

Amplias månatliga investerarbrev



Ekonomi på räls

I mitten av 1840-talet upptäckte Storbritannien framtiden. Järnvägarna höll på att förändra transporterna, knyta samman städer och skapa helt nya ekonomiska möjligheter. Investerarna hade rätt om teknologin. År 1847 hade investeringarna i järnvägar stigit till nästan 8 procent av Storbritanniens BNP och stod för närmare hälften av landets samlade bruttoinvesteringar. Över 250 000 människor arbetade med att bygga järnvägar. Det som hade börjat som en teknologisk revolution och ett investeringstema hade blivit en betydande drivkraft för hela den brittiska ekonomin.

Detta skapade en intressant cirkularitet. Förväntningar om exceptionell framtida tillväxt lockade till sig kapital. Kapitalet finansierade byggande, sysselsättning och efterfrågan, vilket stärkte ekonomin och därmed föreföll bekräfta de ursprungliga förväntningarna.

Järnvägsaktierna hade emellertid redan nått sin topp två år tidigare.

Parallellen till dagens boom inom artificiell intelligens är uppenbar. AI är inte längre enbart ett tema på aktiemarknaden. Datacenter, halvledare, elproduktion och infrastrukturen omkring dem har blivit allt viktigare delar av investeringarna och den ekonomiska tillväxten. Samtidigt bidrar stigande aktieförmågenheter till gynnsammare finansiella förhållanden och stöder konsumtionen.

Inget av detta innebär att AI är en bubbla. De brittiska järnvägsinvesteringarna hade i grunden rätt: järnvägen förändrade världen. Den intressantare frågan är emellertid hur stor del av den tillväxt som idag förefaller bekräfta investeringstesen kring AI i själva verket skapas av AI-investeringsboomen?

Performance

Aktiemarknaderna avkastade bra i augusti, med Nasdaq i spetsen och de flesta marknader upp 2–4%.

31.08.2026		Avkastning från månadens början (eur)			Avkastning från årets början (eur)		Avkastning 12 m (eur)	
Aktier	Valuta							
Världen	USD	1,8 %		14,3 %		21,1 %		
Tillväxtmarknader	USD	2,6 %		25,4 %		40,1 %		
USA	USD	1,9 %		14,1 %		20,7 %		
Europa	EUR	0,5 %		12,2 %		21,3 %		
Storbritannien	GBP	0,0 %		13,6 %		22,8 %		
Japan	JPY	0,8 %		31,5 %		45,7 %		
Syd Korea	KRW	7,3 %		90,0 %		157,8 %		
Kina	USD	0,6 %		6,6 %		12,1 %		
Finland	EUR	3,6 %		12,9 %		30,9 %		
Sverige	SEK	0,5 %		11,6 %		25,2 %		

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

Källa: Amplia, Bloomberg

Räntemarknaderna avkastade också förhållandevis väl, med undantag av europeiska statsskulddebiter, vars avkastning blev lätt negativ (-0,3%).

Makro

Den amerikanska ekonomin befinner sig i ett märkligt läge. Inflationen har överraskat på nedsidan och därmed minskat trycket på Fed att höja räntorna ytterligare. Om utvecklingen fortsätter öppnas till och med dörren för räntesänkningar längre fram. För en stat med en skuldkvot kring 120 procent av BNP och ett fortsatt mycket stort budgetunderskott är detta mer än en akademisk detalj.

Samtidigt har samspelet mellan Treasury och Fed blivit allt intressantare. Treasury försöker genom sin emissionspolitik och sina återköp påverka var på kurvan marknaden behöver absorbera statens finansieringsbehov, medan Fed köper korta Treasuries för att upprätthålla likviditeten. Ingendera åtgärden är QE i klassisk mening, men betraktade tillsammans börjar de på avstånd få vissa familjedrag. Därför följer vi Fed-köpens storlek i förhållande till Treasurys egen "twist".

Detta fungerar så länge marknaden betraktar åtgärderna som tekniska. Börjar investerarna uppfatta dem som aktiv administration av räntekurvan för att hålla statens finansieringskostnader nere, förändras frågan från penningpolitik till förtroende. Och förtroende är betydligt mera svårkontrollerat än styrräntan.

Den andra amerikanska motorn är AI. Investeringsarna fortsätter i en makroekonomiskt relevant takt samtidigt som den bredare investeringstendensen har stärkts. Frågan är därför om det som vi bevittnar är när AI-boomen håller på att träffa ekonomifläkten.

Koncentrationen skapar samtidigt en sårbarhet. När en enskild investeringsberättelse blivit tillräckligt stor för att påverka både börsen, investeringarna och framtidsstron behöver den inte kollapsa för att skapa problem – det räcker att förväntningarna korrigeras.

Om AI-motorn börjar hacka samtidigt som Treasury/Fed fortsätter med vad marknaden uppfattar som QE-liknande stöd, blir dollarn kanariefågeln i kolgruvan. En svagare dollar hjälper handelsbalansen, men inte budgetunderskottet. USA har beskattningsrätt, egen valuta och en centralbank som knappast står bredvid och tittar på om statsfinansieringen börjar knaka. En amerikansk Minsky-händelse behöver därför inte synas i statsobligationerna – anpassningen kan forceras genom valutan. Staten går inte nödvändigtvis omkull, men dollarn kan bananiseras.

Även Europa visar gröna skott. Problemet är att energipriserna återigen fungerar som en skatt på ekonomin. Situationen kring Iran är i stora drag oförändrad, men tid är i sig ett ekonomiskt ok: varje vecka med Brent kring 90 dollar flyttar ödesdigert ned den europeiska tillväxtpotentialen ytterligare ett steg.

Det gör också ECB:s situation obekvämt. Om energichocken börjar rinna ned i inflationens akvedukter kan ECB tvingas höja räntorna trots en medioker realekonomi. Kombinationen högre energipriser och högre räntor är betydligt giftigare för Europa än för USA.

Fujairah förblir därför vår tydligaste geopolitiska makrotrigger. Ett iranskt angrepp skulle slå hårdast mot Europa genom energikanalen, men samtidigt föra dollarn ett steg närmare den amerikanska förtroendefrågan. Flera annars separata risker skulle plötsligt börja korrelera.

Yenen fortsätter sin långsiktiga försvagningstrend. Interventioner och amerikanska swap lines kan köpa tid, men förändrar inte den grundläggande obalansen. Om BoJ fortsätter använda sina stora Treasury-innehav för att

försvara valutan försöker Japan stabilisera yenen genom att sälja just de amerikanska obligationer som USA behöver att omvärlden fortsätter vilja äga.

Japan och USA sitter därför, på olika sätt, ganska långt ute på samma gren. Den håller så länge marknaden tror att den håller. En geopolitisk störning i Iran som samtidigt påverkar energiflöden, petrodollarsystemet och efterfrågan på amerikanska statspapper skulle kunna bli den Minsky-event som kopplar ihop risker marknaden fortfarande behandlar som separata.

Värdering

S&P 500:s forward P/E har kommit ned från de mest ansträngda nivåerna och ligger kring 19,5. Det är fortfarande över det historiska genomsnittet på drygt 17, men knappast en värdering som ensam motiverar domedagsbasuner. Om vinsterna fortsätter växa som förväntat går det alldeles utmärkt att konstruera en värld där dagens värdering är rationell.

Det intressantare problemet är vad som finns bakom både vinsterna och multipeln.

AI-capex påverkar investeringstillväxten, företagets försäljning, produktivitetsförväntningarna och – genom stigande tillgångspriser – även förmögenhet och framtidstro. Samma faktor som driver en del av E:et i P/E-talet bidrar alltså samtidigt till att upprätthålla P:et.

Det behöver inte vara en bubbla. Men när en gemensam faktor blir tillräckligt dominant förändras diversifieringens natur. Tillgångar som på pappret representerar olika företag, sektorer och ekonomier kan börja reagera på samma underliggande nyhet. Byter AI-faktorn förtecken kan risk därför diffundera snabbt mellan sådant som ex ante såg diversifierat ut.

Förespråkarna för effektiva marknader invänder förstås att allt detta redan borde finnas i priserna – och det är rimligt. Men även om väntevärdet är korrekt behöver osäkerhetsfördelningen inte vara godartad. En dominant gemensam faktor kan innebära en tjockare vänstersvans.

Från makrodiskussionen får vi samtidigt den motsatta svansen: osäkerheten kring de långa amerikanska räntorna är skev uppåt. Det är en olycklig kombination med AI-relaterade tillgångar, vars värdering i stor utsträckning bygger på kassaflöden långt ute i framtiden.

Vi har därför potentiellt två svansrisker som pekar mot samma pris: en tjockare vänstersvans i förväntade kassaflöden och en tjockare högersvans i diskonteringsräntan. Det betyder inte att dagens marknadsnivå är fel, utan att den nuvarande ekvilibriumkonstellationen är labil. En labil marknad kan fungera alldeles utmärkt så länge krafterna som håller den i jämvikt består.

Vår egen faktoranalys illustrerar problemet. Vi isolerade en ren ”AI-faktor” från den övriga S&P 500-risken och frågade hur stor del av portföljens variation som kan hänföras till denna underliggande risk.

I Tillväxtportföljen kan drygt 31 procent av variansen förklaras av AI-faktorn – trots att de explicita AI-investeringarna utgör en bråkdel av portföljen. AI-risken kommer in genom flera dörrar: produktsegmentet, den makroekonomiska investeringscykeln och förmögenhetseffekten. Man behöver alltså inte äga Nvidia för att vara lång Nvidia-ekonomin.

Samtidigt förklarar samma faktor omkring 68 procent av variansen i MSCI World. Tillväxtportföljens exponering är alltså relativt modest. Det paradoxala är att vi är väl diversifierade relativt marknaden.

Frågan är hur väl diversifierad marknaden själv är.

Sentiment

Sentimentbilden är fortfarande odramatisk trots att S&P 500 backat ungefär 2 procent från sin historiska topp. De tekniska indikatorerna bekräftar bilden – en teknisk analytiker skulle säga att marknaden varken är överköpt eller översåld.

Inte heller volatiliteten signalerar stress. VIX kring 15,8 motsvarar grovt en förväntad normalfluktuation på omkring en procent per börsdag. Marknaden

betalar alltså ingen större försäkringspremie för den osäkerhet vi diskuterat ovan.

Det intressanta uppstår om sentimentet plötsligt migrerar. En tillräckligt snabb rörelse kan sätta volatilitetspositionerna ur balans och tvinga fram nya, större rörelser: volatilitet skapar försäljning, som skapar mera volatilitet.

Därför behåller vi VIX 24 som trigger. Inte för att 24 i sig är dramatiskt, utan för att en snabb förflyttning från 16 till 24 skulle indikera att marknaden bytt regim – och att den endogena marknadsmekaniken börjat arbeta mot oss.

Allokering

AI-investeringarna har blivit en motor för både börsen och den amerikanska ekonomin, och tills vidare finns det ganska lite som talar för att lokomotivet skulle stanna.

Det är också utgångspunkten för vår allokering. AI-capexvågen fortsätter, Iran nöter vidare utan en avgörande eskalering och företagets vinsttillväxt och marginaler förblir goda. Värderingen är hög, men inte absurd, sentimentet är neutralt till positivt och volatiliteten normal. Det är en miljö där risktillgångar mycket väl kan fortsätta utvecklas väl.

Problemet ligger inte i väntevärdet utan i fördelningen runt det. AI har blivit en gemensam faktor för investeringar, tillväxt, vinster och förmögenhet, samtidigt som de amerikanska långräntornas osäkerhetsfördelning är obehagligt fetsansad på uppsidan. Däremellan har vi en marknad som prissätter ganska lite volatilitet.

Kombinationen är inte alldeles optimal. Men risk är inte samma sak som utfall. Att en jämvikt är labil betyder inte att den måste kollapsa – och medan den består är det dyrt att stå bredvid och vänta på att få rätt.

Därför gör vi inga förändringar i allokeringen.

I stället koncentrerar vi oss på de ljud som skulle få oss att ompröva den. Fujairah är den snabba geopolitiska triggern. På räntesidan håller vi ögonen på den amerikanska 30-åringen kring 6 procent, där frågan kan migrera från diskonteringsränta till förtroende för själva finansieringsmekanismen.

Den tredje triggern är VIX 24. En snabb volatilitetsökning kan höja marknadens riskpremie, pressa långa AI-kassaflöden och samtidigt tvinga fram mekanisk riskreduktion. Triggern riskerar då att bli sin egen katalysator.

Över VIX 24 gör vi därför en forcerad omvärdering av allokeringsstrategin. Det betyder inte automatiskt att vi säljer. Om marknaden redan fallit tillräckligt kan målet tvärtom vara en konditionellt konvex avkastningsprofil, där ytterligare nedgång ger oss allt bättre förutsättningar att öka risken.

Våra triggers är alltså inte prognoser om att någonting skall gå fel. De berättar när den gamla sannolikhetsfördelningen inte längre duger.

Ett misstänkt ljud från lokomotivets hjul kan indikera en annalkande urspårning. Men tills vi hör ljudet kan vi förvänta oss att allting går som på räls.

Den 1 september 2026

Med vänlig hälsning,

Mikael Simonsen