

Amplias månatliga investerarbrev



Si vis pacem, para bellum

I sin bok De Re Militari (ca 370 e.Kr.) skrev den romerska författaren Publius Flavius Vegetius Renatus att den som vill ha fred skall förbereda sig för krig. Påståendet ter sig till en början paradoxalt, men bygger på tanken att ett samhälle som är förberett för krig också är mindre benäget att bli anfallet. Förberedelserna görs alltså uttryckligen i förhoppningen att de skall visa sig onödiga. Hela samhället hoppas att de aldrig skall behöva komma i bruk. Detta tankesätt har blivit obehagligt aktuellt i dånet av Rysslands missiler i Ukraina.

Inom portföljförvaltningen gör man ofta transaktioner som man hoppas skall visa sig onödiga. Investerare kan exempelvis köpa sälloptioner på en del av sina tillgångar för att lindra följderna av en börskrasch, samtidigt som de i sitt stilla sinne hoppas att optionerna skall förfalla värdelösa. En husägare köper likaså en brandförsäkring, trots att premien direkt minskar de disponibla inkomsterna och försäkringens ekonomiska värde realiserar först när olyckan är framme.

Valet mellan att försäkra sig och att låta bli avgörs av sannolikheten för ett ogynnsamt utfall och de konsekvenser det skulle medföra. Behovet av försäkring förändras följaktligen när omständigheterna förändras. I Finland har antalet glasskador på bilar i förhållande till försäkringsåren ökat med omkring 20 procent mellan 2020 och 2025, samtidigt som den genomsnittliga reparationskostnaden stigit med nästan 40 procent till följd av alltmer avancerad teknik och sensorer. I Kalifornien har skogsbränderna och försäkringsbolagens tilltagande ovilja att försäkra högriskfastigheter drivit allt fler husägare till delstatens FAIR Plan, vars försäkringsbestånd mer än tredubblades mellan 2015 och 2024.

Man anpassar med andra ord sitt försäkringsbehov efter omständigheterna. Det är också utgångspunkten för våra senaste förändringar i portföljallokeringen.

Performance

Aktiemarknaderna avkastade negativt i september.

30.09.2026		Avkastning från månadens början(eur)	Avkastning från årets början(eur)	Avkastning 12 m (eur)
Aktier	Valuta			
Världen	USD	1,3 %	15,9 %	19,3 %
Tillväxtmarknader	USD	2,0 %	27,9 %	33,8 %
USA	USD	2,2 %	16,6 %	19,4 %
Europa	EUR	-2,4 %	9,5 %	16,6 %
Storbritannien	GBP	-1,6 %	11,8 %	19,6 %
Japan	JPY	5,2 %	38,4 %	46,4 %
Sydkorea	KRW	4,3 %	98,2 %	147,4 %
Kina	USD	-3,0 %	3,5 %	5,5 %
Finland	EUR	-0,2 %	12,7 %	28,1 %
Sverige	SEK	-3,1 %	8,2 %	19,6 %

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

Källa: Amplia, Bloomberg

Räntemarknaderna avkastade också negativt då de långa räntorna steg och centralbankerna höjde styrräntan i Europa och USA.

Makro

September präglades av ett fortsatt starkt förtroende för AI och den tillväxt som investeringarna och de förväntade produktivitetsökningarna förväntas åstadkomma. Samtidigt ansattes det globala tillväxtnarrativet av tilltagande osäkerhet kring Hormuzsundet, till tonerna av stigande energipriser.

Både stark makroekonomisk utveckling och högre energipriser med åtföljande inflation kan ta sig uttryck i högre räntor. Under september steg den amerikanska tioårsräntan med över 50 räntepunkter till omkring 5,3 procent. För USA:s del blir en varaktigt hög räntenivå i längden giftig. Med en federal bruttoskuld motsvarande omkring 124 procent av BNP får även relativt små förändringar i räntenivån betydande konsekvenser för statens framtida räntekostnader.

Eftersom staten refinansierar sina lån successivt slår den högre räntenivån emellertid inte omedelbart igenom som en chock i budgetunderskottet. Effekten byggs upp över tiden, allteftersom gamla lån ersätts med nya. Om den nominella BNP-tillväxten samtidigt överstiger den effektiva räntan på statsskulden kan skuldbördan i förhållande till ekonomin minska, förutsatt att det primära budgetunderskottet inte åter upp fördelen.

Om den amerikanska ekonomin däremot inte växer som förväntat försämras kalkylen hastigt. Kombinationen av svagare tillväxt, ihållande budgetunderskott och högre refinansieringskostnader kan i förlängningen driva statsobligationerna, eller dollarn, mot ett slags Minsky moment: den stund då marknaden kollektivt inser att kalaset inte kan fortsätta på samma villkor

Bilden i Europa är aningen annorlunda. Kontinenten präglas av ett betydande beroende av importerad energi i form av råolja, naturgas och raffinerade energiprodukter. Brentoljan har envist naglat sig fast nära hundra dollarsstrecket, trots att Saudiarabien lyckats ersätta en del av det störda flödet genom sina pipelines. Problemet ligger delvis i den fysiska infrastrukturen: fel produkter finns på fel ställe, transportkapaciteten är begränsad och lagren börjar gapa tomma. Kina har dessutom köpt en betydande del av den fysiska olja som kommit ut på marknaden.

En särskild risk utgör de låga naturgaslagren då vintern nalkas. Både inflationen och tillväxtutsikterna får en mörkare underton i skenet av energipriserna, vilket avspeglas i såväl räntenivåerna som BNP-prognoserna. Inköpschefsindexen ger fortfarande en relativt positiv bild, men den villkorliga utvecklingen, givet att energipriserna förblir höga, är behäftad med en betydande osäkerhetsmarginal på nedsidan.

Frankrikes statsobligationer har samtidigt börjat handlas på en ny räntenivå, omkring 130 räntepunkter över motsvarande tyska obligationer. Detta avspeglar dels marknadens misstro mot landets förmåga att balansera sina offentliga finanser, dels en tilltagande oro för att räntekostnaderna skall förvärra den redan ansträngda skulddynamiken.

Man kan inte säga att en ny eurokris står bakom hörnet, men en växande räntespridning mellan euroländernas statsobligationer vittnar om att investerarna blivit alltmer selektiva i sin bedömning av statsrisk.

Framtiden ter sig därför mycket tudelad för såväl USA som Europa. Om allt går väl och AI infriar sina löften kan vi få en period av stark produktivitetstillväxt, växande nominell BNP och en successivt krympande skuldbörda i förhållande till ekonomin. Inflationen kan visserligen förbli relativt hög, men behöver inte bli destruktiv om den åtföljs av motsvarande tillväxt.

Om ekonomin däremot förlorar momentum kan skuldbergens storlek komma att dominera utvecklingen. I ett sådant scenario riskerar vi en global statsskuldskris som i förlängningen också kan underminera förtroendet för fiatvalutorna.

Värdering

Värderingen ter sig dyr i skuggan av historiens vingslag. Med framåtblickande P/E-tal på 21,2 för S&P 500, 15,2 för STOXX Europe 600 och 21,6 för Nikkei 225 skulle en erfaren strateg under en vanlig konjunkturcykel konstatera att aktiemarknaden är dyr vid rådande räntenivåer.

I centrum för värderingen står emellertid AI och den vinst- och produktivitetstillväxt som tekniken förväntas åstadkomma. Vi har sett den traditionella aktiemarknaden sjunka en aning samtidigt som AI-sektorn dragit ifrån. Marknaden som helhet kan likväl vara frisk och företagen rimligt värderade. AI-företagens förväntningar är visserligen högt uppskruvade, men om de infrias är dagens värderingsnivåer inte nödvändigtvis omotiverade.

Under september har emellertid den långa räntan stigit betydligt utan att i nämnvärd utsträckning sänka aktieindexen. Samtidigt har vinstförväntningarna bibehållits på ungefär samma nivå som tidigare. Det innebär att aktievärderingarna blivit dyrare i förhållande till räntan, eller omvänt att den implicita marknadsriskpremien för aktier har sjunkit.

Som vi konstaterade i makroavsnittet är AI behäftat med en betydande potential, men AI är också det tema som i hög grad håller de långsiktiga tillväxtutsikterna positiva. Europa är däremot exponerat för större risker på nedsidan, samtidigt som ett resolut slut på Irankriget skulle kunna ge en betydande uppgång (windfall gain). Dessa två dominerande faktorerna är således till sin natur mycket tudelade.

Om man analyserar aktieindexens kvantitativa egenskaper ser man att dispersionen för närvarande är relativt hög. Enskilda aktier utvecklas alltså mycket olika, vilket kan ge intrycket av att diversifieringen fungerar väl. Samtidigt är VIX-indexet, lågt i förhållande till de makroekonomiska risker som vi identifierat.

Här uppstår en intressant motsättning. Hög dispersion mellan enskilda aktier behöver inte innebära att portföljen är väl diversifierad mot gemensamma makroekonomiska chocker. Under normala omständigheter kan företagens individuella risker dominera avkastningsfördelningen, medan samma företag i ett krisscenario plötsligt blir beroende av ett fåtal gemensamma riskfaktorer.

Om man kastar hundra oberoende tärningar kan man vara rätt säker på att det genomsnittliga ögontalet hamnar nära 3,5. Kastar man däremot bara två tärningar blir spridningen betydligt större. Antalet riskfaktorer är alltså relevant.

Marknadens prissättning förefaller utgå från att vi fortfarande kastar hundra tärningar. Vår riskanalys antyder att det effektiva antalet tärningar i vänstersvansen kan vara betydligt mindre. Det är mot denna bakgrund som marknadens till synes överdrivna tillförsikt blir problematisk. Det är inte nödvändigtvis den förväntade avkastningen som är felprissatt, utan den ersättning investerarna får för att bära risken för ett ogynnsamt utfall.

Sentiment

Sentimentet är fortfarande starkt. VIX-indexet är lågt och de tekniska indikatorerna positiva, men ännu inte överköpta. Som vi tidigare konstaterat är det mest sannolika sentimentet efter ett starkt sentiment ett fortsatt starkt sentiment.

Marknaden har också karakteriserats av en kollektiv ovilja att korrigera AI-aktierna. Detta bygger delvis på att dessa aktier gång efter annan har belönat de troende och tillfogat de klenrognas svidande sår. Buy the dip har varit en strålände strategi inom AI, och varje nedgång har följts av en återhämtning, ibland förstärkt av en short squeeze, där investerare med negativ marknadssyn tvingats köpa tillbaka de aktier de tidigare sålt till ett högre pris.

Detta mönster har skapat en benägenhet hos marknadsaktörerna att anpassa sig och undvika att delta i nästa säljvåg. Man har helt enkelt lärt sig att det är dyrt att vara skeptiker.

Samma fenomen har drabbat dem som börjat sälja risk när nyheter om en försämrad utveckling i Hormuzundet nått rubrikerna. Varje, i grunden korrekt, analys av de geopolitiska riskerna har slagits i däck av lugnande uttalanden från Vita huset, vilka i sin tur lett till nya marknadsuppgångar. Marknaden har anpassat sig och börjat förhålla sig alltmer likgiltigt till nyheterna från Iran.

Man kan med andra ord säga att marknaden har lärt sig två saker: att inte bry sig om domedagsprofetior inom AI och att stänga öronen för alarmistiska nyheter från energimarknaden. Problemet är att detta samtidigt innebär att man i allt högre grad ignorerar just de risker som vi beskrivit i makroavsnittet och den riskfaktordominans som vi identifierat i värderingsavsnittet.

Det är förstås inte nödvändigtvis irrationellt. En strategi som återkommande belönas kommer också att upprepas. Men när sentimentet slutligen förändras efter en långvarig hausse blir omslaget ofta bjärt.

En normalt funtad bilförare börjar emellertid inte sakta in vid ett trafikljus bara för att det har varit grönt beklämmande länge, trots att han vet att det röda ljuset förr eller senare kommer att tändas. Sentimentet kan därför mycket väl förbli starkt tills marknaden når sitt eget Minsky moment, eller tills nästa svarta svan flaxar upp.

Allokering

Musiken spelar tills den stängs av, och det spelteoretiskt optimala tillvägagångssättet kan mycket väl vara att fortsätta dansa så länge den spelar. Inom portföljförvaltningen handlar det emellertid också om att evaluera sannolikhetsfördelningen för tystnad – och framför allt om att bedöma vad som händer när musiken väl tystnar.

Som vi konstaterat ligger relativt många ägg i samma korg, samtidigt som ersättningen för att bära risk har försämrats. Vi anser att marknaden domineras av två riskfaktorer, varav den ena, Europa, väger tyngre på nedsidan, medan den andra, AI, i hög grad definierar uppsidan, givet att allting går väl.

Därför har vi sänkt aktievikten i mandatportföljerna genom att avyttra positioner i Europa och återgå till neutral aktievikt. Positionsförändringen grundar sig inte på ett explicit antagande om att aktiemarknaden generellt, eller Europa i synnerhet, kommer att utvecklas dåligt. Den grundar sig på bedömningen att ersättningen för att bära risk har försämrats, samtidigt som en betydande del av portföljens vänstersvansrisk är koncentrerad till Europa.

Rysslands tilltagande hot mot Europa utgör ytterligare en riskfaktor. Även om sannolikheten för en direkt militär konfrontation fortfarande bedöms vara liten, skulle konsekvenserna för de europeiska aktiemarknaderna kunna bli betydande. Risken behöver inte vara sannolik för att vara relevant i portföljkonstruktionen.

Vår nedallokering av aktierisken är således inte ett försök att förutspå nästa börsfall, utan en anpassning av vårt försäkringsbehov till förändrade omständigheter. Riskerna har blivit större, de potentiella utfallen allvarligare och ersättningen för att bära dem mindre attraktiv.

Vi betalar därför en försäkringspremie i form av en något lägre förväntad avkastning i ett gynnsamt scenario, i utbyte mot en bättre diversifierad vänstersvans.

Och precis som Vegetius hoppas vi att våra förberedelser skall visa sig vara onödiga.

Den 1 oktober 2026

Med vänlig hälsning,

Mikael Simonsen