Amplias månatliga investerarbrev

Snake Eyes

I det amerikanska kasinospelet craps innebär ett kast där båda tärningarna visar ett en omedelbar förlust för den som satsat på att kastaren skall vinna. Kombinationen kallas *snake eyes*, ormögon, eftersom de två ensamma prickarna på tärningarna liknar ett par olycksbådande stirrande ögon. Sannolikheten för detta olyckliga utfall är 1/36, eller knappt 2,8 procent. I aktiemarknadens antagna avkastningsfördelning motsvarar det sannolikheten för en månadsavkastning på mindre än minus nio procent.

Det intressanta är att även om varje tärningskast är oberoende av de tidigare kasten, ökar sannolikheten för att förr eller senare råka ut för *snake eyes* med antalet kast. Under 25 kast är sannolikheten ungefär 50 procent och under 36 kast cirka 64 procent. Tärningarna har emellertid inget minne. Om man lyckats kasta 36 gånger utan *snake eyes* är sannolikheten fortfarande densamma för de följande 25 kasten.

Aktiemarknaden påminner i vissa avseenden om ett tärningsspel. Enligt teorin om effektiva marknader återspeglar priserna alltid all tillgänglig information, vilket gör framtida prisförändringar svåra att förutsäga utifrån historiska kursrörelser. Marknadens *snake eyes* kan därför dyka upp när som helst, och risken att förr eller senare uppleva ett kraftigt kursfall ökar med placeringshorisonten.

Men här upphör likheten. Till skillnad från tärningarna har marknaden både minne och känslor. Investerarnas reaktioner på en negativ överraskning kan förstärka själva överraskningen. Besvikelse leder till försäljningar, fallande kurser skapar ytterligare oro och finansieringsvillkoren försämras. I värsta fall sprider sig rundgången från finansmarknaden till realekonomin, där den i sin tur ger upphov till nya negativa överraskningar.

Performance

Aktiemarknaderna avkastade svagt i oktober.

30.10.2026 Aktier	Valuta	Avkastning från månadens början(eur)	Avkastning från årets början(eur)	Avkastning 12 m (eur)
Världen	USD	0,7 %	16,7 %	16,4 %
Tillväxtmarknader	USD	-6,6 %	19,4 %	17,3 %
USA	USD	0,6 %	17,3 %	16,1 %
Europa	EUR	2,0 %	11,7 %	15,3 %
Storbrittannien	GBP	3,8 %	16,1 %	19,7 %
Japan	JPY	-3,8 %	33,2 %	26,7 %
Sydkorea	KRW	-10,6 %	77,2 %	82,8 %
Kina	USD	-6,3 %	-3,1 %	-4,4 %
Finland	EUR	-3,7 %	8,5 %	12,0 %
Sverige	SEK	3,5 %	11,9 %	17,1 %

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

Källa: Amplia, Bloomberg

Räntemarknaderna stöddes av sjunkande långräntor trots att kreditmarginalerna ökade.

Makro

November inleds med de amerikanska mellanårsvalen, där kontrollen över kongressen står på spel. Valresultatet kan få betydande konsekvenser för president Trumps politiska handlingsutrymme, inte minst vad gäller budgetförhandlingar, skuldtak och lagstiftning. För aktiemarknaden brukar mellanårsvalens direkta betydelse emellertid vara begränsad. Den ekonomiska utvecklingen och företagens vinster väger i längden tyngre än den politiska färgen på kongressen.

Det större frågetecknet gäller den politiska utvecklingen efter valet. Ett polariserat valresultat kan skapa nya konflikter kring budgetpolitiken och de amerikanska institutionerna. Även geopolitiken förblir svårbedömd, inte minst eftersom Vita husets utrikespolitiska prioriteringar kan förändras efter valet.

Samtidigt har energimarknaden blivit en allt större källa till osäkerhet. Oljepriset har stigit kraftigt till följd av störningarna i Persiska viken och attackerna mot tankfartyg i närheten av Hormuzsundet. Det europeiska naturgaspriset har passerat 100 euro per megawattimme, samtidigt som gaslagren endast är fyllda till omkring 75 procent inför vintern. Enligt Abu Dhabis nationella oljebolag har nästan en miljard fat olja dragits ur världens lager sedan Hormuzkrisen började.

Det handlar inte enbart om dyrare bensin och uppvärmning. Höga energipriser fortplantar sig genom transportkostnader, tjänstepriser och företagens marginaler. Om prischocken blir tillräckligt långvarig riskerar den att lyfta inflationsförväntningarna samtidigt som hushållens köpkraft försvagas. För centralbankerna är detta en särskilt besvärlig kombination, eftersom svagare tillväxt normalt skulle motivera lägre räntor medan stigande inflation talar för motsatsen.

På andra sidan vågskålen finns AI-investeringarna, som fortsätter att ge betydande draghjälp åt den amerikanska ekonomin. Investeringarna i datacenter, halvledare och energiinfrastruktur har blivit en allt viktigare tillväxtmotor. Men investeringarnas omfattning innebär också att allt större förväntningar byggs in i framtiden.

Här har finansmarknaden börjat visa tecken på nervositet. Kreditriskpremierna för flera AI-relaterade bolag har stigit, och Metas femåriga CDS-spread har ökat från under 50 till omkring 125 baspunkter under det senaste året. Investeringsplanerna fortsätter visserligen att expandera, men stigande finansieringskostnader väcker frågan om hur länge expansionen kan fortsätta i samma takt.

Det verkligt problematiska scenariot vore att försämrade finansieringsvillkor leder till nedskärningar i AI-investeringarna. Då riskerar leverantörernas intäkter att försvagas, vilket ytterligare försämrar finansieringsmöjligheterna och skapar en självförstärkande åtstramningsspiral.

Världsekonomin balanserar därmed mellan två motstridiga krafter: AI-investeringarnas positiva tillväxtimpuls och energikrisens negativa inverkan på inflation, köpkraft och företagens kostnader. I ett ogynnsamt scenario sammanfaller en AI-driven investeringsinbromsning med en energidriven inflationschock. Resultatet skulle kunna bli stagflation, där tillväxten försvagas samtidigt som inflationen förblir besvärande hög.

Vårt basscenario är emellertid fortfarande att AI-investeringarna fortsätter att stödja tillväxten och att energikrisens effekter förblir hanterbara. Däremot har ekonomins och marknadens känslighet för nya störningar ökat.

Värdering

Företagens resultat ger tills vidare ett betydligt ljusare budskap än marknadens nervositet låter antyda. Den pågående amerikanska rapportperioden visar fortsatt mycket stark vinsttillväxt. Den 30 oktober hade ca. 60 procent av bolagen i S&P 500 rapporterat sina resultat för tredje kvartalet. Av dessa hade 82 procent överträffat analytikernas vinstförväntningar och den sammanvägda vinsttillväxten uppgick till drygt 30 procent jämfört med föregående år.

Det finns emellertid en intressant spricka i den annars imponerande bilden. Även om en ovanligt stor andel av bolagen överträffar förväntningarna är överraskningarnas storlek betydligt mindre än normalt. Vinsterna överträffar prognoserna med endast 1,9 procent, jämfört med ett femårsgenomsnitt på 7,5 procent. Företagen levererar alltså starka resultat, men marknadens förväntningar har samtidigt blivit allt mer krävande.

Resultatprognoserna har dessutom fortsatt att revideras uppåt, i kontrast med det vanliga mönstret där analytikerna gradvis sänker sina prognoser under kvartalets gång. För fjärde kvartalet väntas vinsttillväxten uppgå till omkring 28 procent. Den starka vinstcykeln ger ett fundamentalt stöd åt aktiemarknaden, men lämnar samtidigt mindre utrymme för besvikelser.

Även värderingsbilden är mer nyanserad än rubrikerna antyder. S&P 500 handlas till omkring 18,7 gånger de förväntade vinsterna under de kommande tolv månaderna, en kort skugga under både fem- och tioårsgenomsnittet. Värderingarna är därmed inte exceptionellt höga i förhållande till de aktuella vinstprognoserna. Frågan är snarare hur robusta prognoserna är om AI-investeringarna bromsar in eller energipriserna börjar pressa företagens marginaler.

Marknadens sårbarhet ligger således inte nödvändigtvis i priset på dagens vinster, utan i beroendet av att morgondagens vinster fortsätter att växa i den takt som förväntas.

Sentiment

Marknadens nervositet har tilltagit under oktober. VIX-indexet steg under fredagen den 30 oktober till 23,95 men stängde på 19,44. Vår interna nivå för att omvärdera sentimentbilden ligger vid en stängning över 24 och har således ännu inte passerats.

Att volatiliteten steg så kraftigt under dagen för att därefter falla tillbaka visar att marknaden fortfarande förmår absorbera oron. Samtidigt antyder de stora rörelserna att investerarna blivit mer vankelmodiga. Marknaden reagerar allt kraftigare på ny information, även när den fundamentala betydelsen är begränsad.

S&P 500 har brutit sitt 100-dagars glidande medeltal, medan Euro Stoxx 50 fluktuerar kring sitt 200-dagars medeltal. Dessa nivåer saknar i sig magisk betydelse, men kan påverka placerarnas beteende när många följer samma tekniska signaler.

Marknaden förefaller obeslutsam om vilken riskpremie som är den rätta. En positiv överraskning kan utlösa en kraftig återhämtning när pessimistiska positioner avvecklas. En negativ nyhet kan däremot sätta i gång en kedjereaktion där försäljningar föder nya försäljningar.

Ju mer marknadens sentiment reagerar på förändringar i sentimentet, desto större blir risken att oron utvecklar ett eget liv. Det är just här som finansmarknaden skiljer sig från tärningsspelet. Ett *snake eyes* kan påverka förutsättningarna för nästa kast.

Allokering

Vi bibehåller den neutrala aktievikt som vi intog i slutet av september. Vårt basscenario är fortfarande att optimismen och investeringsboomen kring AI skall vinna över de negativa krafterna och bidra till högre ekonomisk tillväxt, stigande företagsvinster och därmed högre aktiepriser.

Samtidigt ser vi molnen hopas vid horisonten. Kombinationen av höga energipriser, ökande finansieringsrisker och ett känsligare marknadssentiment innebär att en enskild negativ överraskning kan få större följder än normalt. Risken ligger inte enbart i själva händelsen, utan också i de reaktioner som den utlöser.

Vår grundfilosofi är att över tid bära hög aktierisk och därmed ta del av den långsiktiga tillväxten på kapitalmarknaden. Vi vill emellertid bromsa när det finns konkreta skäl att misstänka att riskbilden håller på att förändras. Den nuvarande neutrala aktievikten skall därför ses som en defensiv positionering snarare än som ett uttryck för pessimism.

För tillfället väljer vi att se tiden an, men med beredskap att agera i båda riktningarna. Om sannolikheten för ett stagflationsscenario ökar, eller om finansieringsproblemen börjar hota AI-investeringarna på bred front, är vi beredda att minska aktievikten med ytterligare tio procentenheter. Om orosmolnen däremot skingras och de positiva fundamentala krafterna återtar initiativet, kan vi snabbt öka aktievikten med motsvarande belopp.

Skulle vi se oss tvungna att minska risken blir nästa uppgift att identifiera när den skall återtas. Då behöver vi skilja mellan förändringar i ekonomins fundamentala förutsättningar och förändringar i investerarnas känslor. En självförstärkande negativ spiral i realekonomin kan motivera fortsatt försiktighet, medan en överreaktion på finansmarknaden kan skapa attraktiva värderingar och minska den framtida risken.

Tärningarna har inget minne, men det har marknaden. Ett *snake eyes* kan öka sannolikheten för ännu ett olyckligt utfall genom att sätta i gång en kedjereaktion. Men det kan också skapa förutsättningarna för nästa goda kast, när rädslan driver priserna längre ned än fundamenten motiverar.

Vår uppgift är inte att vara rädda för tärningarna, utan att känna igen när spelets sannolikheter förändras.

Den 2 november 2026

Med vänlig hälsning,

Mikael Simonsen