och speciellt konfliktens längd kommer att vara utslagsgivande för hur stor skada världsekonomin tar.

Informationsläget är samtidigt paradoxalt. Aldrig tidigare har så mycket data, analyser och realtidsrapportering funnits tillgänglig för så många. Det skapar en känsla av överblick – och i förlängningen kompetens. Informationsmängd är emellertid inte detsamma som informationskvalitet. Det som konsumeras är i stor utsträckning narrativ – filterade genom författarens bakgrund, incitament och perspektiv. Resultatet blir en marknad fylld av aktörer som är välinformerade i detaljer, men där helhetsbilden ofta är fragmenterad. Ett lapptäcke snarare än en karta.

Samtidigt är de mest avgörande variablerna – diplomatiska kontakter, interna beslutsprocesser och potentiella eskalationssteg – till stor del höljda i dunkel. Luften är bokstavligen fylld av krutök, och konstellationerna förändras snabbare än de hinner analyseras.

I denna snårskog kan vi åtminstone konstatera att flera aktörer har incitament för ett relativt snabbt avslut: USA av politiska och finansiella skäl, Israel potentiellt på grund av begränsningar i försvarskapacitet, och Gulfstaterna av rena intäktsmotiv. Iran har däremot incitament att förlänga konflikten och gradvis åderlåta motståndarna, samtidigt som regimen söker säkra sin överlevnad. Israel har parallellt ett intresse av att maximera den långsiktiga säkerheten genom att reducera Irans militära kapacitet.

Spelteorin visar att det inte finns något utfall där ingen kan förändra något utan att någon annan förlorar (pareto-optimalitet). Ett (Kaldor-Hicks-optimalitetsliknande) utfall, där den totala kostnaden minimeras och alla går gråtande från bordet skulle betyda ett slut på krigandet och öppning av Hormuzsundet utan att regimen byts, uranet konfiskeras eller USA lider ett stort nederlag, är möjlig och den bästa lösningen rent nationalekonomiskt. Slutligen finns det en del (Nash-jämviktstillstånd) som bara är stabila temporärt (eskalation, utdragen konflikt). Dessa tillstånd är alla klart negativa för ekonomin.

Utän att ta ställning till hur och varför kan vi konstatera att det tillstånd som är det kortsiktigt mest sannolika utfallet är en utdragen konflikt med inflation och lägre tillväxt (stagflation) som följd. På ungefär ett års sikt framstår utfallsrummet som binärt: antingen en 1970-talsliknande oljekris eller en de-eskalering där parterna drar sig tillbaka och slickar sina sår. En strikt agnostisk betraktare skulle därmed sannolikt ha en mer pessimistisk syn på världsekonomin än vad dagens marknadsprissättning implicerar.

Värdering

Den senaste veckan har många ekonomer varnat för att marknaden inte ser skogen för träden visavi krigets inflytande på ekonomin. Medan marknaderna väntat på TACO-ögonblicket har giftet från energipriserna spridit sig i den globala ekonomin. I skrivande stund (efter en TACO-lite den 31.3.) ligger terminsstrukturen på Brentolja fortfarande ca. \$ 10/fat högre än innan kriget. Detta skulle – om nivån bibehålls – leda till en global BNP-förskjutning på ca. -0,25% (-0,4% för Europa och -0,15% för USA).

Historiskt har vinster rört sig ungefär 1,5–2 gånger BNP-tillväxten. I en utbudsdriven inflationsmiljö tenderar denna multipel att stiga markant – ofta till 3 gånger eller mer – då företagen samtidigt möter fallande efterfrågan och pressade marginaler.

Med en överslagsmodell kan vi med dessa antaganden estimerar att Europas aktiemarknader borde justera ca. -16% och USA ca. -9% respektive. I skrivande stund ligger Europa -9% sedan innan kriget och USA -4%, vilket ger följande utrymme nedåt: -7% för EU och -5% för USA.

Problemet med enkla modeller i exceptionellt osäkra tider är att antagandena kan kasta med flera storleksordningar. Om utvecklingen i Iran går mot en "obekvämd fred", kan dagens värdering lika gärna vara korrekt som i överkant.

Sentiment

Sentimentet är pressat, men inte brutet. Marknaden uppvisar trötthet snarare än panik. Uppgången i mitten av månaden drevs i hög grad av positionsrensning och short covering, inte av ett brett återvändande till risk. Samtidigt grundade sig uppgången kring månadsskiftet mars - april på genuin optimism runt kriget.

Volatiliteten har stigit, men utan att utlösa de dynamiker som normalt förknippas med kapitulation. Prissättningen antyder en partiell anpassning till det nya läget, snarare än en fullständig omvärdering. Det finns friktion, men ännu ingen dislokation.

Det vi såg kring månadsskiftet kan vara den positiva geopolitiska signal som snabbt kan frigöra uppdämt riskutrymme och driva en längre uppgång. Ifall signalerna om ett stundande slut på kriget visar sig vara obefogade finns det risk för ett bredare "vargen kommer"- fenomen, vilket i brist på en konkret vapenvila kan leda till en utdragen, nästan mekanisk omprissättning nedåt.

Allokering

Vi valde omedelbart efter krigsutbrottet att vikta ned aktierna i mandatportföljerna. Det effektivaste verktyget för detta var investeringarna i Nasdaq ETF:arna och vi utförde transaktionen direkt då marknaderna öppnade. Givet den höga graden av osäkerhet valde vi undantagsvis att vikta oss neutralt i förhållande till strategivikterna. Denna aktierisikförändring motsvarade ca. -10% i tillväxtmandatet.

Efter att senare ha analyserat situationen grundligare beslöt vi i mitten av månaden att ytterligare avyttra aktierisk så att positionen ligger -5% i förhållande till neutralt. Beslutet inte trivialt – som det alltid är då man handlar "i motvind" – särskilt mot bakgrund av att nästa större rörelse sannolikt är uppåt. Vår analys avslöjade emellertid att osäkerheten är asymmetrisk, med en ful nedsida, vilket, med tanke på investerarnas absoluta förmögenhet är viktigast.

Efter den senaste justeringen sjönk marknaderna ca -5%, men har efter TACO-lite under månadsskiftet återhämtat sig till ungefär samma nivåer. Vår analys indikerar fortfarande att nedsidan väger tungt om det inte uppstår en klar lösning på konflikten, vilket gör oss beredda att öka aktieundervikten ytterligare. Samtidigt är vi ödmjuka inför utfallsrummets stokastiska natur och redo att snabbt återföra aktievikten till övervikt, upp till +10%, vid en tydlig geopolitisk förbättring.

Alla krig blir inte utdragna – men tillräckligt många blir det för att man inte ska bortse från möjligheten.

Den 1 april 2026

Med vänlig hälsning,

Mikael Simonsen

PS. TACO syftar på Trumps benägenhet att backa i sista stund ("Trump Always Chickens Out")

PPS. TACO-lite är en lättare version av TACO