

Amplias månatliga investerarbrev



Kollektivt minne

Vissa urbefolkningar bär ett kollektivt minne – en levande kunskapsbank där erfarenheter av naturkatastrofer, jaktmarker, äganderätt, sociala regler och gruppens ursprung förs vidare genom berättelser, sånger och ritualer. Syftet är inte att bevara historien för dess egen skull, utan att använda den för att fatta bättre beslut i framtiden. Det kollektiva minnet fungerar både som ett varningssystem och som en beskrivning av de lagbundenheter som generationer av erfarenhet har lärt gruppen att respektera.

Finansmarknaden har på många sätt ett liknande kollektivt minne. Varje kris, varje bubbla och varje oväntad händelse lämnar avtryck i investerarnas beteende och i de priser som sätts på marknaden. Däremot fungerar vårt personliga minne annorlunda. Händelser som saknar tydliga vändpunkter eller stark känslomässig laddning tenderar att blekna snabbt, även om de objektivt sett varit betydelsefulla.

För många av oss började semestern i början av juli. När vi nu återvänder står de flesta aktieindex ungefär där de stod när vi lämnade kontoret. Den som bara kastat sporadiska blickar på marknaden kan därför lätt få intrycket att månaden varit händelselös. Under ytan hann marknaderna emellertid falla kraftigt, för att därefter återhämta sig nästan lika snabbt. Just därför riskerar juli att bli en sådan månad som aldrig riktigt etsar sig fast i vårt eget marknadsminne.

Frågan är om dessa "glömda månader" spelar någon roll. Om vi inte minns marknadens rörelser, påverkar de då ändå vår intuitiva förståelse för risk, värdering och sannolikheter? Eller bygger vi, omedvetet, en skev bild av verkligheten genom att bara minnas de dramatiska perioderna? Marknaden själv glömmer aldrig.

Performance

Aktiemarknaderna avkastade i snitt aningen negativt under juli, trots att Europa nådde +1,2%. Tillväxtmarknaderna avkastade negativt (-4%) som en följd av stigande energiosäkerhet och högre styrränteprognoiser.

31.07.2026		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	-0,4 %	12,4 %	19,2 %	
Tillväxtmarknader	USD	-4,0 %	22,3 %	35,1 %	
USA	USD	-1,0 %	12,0 %	18,0 %	
Europa	EUR	1,2 %	11,7 %	21,8 %	
Storbritannien	GBP	4,4 %	13,7 %	24,1 %	
Japan	JPY	-6,0 %	30,5 %	50,7 %	
Syd Korea	KRW	-18,8 %	77,1 %	131,1 %	
Kina	USD	-7,7 %	6,0 %	21,2 %	
Finland	EUR	-0,3 %	9,1 %	28,1 %	
Sverige	SEK	2,3 %	11,0 %	28,1 %	

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

Källa: Amplia, Bloomberg

Obligationssegmentet sjönk i genomsnitt då räntenivån steg i den längre ändan. Kreditpappren klarade sig förhållandevis bättre, då kreditmarginalerna inte påverkades nämnvärt av inflationsförväntningsökningarna.

Makro

Makroekonomiskt präglades juli av ett tydligt skifte i marknadens fokus. Under större delen av året har diskussionen kretsat kring hur snabbt inflationen kan väntas falla och hur omfattande centralbankernas räntesänkningar blir. Under juli förändrades frågeställningen. I stället började marknaden fokusera på risken för att inflationen åter skulle få fäste genom stigande energipriser och förnyade handelspolitiska spänningar.

Konsekvensen blev att marknadens förväntningar på penningpolitiken förändrades. Federal Reserves nye ordförande, Kevin Warsh, intog en tydligt mer högaktig hållning genom att betona inflationsbekämpning framför konjunkturstöd. Samtidigt signalerade centralbanken en större vilja att låta inkommande makrodata styra besluten och en mindre betoning på förhandskommunikation. Marknaden började därför successivt prisa in flera och tidigare räntehöjningar än tidigare förväntat.

Den globala konjunkturen fortsätter samtidigt att utvecklas ojämnt. IMF reviderade ned sin prognos för den globala BNP-tillväxten till omkring 3 procent, vilket fortfarande pekar mot en avmattning snarare än en global recession. USA fortsätter att visa motståndskraft, medan Europa utvecklas svagare. Även Kina och Indien växer långsammare än vad som varit normalt under de senaste decennierna.

En viktig motvikt till den svagare konjunkturen är de omfattande investeringarna inom artificiell intelligens. Kapitalutgifterna fortsätter att öka, framför allt i USA, Taiwan, Sydkorea och Japan, där investeringarna koncentreras till halvledare, datacenter, elnät och annan energirelaterad infrastruktur. IMF lyfter uttryckligen fram AI-investeringarna som en av de viktigaste faktorerna bakom den globala ekonomins motståndskraft.

Den enskilt största osäkerhetsfaktorn är fortfarande energimarknaden. Marknaden väger i praktiken två scenarier mot varandra. I det första normaliseras trafiken genom Hormuzundet, oljepriset faller tillbaka och inflationstrycket avtar. I det andra sker en ny geopolitisk upptrappning som driver oljepriset tillbaka över 100 dollar per fat, vilket skulle kunna tvinga centralbankerna att åter strama åt penningpolitiken.

Samtidigt har obligationsmarknaden börjat rikta allt större uppmärksamhet mot de långa marknadsräntorna snarare än centralbankernas styrräntor. Den utvecklingen ligger väl i linje med vår bedömning tidigare under sommaren. Högre realräntor och ett stigande termpremium riskerar att successivt höja företagets finansieringskostnader och pressa värderingsmultiplar, även om den underliggande konjunkturen förblir relativt stabil.

I bakgrunden pågår dessutom en mer långsiktig förändring som ännu fått begränsad uppmärksamhet. Diskussionen om vilken valuta som i framtiden skall dominera oljehandeln har åter aktualiserats. Om petrodollarns ställning gradvis försvagas kan det på sikt få betydande konsekvenser för dollarns internationella roll, de amerikanska långräntorna och den federala statens finansieringskostnader. Även om detta inte är ett sannolikt scenario på kort sikt är det en utveckling som förtjänar att följas noggrant.

Värdering

Rapportperioden i juli blev en av de mest konstruktiva på flera år. Efter en längre period då marknaden ifrågasatt om de höga värderingarna alls hade stöd i bolagens fundament visade resultaten överlag fortsatt stark omsättningstillväxt, god lönsamhet och robusta kassaflöden. Den fråga som dominerade marknaden under våren – om värderingsmultiplarna kopplats loss från resultatutvecklingen – kan därför ännu inte besvaras jakande.

Samtidigt har marknads syn på AI-investeringar förändrats på ett avgörande sätt. Under den första fasen av AI-boomen räckte det ofta att annonsera omfattande investeringar för att aktiekursen skulle stiga. I dag ställer investerarna betydligt mer konkreta frågor. Hur snabbt kan investeringarna omsättas i återkommande intäkter? Hur stor del av tillväxten i Azure, AWS eller andra molnplattformar drivs faktiskt av AI? När blir avkastningen på investerat kapital synlig i resultaträkningen? Diskussionen har därmed förflyttats från visioner till monetisering.

Vi håller därför på att lämna en marknad som drevs av AI-hype och gå in i en marknad som drivs av AI-redovisning. De bolag som redan kan visa att AI bidrar till omsättning, marginaler och kassaflöden belönas, medan bolag vars värdering fortfarande huvudsakligen bygger på framtidsförväntningar möter betydligt högre beviskrav. Det förklarar också varför kursutvecklingen inom AI-sektorn blivit alltmer differentierad. Marknaden värderar inte längre AI som ett enhetligt tema, utan varje bolags förmåga att omvandla investeringar till ekonomiskt värde.

Ur ett värderingsperspektiv är dock den viktigaste förändringen att fokus gradvis flyttats från bolagens vinster till den ränta med vilken framtida vinster diskonteras. Förenklat kan ett företags värde beskrivas som:

Företagsvärde $\approx$ Vinster $\times$ Värderingsmultipl

Rapportperioden visar att vinstkomponenten fortfarande utvecklas förhållandevis väl. Den största osäkerheten ligger i stället i multiplern. Om realräntor, oljepris, långräntor och term premium fortsätter att stiga ökar investerarnas avkastningskrav, vilket kan pressa värderingsmultiplarna även i ett scenario där bolagens resultat fortsätter att överraska positivt. Det var just denna mekanism som dominerade marknaden under 2022.

Den viktigaste slutsatsen är därför att dagens marknad inte längre främst handlar om huruvida företagen tjänar pengar. Frågan är i stället vilken diskonteringsränta marknaden anser att dessa framtida vinster är värda. Så länge resultatutvecklingen förblir stark finns stöd för dagens värderingar, men om avkastningskraven fortsätter att stiga blir det allt svårare för multiplarna att expandera ytterligare.

Sentiment

Investerarsentimentet förblev överlag konstruktivt under juli, men marknads beteende förändrades på ett subtilt men viktigt sätt. Trots att Nasdaq backade avslutade både S&P 500 och STOXX 600 månaden nära oförändrade nivåer. Utvecklingen speglar därför i första hand en omallokering mellan sektorer och marknader snarare än ett generellt skifte mot lägre riskapitet.

Tekniskt inleddes augusti från en relativt stabil utgångspunkt då S&P 500 åter etablerade sig över sitt 50-dagars glidande medelvärde. Samtidigt bör tekniska signaler under sommarmånaderna tolkas med viss försiktighet. Den lägre handelsaktiviteten innebär att enskilda flöden kan få större genomslag än normalt, vilket tillfälligt minskar informationsvärdet i många tekniska nivåer.

Sammantaget beskriver vi därför sentimentet som fortsatt positivt, men också mer moget. Marknaden präglas fortfarande av en vilja att ta risk, men optimismen är inte längre generell. Investerarna kräver i allt högre grad att förväntningar omsätts i resultat, vilket gör att kursutvecklingen blir mer selektiv och i högre grad drivs av bolagsspecifika faktorer än av ett brett marknadsrally.

Allokering

Under juli valde vi att successivt öka aktieexponeringen i flera steg. Syftet var inte att försöka identifiera den exakta botten i marknaden, utan att minska den timingrisk som ofta uppstår under sommarmånaderna när likviditeten är lägre och enskilda nyheter kan ge oproportionerligt stora kursrörelser. En stegvis implementering innebär att beslutet blir mindre beroende av en enskild handelsdag och mer av vår långsiktiga marknadssyn.

Samtidigt valde vi att öka exponeringen mot det jämnviktade S&P 500-indexet. Det gav portföljerna en bredare exponering mot den amerikanska aktiemarknaden och innebär att vi i högre grad kunde dra nytta av den sektorrotation som präglade juli. Genom att minska koncentrationen till de största teknikbolagen förbättrades samtidigt portföljernas diversifiering och geografiska balans.

Nästa naturliga steg är att gradvis öka exponeringen mot de AI- och teknikbolag som kombinerar långsiktig strukturell tillväxt med dokumenterad förmåga att omsätta investeringar i ökande intjäning. Nedgången i Nasdaq under juli har förbättrat värderingsförutsättningarna och skapat mer attraktiva ingångsnivåer för en moderat, men strategiskt viktig, position inom aktieportföljerna.

Enligt olika anekdoter är hösten, fram till november, en farlig omgivning för aktier. Även om detta baserar sig på vidskepelse innebär dagens marknadsläge att utrymmet för besvikelser har minskat. Skulle rapportutvecklingen försvagas, energipriserna åter accelerera eller den geopolitiska situationen i Mellanöstern försämrats finns förutsättningar för en mer omfattande korrektion. Vi följer därför utvecklingen kontinuerligt genom vårt scenarieträd och är beredda att anpassa risknivån om förutsättningarna förändras.

Enligt hypotesen om effektiva marknader speglar dagens priser all offentligt tillgänglig information och därmed också marknads historik. I den meningen bär marknaden alltid sitt kollektiva minne med sig. Vår uppgift är därför inte att försöka överlista marknaden, utan att identifiera de situationer där osäkerheten förändras snabbare än den långsiktiga riskbilden. Allokering handlar ytterst inte om att träffa varje kortsiktig marknadsrörelse, utan om att undvika de stora misstagen när förutsättningarna förändras.

Den 3 augusti 2026

Med vänlig hälsning,

Mikael Simonsen