

Amplias månatliga investerarbrev



Hotellet

I Stanley Kubricks film The Shining (1980) blir Jack Torrance, spelad av Jack Nicholson, gradvis allt mer paranoid. Tittaren dras successivt in i samma osäkerhet som plågar både honom och sonen Danny. Trots övernaturliga inslag – inte minst den telepatiska kontakt som etableras mellan Danny och kocken Dick Hallorann – lämnas en avgörande fråga obesvarad: var hotellet faktiskt hemsökt, eller var det endast en projektion av människornas inre demoner? Under berättelsens gång framstår det övernaturliga nästan som självklart. Först efteråt börjar man ifrågasätta om man verkligen såg det man trodde sig se. Två narrativ existerar samtidigt: ett rationellt och ett mystiskt. Medan det ena förklarar världen som den är, lockar det andra med en förförlig känsla av att någonting större och mörkare döljer sig under ytan.

Maj månad har bjudit på en marknadsmiljö som påminner om denna dubbla berättelse. Aktiemarknaderna handlas nära rekordnivåer, kreditmarknaderna fungerar väl och företagets vinstförväntningar är fortsatt positiva. Samtidigt signalerar delar av energimarknaden något helt annat. Aktörer som dagligen handlar fysisk olja och energiprodukter beskriver en situation där utbud och efterfrågan tappar balansen. Vilket narrativ som i efterhand visar sig vara det korrekta vet vi ännu inte. Kanske kommer energimarknadens varningssignaler att framstå som ännu ett tankespöke. Kanske var de i själva verket de första fotstegen från något som redan rörde sig ute i busklabyrinten.

Performance

Aktiemarknaderna utvecklade sig stark i maj. Speciellt teknologibolagen steg kraftigt, med Nasdaq på +11,3% och det mycket teknologitunga Sydkoreanska Kospi-indexet på +33,6%. Utvecklingen i de nordiska aktieindexen var mera modest trots att tillväxtmarknaderna, som korrelerar med de förra steg med 10,0%.

29.05.2026		Avkastning från månadens början(eur)			Avkastning 12 m (eur)	
Aktier	Valuta					
Världen	USD	5,2 %		11,3 %		24,4 %
Tillväxtmarknader	USD	10,4 %		26,6 %		48,9 %
USA	USD	5,9 %		11,9 %		26,1 %
Europa	EUR	3,0 %		7,5 %		17,1 %
Storbritannien	GBP	0,3 %		7,2 %		19,9 %
Japan	JPY	10,7 %		31,4 %		54,5 %
Syd Korea	KRW	33,6 %		115,1 %		232,3 %
Kina	USD	3,6 %		10,4 %		34,7 %
Finland	EUR	2,2 %		13,4 %		35,8 %
Sverige	SEK	3,1 %		9,2 %		26,0 %

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

Källa: Amplia, Bloomberg

Utvecklingen på räntemarknaderna var också positiv. Investment grade bonderna i USA steg med 1,5 %, tack vare en starkare dollar, men även statsobligationerna i Europa steg med 1,1 %.

Makro

Den stora makrobilden har suddats ut rejält av situationen i Iran. Vi har sett inköschefsindexen stiga under månaden och arbetslöshetsstatistiken speciellt i USA har varit stark. De flesta makroindikatorer är emellertid bra på att beskriva ekonomin precis som den är idag och tillståndet idag är summan av det förflutna.

Under ytan hopar sig emellertid frågetecknen. Energipriset, manifesterat i råoljepriset, har stigit markant och ligger fortfarande på en nivå som är 25% högre än innan Irankriget. Olika modeller spår likartade implikationer för inflation och tillväxt. Den amerikanska centralbanken (FED) indikerar knappa 1% högre inflation, men främst via energipriset och marginell negativ BNP-effekt. ECB gestaltar likartad inflation och 0,5 – 0,75% lägre BNP tillväxt inom euro-området, medan OECD-modeller föreslår ca 0,8% högre inflation och en negativ tillväxtförändring på -0,5%. En femårig oljekurva som fortfarande ligger cirka 25 % över förkrignivån är med andra ord inte i sig ett 1970-talsscenario, men den är tillräckligt stor för att flytta global inflation med ungefär ¼ procentenhet och kapa global tillväxt med ungefär ½ procentenhet om chocken består. Det är alltså inte apokalyps, men det är tillräckligt för att förkorta landningsrampen för en mjuklandning betydligt.

Eftersom krutröken kring ekonomin är så tjock har också de stora internationella bankernas analyser blivit mindre konkreta och fokuserar mest på diskussion kring utfallet av Irankriget istället för att begrunda den underliggande ekonomin baserad på historisk data. Makroutfallet är alltså framförallt beroende på geopolitiska konstellationer, som skapas i stunden. En snabb lösning på konflikten och snart öppnande av Hormuzundet påverkar tillväxtprojektionerna mycket mera än någon överraskning i normal makrostatistik, som arbetslöshet eller historisk inflation.

Som vi har argumenterat tidigare är det mest sannolika spelteoretiska läget i Iran fortsatt konflikt. Detta betyder inte att situationen måste se likadan ut om tre månader. Det betyder endast att sannolikheten för att konflikten fortsätter ytterligare en dag fortfarande framstår som hög. Ekonomisk teori gör gällande att priselasticiteten i energi är låg, d.v.s. att folk inte slutar köra bil fastän priset på bränsle stiger. Med allt högre åderlåtande av strategiska energiereserver leder en geopolitisk pattsituation emellertid ofrånkomligt till att energipriserna hålls höga, vilket leder till efterfrågeförstörrelse, d.v.s. att energikonsumenter minskar konsumtionen – kör mindre bil. Detta kan ta sig uttryck i att risodlare slutar odla ris, eftersom bränslet till vattenpumpen som vattnar risfältet gör hela projektet olönsamt. Vi kan med andra ord vänta oss störningar i utbudet av energi-intensiva produkter.

En omallokering i produktionsbesluten betyder emellertid inte negativ tillväxt på sikt. Största delen av företagen är inte speciellt energiberoende och kan blomstra i tillväxt trots att energin blivit dyr. Detta leder till att vi kommer att kunna se större dispersion i tillväxten. Vissa branscher kan uppleva en högkonjunktur samtidigt som andra lever i recession. Detta gör att den aggregerade tillväxten - BNP-tillväxten – kan vara vad som helst, medan verkligheten på sektornivå är mycket brokig. Om allokering mellan geografiska områden tidigare varit det viktigaste måste man i framtiden att sätta mer tonvikt på allokering mellan branscher.

Värdering

Värderingsbilden har under månaden blivit allt mer paradoxal. Samtidigt som energimarknaden fortsätter att signalera uthållig knapphet och stigande riskpremier har aktiemarknaderna åter närmast sig rekordnivåer. Skillnaden

mellan de två marknadernas verklighetsuppfattning är i vissa avseenden större idag än vid någon tidpunkt sedan konflikten inleddes.

På ytan framstår värderingarna inte som extrema. Företagens vinster har utvecklats väl och konsensusprognoserna för de kommande åren är fortfarande positiva. Problemet ligger snarare i vilka antaganden som krävs för att motivera dagens multiplar. Marknaden förutsätter i praktiken att energikrisen förblir hanterbar, att inflationen inte får nytt fäste och att centralbankerna gradvis kan återgå till en mer neutral miljö.

I Europa är värderingarna fortfarande måttligare, men också mer beroende av energimarknadens utveckling. USA framstår däremot som den stora avvikelserna. En betydande del av marknadens värde är koncentrerat till ett fåtal stora teknologibolag vars värdering bygger på stark och uthållig vinsttillväxt långt in i framtiden. Så länge AI-investeringarna fortsätter att generera optimism är detta fullt möjligt. Samtidigt innebär den höga durationen i de förväntade kassaflödena att även relativt små förändringar i räntor, riskpremier eller tillväxtantaganden kan få oproportionerligt stora effekter på värderingarna.

Vår slutsats är därför oförändrad. Värderingarna är inte uppenbart felaktiga, men de erbjuder heller ingen större säkerhetsmarginal om energimarknadens varningssignaler skulle visa sig vara mer än ett tillfälligt spöke i korridoren.

Sentiment

Om värderingarna präglas av försiktig optimism kännetecknas sentimentet snarare av en nästan trotsig tilltro till normalisering. Trots fortsatt geopolitisk osäkerhet, höga energipriser och återkommande varningar från råvarumarknaderna har volatiliteten successivt fallit tillbaka och riskaptiten återhämtat sig.

Särskilt i USA tycks investerarna i allt högre grad betrakta konflikten som ett hanterbart bakgrundsbrus snarare än ett systemhot. Marknaden reagerar allt mindre på negativa rubriker och allt mer på positiva signaler om AI, produktivitet och företagsvinster. På många sätt är detta rationellt. Den reala ekonomin har hittills visat en imponerande motståndskraft och någon tydlig försämring i företagens resultat syns ännu inte.

Samtidigt uppstår en intressant asymmetri. Ju längre perioden av relativt lugn varar, desto starkare blir marknadens övertygelse om att riskerna varit överdrivna från början. Historiskt har detta ofta varit en styrka under normala konjunkturcykler. I geopolitiska kriser kan det däremot skapa en situation där marknaden gradvis vänjer sig vid risker som fortfarande existerar.

Sentimentet framstår därför som starkt, men kanske inte fullt så robust som de låga volatilitetstalen antyder. Marknaden beter sig allt mer som gästerna på Overlook Hotel: ju längre ingenting händer, desto mer självklart känns det att ingenting kommer att hända. Problemet är att det är just så instabilitet brukar födas.

Allokering

Eftersom marknaden idag karaktäriseras av stark tudelning: teknologistyrkan mot energiosäkerheten är vikten av diversifiering ovanligt stor. Korrelationen mellan aktier och räntor har stigit och ligger när 0,3. Detta innebär att diversifieringsfördelarna i en balanserad portfölj är små, eller att portföljens volatilitet, allt annat lika, är högre än förut.

Det vore futilt att göra en svartvit bedömning om vilket narrativ som "vinner" energieländet eller teknologiförhoppningen. Även om sanningen vore att energimarknaden är i ett mycket större baklås än marknaden prissätter idag kan ett plötsligt slut på kriget i Iran leda till omedelbar styrka på marknaden.

Vi håller oss därför osedvanligt neutrala till marknaden. För att öka diversifieringen och för att delta i en potentiellt ytterligare uppgång i teknologibranschen kommer vi att allokera mera vikt till företagen som jobbar inom och kring artificiell intelligens, utan att överallokera i Magnificent 7, de största teknologibolagen i S&P500.

Den 1 juni 2026

All Work and no Play makes Jack a Dull boy,

Mikael Simonsen