

Amplias månatliga investerarbrev



Pennan i lådan

Det sägs att en av filosofins klassiska frågor är om pennan som lades i skrivbordslådan fortfarande finns kvar när lådan är stängd. För de flesta är det ett tankeexperiment. För en portföljförvaltare är det snarare en beskrivning av semestern.

I en högkvalitativ investeringsprocess finns det många specialiserade noder, där varje funktion har både dejour och backup under sommaren. Det gör att ansvaret kan lämnas över på ett kontrollerat sätt och att även erfarna förvaltare får möjlighet att koppla av. Samtidigt är det svårt att helt stänga av nyfikenheten. Osäkerhet är trots allt portföljförvaltarens naturliga fiende.

Därför blir det kanske en snabb titt på börsen från sommarstugan medan kaffet kokar, eller en diskret genomgång av marknadsrubrikerna när resten av familjen tror att man läser vädret. Inte för att försöka förutse varje rörelse, utan för att skapa sig en mental kontur av marknaden. Så länge konturerna ser bekanta ut vet man att "pennan fortfarande ligger i lådan". Det man egentligen vill försäkra sig om är att det inte pågår en hårdsmälta medan man är borta. Konturen ger trygghet.

Performance

Aktiemarknaderna avkastade positivt i juni, förutom de nordiska marknaderna.

30.06.2026		Avkastning från månadens början(eur)		Avkastning från årets början(eur)	Avkastning 12 m (eur)
Aktier	Valuta				
Världen	USD	1,3 %	12,8 %	25,2 %	
Tillväxtmarknader	USD	0,6 %	27,4 %	48,1 %	
USA	USD	1,1 %	13,1 %	25,8 %	
Europa	EUR	2,6 %	10,3 %	21,5 %	
Storbritannien	GBP	1,6 %	8,9 %	23,2 %	
Japan	JPY	5,7 %	38,8 %	60,4 %	
Sydkorea	KRW	1,4 %	118,2 %	201,1 %	
Kina	USD	4,1 %	14,9 %	40,8 %	
Finland	EUR	-3,6 %	9,4 %	30,5 %	
Sverige	SEK	-0,7 %	8,5 %	29,2 %	

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

Källa: Amplia, Bloomberg

Även räntemarknaderna lämnade ett positivt resultat för juni.

Makro

Junikrisen i Mellanöstern kom av sig betydligt snabbare än vad de flesta hade vågat hoppas på. Marknaden gick från att prissätta ett potentiellt oljeshockscenario till att relativt snabbt återgå till att fokusera på räntor, inflation och bolagsvinster. Det betyder dock inte att riskerna har försvunnit.

För det första kan konflikten naturligtvis blossa upp igen. Men även om vapnen skulle förbli tysta finns en mer svårlöst logistisk dimension. Tankertrafiken genom Hormuzundet har ännu inte normaliserats fullt ut och försäkringspremier, ruttval och hamnlogistik kommer sannolikt att präglas av försiktighet under en längre tid. Samtidigt är de globala strategiska

oljereservernas verkliga storlek fortfarande ett frågetecken. I en geopolitisk konflikt har alla aktörer ett incitament att framstå som starkare än de faktiskt är, vilket gör att den information marknaden har att arbeta med är långt ifrån perfekt.

Den kanske större makroekonomiska risken ligger emellertid på ett helt annat håll. USA fortsätter att kombinera ett federalt budgetunderskott på omkring sju procent av BNP med ett betydande bytesbalans- och handelsunderskott. Landet är därmed beroende av ett kontinuerligt inflöde av utländskt kapital för att finansiera både staten och den privata konsumtionen. Historien visar att sådana jämvikter kan bestå under mycket lång tid – men också att de ibland förändras betydligt snabbare än marknaden hinner anpassa sig till. Även små förändringar i omvärldens vilja att finansiera amerikanska underskott kan därför ge oproportionerligt stora rörelser på marknaden för amerikanska statsobligationer.

På längre sikt finns dessutom en mer strukturell fråga. Hela det globala finansiella systemet har under decennier vilat på att olja huvudsakligen handlas i amerikanska dollar. Om de större oljeexportörerna gradvis skulle börja diversifiera sin prissättning till andra valutor skulle det inte förändra världsekonomin över en natt, men det skulle på marginalen kunna minska den strukturella efterfrågan på dollar och amerikanska statsobligationer.

Samtidigt har den nya Fed-chefen Welsh överraskat marknaden genom en mer hökaktig hållning än många hade väntat sig. Räntemarknaden diskonterar nu betydligt färre räntesänkningar än tidigare och en penningpolitik som förblir stram längre än vad marknaden trodde vid årsskiftet. Ironiskt nog ligger detta inte helt i linje med de förväntningar som fanns när president Trump nominerade honom till posten. Skulle den politiska pressen på Federal Reserve öka riskerar den institutionella självständigheten åter att hamna i fokus. Det vore i första hand inte ett hot mot aktiemarknaden, utan mot förtroendet för dollarn och den amerikanska obligationsmarknaden.

Federal Reserve har redan under en tid bidragit till likviditeten genom köp i den kortare delen av statsobligationskurvan. Om de långa räntorna däremot skulle börja stiga okontrollerat kan centralbanken i ett senare skede tvingas intervensera även längre ut på kurvan. Då skulle marknaden i praktiken börja ifrågasätta var den sista stabiliseringsmekanismen finns – och den frågan handlar i slutändan om förtroendet för dollarn.

Värdering

Värderingsnivån på den amerikanska aktiemarknaden är fortfarande på den högre sidan, och vissa analogier till dotcom-perioden 1999–2000 börjar vara svåra att helt vifta bort. Det så kallade Fed-model-måttet – som varken är en egentlig modell eller särskilt mycket Fed – jämför aktiemarknadens earnings yield med den amerikanska tioårsräntan. I mitten av juni låg S&P 500:s earnings yield kring 3,7 procent, medan den amerikanska tioårsräntan låg kring 4,4–4,5 procent. Med andra ord är den förenklade riskpremien negativ, vilket också var fallet under delar av dotcom-bubblan.

Skillnaden mot år 2000 är att dagens ledande AI- och teknologibolag i regel har verkliga kassaflöden, starka balansräkningar och betydligt mera substans än många av bolagen under den förra teknologibubblan. De största bolagen i S&P 500 handlas fortfarande med en tydlig premie, men deras andel av indexets vinster är också större än under dotcom-eran. Det gör jämförelsen mindre rak, men inte sinneslugnande.

Den mer tekniska utmaningen är att de bolag som har mest "ränterisk" i sina framtida kassaflöden också är de som marknaden i dag betalar mest för. Ju längre ut i framtiden vinsterna ligger, desto mer påverkas nuvärdet av små

förändringar i räntor och riskpremier. Via konvexiteten ökar dessutom röntekänsligheten ytterligare om räntorna eller riskpremierna sjunker och multiplarna expanderar. Det innebär att samma rörelse som gör aktierna dyrare också gör dem mer volatila. I teorin borde den högre framtida volatiliteten fungera som en broms mot ännu högre värderingar. I praktiken kan marknaden under en tid välja att bortse från detta.

Här finns risken för en Minsky-liknande dynamik. Om AI-relaterade aktier fortsätter att stiga utan att vinstförväntningarna skalas upp i motsvarande grad, blir värderingsnivån alltmer beroende av frånan av yttre störningar. Då är det inte längre bara vinsterna som bär marknaden, utan också antagandet att räntor, kreditspreadar och riskpremier förblir stilla. BIS har också nyligen lyft fram risken för överinvesteringar, flaskhalsar och osäkra avkastningar i AI-infrastrukturen, även om marknaden tills vidare fortfarande premierar delar av leverantörskedjan kraftigt.

Rapportperioden blir därför viktigare än vanligt. Alcoa inleder säsongen den 16 juli efter USA-börsens stängning, och därefter får vi gradvis bättre insyn i hur bolagen har hanterat oljepris, fraktkostnader, räntor och eventuell osäkerhet i efterfrågan. Vårt fokus ligger igen särskilt på bolagens guidance. Till skillnad från de senaste kvartalen borde företagsledningarna nu ha något bättre förutsättningar att ge prognoser, eftersom de mest akuta tariff- och oljeshockscenarierna åtminstone tillfälligt har dämpats.

Sammantaget är slutsatsen inte att marknaden nödvändigtvis är i en bubbla. Slutsatsen är snarare att värderingsnivån lämnar mycket liten marginal för besvikelser. Så länge vinsterna fortsätter att leverera, räntorna hålls i schack och AI-investeringarna kan motiveras med synliga kassaflöden kan marknaden leva med höga multiplar. Men ju mer av avkastningen som bygger på fortsatt multipel-expansion, desto mer blir marknaden beroende av att pennan faktiskt ligger kvar i lådan varje gång vi öppnar den.

Sentiment

Marknadssentimentet har under den senaste månaden normaliserats från de mest optimistiska nivåerna tidigare under året. Positioneringen förefaller mera balanserad och volatiliteten har återgått till nivåer som historiskt förknippas med ett relativt gott riskklimat. Det är i grunden positivt.

Det finns emellertid en annan aspekt av sentiment som sällan diskuteras. När ett högt tryck har varat länge vänjer sig marknaden gradvis vid att negativa nyheter antingen snabbt försvinner eller helt enkelt inte får någon bestående effekt på priserna. Varje gång marknaden "överlever" ännu en kris stärks tron på att även nästa kommer att göra det. Själva frånan av större bakslag blir därmed en del av investerarnas världsbild.

Sommarmånaderna förstärker dessutom detta fenomen. Omsättningen blir lägre och många av marknadens mest erfarna beslutsfattare befinner sig på semester. Marknaden blir därför inte nödvändigtvis mindre effektiv, men den blir tunnare. Ny information bearbetas av färre aktörer och negativa nyheter riskerar att ackumuleras snarare än att omedelbart diskonteras. Det skapar förutsättningar för det som skulle kunna beskrivas som en regime diffusion: en gradvis förändring i marknadens underliggande tillstånd, följd av ett relativt abrupt skifte i sentiment när en kritisk punkt väl passerar.

Just därför handlar sommarens riskhantering mindre om att försöka förutse varje enskild marknadsrörelse och mer om att identifiera de få variabler som faktiskt kan förändra spelplanen. Vår uppmärksamhet är därför fortsatt riktad mot de amerikanska långräntorna, inflationsförväntningarna, energimarknaden och volatiliteten – inte därför att de nödvändigtvis kommer att utlösa nästa korrektion, utan därför att de utgör de mest sannolika minorna i dagens marknadsmiljö. Skulle någon av dessa börja röra sig på ett sätt som bryter mot det rådande jämviktsläget förändras också sannolikheten för ett bredare sentimentsskifte.

Allokering

I takt med att osäkerheten kring situationen i Iran lättade och marknaderna gradvis normaliserades beslutade Investment Committee att öka aktievikten i

mandatportföljerna. Eftersom aktiemarknaderna samtidigt handlas nära historiska toppnivåer valde vi att genomföra allokeringsförändringen stegvis. Ett successivt genomförande ger ett tidsdiversifierat anskaffningspris och minskar risken för att en större del av köpen genomförs precis före en eventuell marknadskorrigerings.

Den gradvisa implementeringen ger oss också möjlighet att avbryta eller pausa upptrappningen om marknadsförutsättningarna förändras. Även under perioder som präglas av låg volatilitet kan mindre eller större störningar snabbt förändra den taktiska bilden. För att hantera denna risk har Investment Committee fastställt ett antal kvantitativa triggernivåer som kan föranleda ett extra sammanträde under juli.

De viktigaste triggernivåerna är kopplade till utvecklingen för de långa amerikanska statsräntorna och de långsiktiga inflationsförväntningarna. Om marknaden skulle börja ifrågasätta centralbankens förmåga att balansera inflation och tillväxt finns en risk att de långa räntorna stiger kraftigt samtidigt som dollarn försvagas. Som ett kompletterande risksignal följer vi även den implicita volatiliteten, där en VIX-nivå över 24 skulle utgöra en tydlig indikation på att marknadsmiljön håller på att bli mer instabil.

Så länge ingen av dessa triggernivåer aktiveras kvarstår vårt huvudscenario: en marknad som fortsätter att utvecklas konstruktivt, om än med periodvisa rekyler och ökad kortsiktig volatilitet. Vår utgångspunkt är därför fortsatt semitaktiskt positiv, samtidigt som vi behåller beredskapen att snabbt anpassa allokeringen om riskbilden förändras.

Den 1 juli 2026

Vid pennan,

Mikael Simonsen