

Amplias månatliga investerarbrev

Vargen kommer

Historien om pojken som ropade 'vargen kommer' av Aisopos (ca. 500 f.Kr) är i grunden inte primärt en sedelärande barnberättelse, utan handlar om sociala och politiska beteenden och beskrev en modell för hur informationsvärde eroderar över tid. Byborna reagerade rationellt och började optimera sin egen tid genom att ignorera pojken. Det är därför inte i första hand en moralisk berättelse om individen, utan en modell för hur förtroende – och därmed informationsvärde – eroderar över tid.

Marknaden betar sig som byborna: varje falskt alarm höjer tröskeln för reaktion. Till slut ignoreras även den verkliga risken – inte av dumhet, utan av rationell anpassning. Irankrigets slut har firats upprepningsvis till tonerna rusande börskurser, men Hormuzsundet är fortfarande så gott som stängt.

Performance

Månaden kännetecknades av stor spridning mellan olika sektorer och framför allt geografiska områden. Nasdaq avkastade +10,9% medan amerikanska småbolag bjöd på +7,3%. Europa var svagt och avslutade månaden -2,7% ned, som en följd av högre känslighet för ökande energipriser.

30.04.2026		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	3,3 %	5,8 %	24,7 %	
Tillväxtmarknader	USD	0,4 %	14,7 %	41,6 %	
USA	USD	5,7 %	5,7 %	26,1 %	
Europa	EUR	-2,7 %	4,3 %	19,0 %	
Storbritannien	GBP	-2,5 %	6,9 %	24,4 %	
Japan	JPY	1,7 %	18,7 %	47,1 %	
Sydkorea	KRW	4,8 %	61,0 %	177,0 %	
Kina	USD	3,1 %	6,5 %	34,0 %	
Finland	EUR	2,9 %	10,9 %	40,7 %	
Sverige	SEK	-6,5 %	5,9 %	27,0 %	

		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	-2,3 %	-0,2 %	-0,3 %	
USA statsobligationer	USD	-1,1 %	0,0 %	-1,0 %	
Europe IG	EUR	-1,6 %	-0,3 %	1,9 %	
US IG	USD	-1,2 %	-0,2 %	1,8 %	
EU HY	EUR	-0,7 %	0,2 %	4,6 %	
US HY	EUR	0,1 %	0,5 %	6,5 %	
Tillväxtekonominer, hård valuta	EUR	-1,2 %	0,1 %	7,0 %	
Tillväxtekonominer, lokal valuta	EUR	-0,7 %	-0,1 %	0,4 %	

Källa: Amplia, Bloomberg

Räntemarknaderna var negativa i det stora hela, med räntenivån som den stora boven, medan europeiska high yield bonder avkastade -0,7%, medan dess amerikanska kusin steg 0,1% på plus.

Makro

Konturerna av den underliggande globala ekonomin har suddats ut i krutroken från irankriget. IMF estimerar att krigets inverkan på global BNP-tillväxt kan komma att vara ca. 0,2% – 0,3% negativ. Inverkan på inflationen är ännu mera osäker, då Hormuzsundet fortfarande i praktiken är stängt och varje dag som går ökar risken för att inflationstrycket sprider sig från den s.k. "headline" inflationen till kärninflationen, då transportkostnader och brist på gödningsmedel och plaster ger sig till känna.

Då kriget bröt ut sjönk aktiemarknaderna med ca. 10%, i takt med att priset på råolja skenade från ca. \$ 65/fat till 110. Efter den initiala paniken och i

samband med flera olika uttalanden från Vita Huset om fredsavtal och öppnanden av Hormuzsundet började emellertid aktiemarknaderna stiga, speciellt i USA, medan oljepriset stannade på höga nivåer. Vid analys av oljepriserna idag ser WTI (som levereras i Cushing, Oklahoma) och Brent (vattenburen leverans i Nordsjön) någorlunda odramatiska ut – även om nivån är klart högre än tidigare. Den fysiska oljan är däremot bunden av logistik och raffinaderistruktur. De oljetankrar som lämnat Persiska viken vid krigets utbrott har hunnit till USA och länsat sin last, men den efterfrågan som bristen på olja från Persiska viken skapar i Asien är problematisk. Den lätta och söta oljan som USA exporterar är till stora delar inkompatibel med raffinaderierna i Asien, samtidigt som produkterna (bensin, diesel, jetbränsle och nafta) håller på att ta slut lokalt. Oljebristen karakteriseras av många energianalytiker som den största oljekrisen på 50 år.

Råoljans geografi och kvalitetsprofil skapar en strukturell fragmentering där vissa produktionskedjor kan komma att bromsas upp/stannas upp helt, vilket kan få oväntade följder både lokalt och internationellt. Om olika komponenter, med lokalt underutbud av produktionskomponenter, tar slut kommer de att tävla om samma droppar av olja som andra totalt orelaterade produkter, vilket kan störa global produktion på ett okontrollerat sätt. Det hela mynnar ut i stor risk för brist på nyckelprodukter på ett abstrakt vis, vilket förutom inflationstryck kan leda till osäkerhet på den globala marknaden.

USA's ekonomi verkar ändå vara motståndskraftig med en överraskande stark arbetsmarknad en svag BNP tillväxt till trots. FED har signalerat att de inte har någon förkärlek för räntesänkningar inom den kommande tiden, eftersom ekonomin verkar dra och inflationen är hög. Inom Europa är situationen lite annan, då mandatet är mer ensidigt inflationsfokuserat (2%) och prisläget i Europa explicit är i energikrisens hårkors.

Värdering

Resultatperioden som nu pågår ger ett intryck av en företagssektor som, trots ett mer komplext makroläge, fortsätter leverera med en viss disciplin. Den kanske viktigaste förändringen är inte nivåerna i sig, utan att förväntansbilden justerats ned samtidigt som utfallen överraskar på uppsidan. I praktiken innebär det att marknaden, allt annat lika, framstår som billigare än för bara några månader sedan – inte för att kurserna fallit, utan för att vinstbasen reviderats upp.

I USA fortsätter bilden av ett närmast industriellt effektivt vinstmaskineri. Marginalerna håller sig förvånansvärt robusta, särskilt inom teknologi och kommunikationstjänster, där skalbarheten återigen visar sitt värde. Det mest intressanta är dock att bolagen i ökande grad återupptar en mer konstruktiv guidance, ofta med ett implicit antagande om att efterfrågan normaliseras snarare än försvagas. Det skapar en situation där multiplarna kan expandera utan att det nödvändigtvis ser ut som multipel-expansion – eftersom "E" i P/E rör sig uppåt samtidigt.

I Europa är bilden mer fragmenterad, men också mer intressant ur ett värderingsperspektiv. Här har förväntningarna varit lägre ställda, och överraskningarna därmed mer betydelsefulla. Industribolag och exportörer visar en viss motståndskraft, trots geopolitisk friktion och energirelaterad osäkerhet. Guidance ges, men ofta med större försiktighet och ett bredare intervall av möjliga utfall. Det innebär att upprevideringarna i Europa tenderar att ske mer diskret – men när de väl sker får de desto större genomslag i värderingen.

Utanför USA och Europa präglas bilden av en mer uttalad divergens. Vissa tillväxtmarknader drar nytta av stabiliserade råvarupriser och förbättrade kapitalflöden, medan andra fortsatt brottas med valutor och

finansieringsvillkor. Guidance är här generellt mer sparsam och ofta implicit, vilket gör att marknadens tolkning av datapunkter får en större roll än bolagens egna narrativ.

På ett metaplan är kanske den mest intressanta utvecklingen att bolagen återigen vågar säga något om framtiden. För ett år sedan präglades kommunikationen ofta av strategisk tystnad eller extremt breda intervall – ett sätt att köpa optionalitet i en osäker miljö. Idag ser vi en gradvis återgång till mer riktad guidance, om än fortfarande med tydliga brasklappar. Det är inte ett tecken på full visibilitet, men väl på att osäkerheten upplevs som mer hanterbar.

Sentiment

Sentimentet som ännu i april månads början såg sårbart ut har återhämtat sig globalt men ser mera vankelmodigt ut i Europa. Den implicita volatiliteten på Eurostoxx 50 har envist klängt sig fast på en nivå klart över 20, medan dess amerikanska kusin VIX etablerat en mer normal regim kring 17–19. Skillnaden är inte trivial, utan speglar en underliggande asymmetri i riskuppfattning: Europa prissätter fortsatt en närmare liggande och mer binär energirisk, medan USA i högre grad betraktar samma problematik som exogen.

Denna divergens återspeglas också i bredden på marknadsrörelserna. I USA har uppgången successivt breddats, med fler sektorer som deltar när vinsterna revideras upp. I Europa är rörelsen mer selektiv och periodvis ryckig – en marknad som vill upp, men som ännu inte riktigt litar på sina egna premisser. Det skapar ett sentiment som är funktionellt, men inte övertygat.

Samtidigt finns det tecken på att även det europeiska sentimentet stabiliseras i marginalen. Energiflödena har, åtminstone temporärt, fungerat utan större störningar, och de mest akuta svansriskerna har därmed tryckts tillbaka. Men till skillnad från i USA, där låg volatilitet i sig tenderar att bli självförstärkande, kvarstår i Europa ett slags ”förhöjd vaksamhet” – en volatilitet som inte riktigt vill falla, eftersom marknaden vet att den fundamentala osäkerheten inte är löst, bara förskjuten.

Allokering

Då USA och Israel attackerade Iran gjorde vi ett snabbt beslut att undervikta aktierna i mandatportföljerna. Beslutet byggde på bedömningen att risken för en global energikris och därpå följande stagflation potentiellt skulle ha en förödande effekt i portföljerna. Då vi sett tiden an och med en viss förvåning noterat hur konsekvent marknaden valt att tro på varje nytt fredsnarrativ beslöt vi att knyta ihop undervikten till neutralt med sikte småningom på en ca 10%:s övervikt i de mera riskfyllda mandaten. Eftersom vi fortfarande ser risken som materiell att marknaden i Europa och Asien tappar fotfäste beslöt vi att investera i Nasdaq. Den amerikanska ekonomin drar bra och teknologisektorn med AI i spetsen har de bästa förutsättningarna för att dra världsekonomin mot följande uppgång.

Den stora frågan kring ökningen till övervikt i aktier är timing. Marknaden har vid det här läget firat tre avslut av kriget i Iran och effekten av ’vargen kommer’ har redan avtagit. Det är möjligt att marknadsreaktionen uteblir när budskapet till sist har substans, vilket kan leda till en ”köp ryktet, sälj faktumet”-situation, men innan dess hinner marknaden sannolikt hitta ett nytt narrativ att handla på.

Den 4 maj 2026

Med vänlig hälsning,

Mikael Simonsen