

Trumps tariffer øger usikkerheden og sender økonomien på en farlig kurs

Redaktør: Chefstrateg Christian Mose Nielsen, cms@sparnord.dk, tlf. 96 34 44 17

Vi befinder os i et meget udfordrende investeringsmiljø, hvor usikkerheden om de økonomiske udsigter er meget høj, og hvor det må forventes, at vi fortsat kommer til at se større end normale udsving på både aktie- og obligationsmarkederne i takt med, at investorerne forholder sig til politiske udmeldinger fra specielt Trump – herunder hvilken effekt disse udmeldinger vil få på amerikansk og global økonomi. Vil Trumps handelskrig og uforudsigelige politiske kurs sende amerikansk økonomi i en recession (periode med økonomisk tilbagegang), eller vil en deeskalering af handelskrigen, deregulering og skattelettelser resultere i et scenarie med lavere (men positiv) vækst og højere inflation i USA end normalt?

To scenarier der har meget forskellige investeringsmæssige implikationer. I et recessionsscenario vil vi efter alt at dømme se yderligere fald på de globale aktiemarkeder. Omvendt vil tegn på, at vi "kun" bevæger os mod et lavvækstscenarie, formentligt blive taget positivt imod på de globale aktiemarkeder. Trumps gøren og laden vil formentligt afgøre, i hvilket scenarie vi ender. Da vi finder det så godt som umuligt at forudsige Trumps politiske træk, vælger vi at have alle aktivklasser (aktier, stats-/realkreditobligationer og virksomhedsobligationer) på neutral vægt svarende til en normal aktie- og obligationsandel set i forhold til investors investeringshorisont og risikoprofil.

Aktivallokering	Før	Nu
Aktier	Neutral vægt	Neutral vægt
Obligationer	Neutral vægt	Neutral vægt
Stats- og realkreditobligationer	Neutral vægt	Neutral vægt
Virksomhedsobligationer	Neutral vægt	Neutral vægt

Allokeringen skal ses i forhold til investors neutrale strategi og for en 3-6 måneders horisont

Trumps politik øger risikoen for en recession

Trumps økonomiske politik siden indsættelsen den 20. januar (og i særdeleshed i løbet af den seneste måned) har forværret udsigterne for en ellers ret robust amerikansk økonomi.

Omfanget af og størrelsen på de tariffer, der blev annonceret 3. april og de efterfølgende forhøjelser af tariffene på Kina, vil isoleret set formentligt være nok til at presse inflationen så meget i vejret, at vi kommer til at se en meget kraftig udhuling af forbrugerens købekraft. Kombineret med høj politisk uforudsigelighed, der rammer erhvervslivets investeringsaktivitet, syntes amerikansk økonomi godt på vej mod en recession medmindre den politiske kurs blev ændret. Dette både i form af en deeskalering af handelskrigen men også i form af et øget fokus på deregulering og i særdeleshed skattelettelser.

Onsdagens 90 dages udskydelse af en stor del af de tariffer, der blev annonceret 3. april, er et godt eksempel på, hvor hurtigt vi kan se en ændret politisk kurs. Det delvise og indtil videre midlertidige tilbagetog på handelsfronten mindsker risikoen for en recession en smule. Dette selvfølgelig forudsat, at vi om 90 dage ikke ser en fuldstændig og længerevarende implementering af de tariffer, der nu er udskudt.

Det er dog vigtigt at være opmærksom på, at risikoen for en amerikansk recession, der også vil smitte af på resten af den globale økonomi, fortsat er meget høj.

Det mest sandsynlige alternative scenarie til en recession (og også det marginalt mest sandsynlige scenarie), er efter vores vurdering en periode med højere end normal inflation og lavere end normal (men positiv) vækst i USA. Hvor høj inflationen bliver, og hvor lav væksten bliver i dette scenarie, afhænger i høj grad af, om vi ser yderligere deeskalering af handelskrigen samt af omfanget af og størrelsen på deregulering og skattelettelser.

Omvendt synes et scenarie med normal eller højere end normal vækst (såkaldt trend vækst) samt inflation tæt på 2% ikke særligt sandsynligt.

Høj usikkerhed om de økonomiske udsigter

Med en meget zigzaggende og uforudsigelig amerikansk politisk kurs, er det uhyre svært at vurdere, om vi er på vej mod en recession eller "blot" en periode med lav vækst (og i givet fald, hvor lav vækst). Usikkerheden om de økonomiske udsigter (både på kort og længere sigt) samt udsigterne for de globale aktie- og obligationsmarkeder er med andre ord meget høj. Den seneste uges begivenheder illustrerer meget godt dette.

Hvad gør ECB og Fed?

Det er fortsat vores forventning, at ECB vil sænke renten med 25bp på begge rentemøder i april og juni for derefter at holde renten uændret i en længere periode. Trumps handelskrig har dog potentialet til at lægge et så stort nedadgående pres på væksten og inflationen i Eurozonen, at vi kommer til at se ECB sænke renten mere, end vi forventer pt.

I USA er Fed fanget i et svært dilemma bestående af udsigt til højere (men formentligt midlertidig) inflation og lavere vækst (og måske endda recession). Det er vores hovedscenarie, at Fed vil sænke renten med yderligere 100bp frem til marts 2026. Ender USA i en recession, vil Fed formentligt vægte hensynet til væksten højere end hensynet til inflationen og sænke renten betydeligt.

Lange statsrenter – et tovtrækkeri

Udsigterne for de lange statsrenter kan betragtes som et tovtrækkeri. I USA trækker udsigten til rentenedsættelser fra Fed og lavere vækst (og måske endda recession) ned i de lange statsrenter. Omvendt trækker store budgetunderskud, planer om skattelettelser og udsigt til stigende inflation op i de lange renter. Hertil kommer en stigende risiko for, at udenlandske investorer (især Kina) fremadrettet måske vil have en mindre appetit på at købe amerikanske statsobligationer.

Der er således stor usikkerhed om udsigterne for de toneangivende lange amerikanske statsrenter og dermed også om udsigterne for lange danske statsrenter.

En udfordrende tid for aktieinvestorer

Den seneste tid har budt på meget store udsving på de globale aktiemarkeder. Udsving der er en naturlig konsekvens af den politiske og økonomiske usikkerhed, og af at aktieinvestorerne har skulle forholde sig til en stigende risiko for en amerikansk recession.

En recession der i givet fald må forventes at medføre et betydeligt fald i virksomhedernes indtjening. Dette både på grund af lavere omsætning, men i høj grad også fordi en eventuel recession må forventes at lægge et nedadgående pres på virksomhedernes meget høje overskudgrader.

Hertil kommer, at globale aktier (og i særdeleshed amerikanske aktier) ikke er billigt prisfastsat på trods af den seneste tids fald. Dette både absolut set (målt med PE forhold) og set i forhold til renteniveauet (målt ved risikopræmier). Globale aktier indpriser efter vores vurdering således ikke en eventuel recession og er også prisfastsat til den dyre side i et scenarie med lav men positiv vækst, hvor det også må forventes, at vi kommer til at

se betydelige nedjusteringer af analytikernes indtjeningsforventninger.

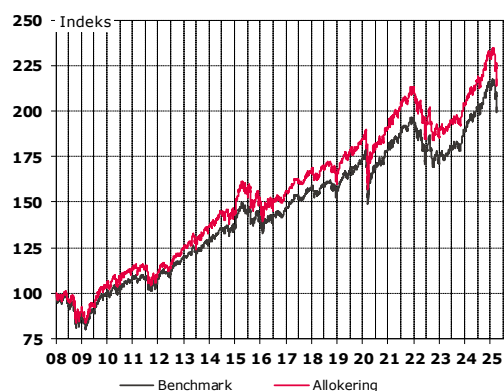
Omvendt er stemningen blandt globale aktieinvestorer (målt ved en række surveys og andre såkaldte positionerings- og stemningsindikatorer) ret negativ. Positive nyheder på handelsfronten og/eller yderligere tegn på udsigt til deregulering og skattelettelser vil således nemt kunne opfattes som en positiv overraskelse af mange investorer.

Taktisk aktivallokering – neutral vægt

Vi befinder os i et meget udfordrende investeringsmiljø, hvor det må forventes, at vi kommer til at se større end normale udsving på både aktie- og obligationsmarkerne i takt med, at investorerne forholder sig til politiske udmeldinger (fra især Trump), og vurderer hvilken effekt disse vil få på amerikansk og global økonomi. Da vi finder det så godt som umuligt at forudsige Trumps politiske træk, vælger vi at have alle aktivklasser (aktier, stats-/realkreditobligationer og virksomhedsobligationer) på neutral vægt svarende til en normal aktie- og obligationsandel set i forhold til investors investeringshorisont og risikoprofil.

Figur 1: Afkast og performance

Afkast pr.	Siden	År til dato
09-04-2025	11-03-2025	
Allokering	-1,9%	-5,3%
Benchmark	-1,9%	-5,0%
Aktier	-5,7%	-12,0%
Obligationer	0,7%	-0,2%
Stats- og realkreditobligationer	1,1%	-0,3%
Virksomhedsobligationer	-0,7%	-0,6%



Spar Nord Banks Investeringskomité

Mads Stouby	96 34 42 33
Peter Møller	96 34 41 66
Christian Mose Nielsen	96 34 44 17
Martin Lundholm	96 34 40 55
Lars Hackenberg	96 34 29 55
Jesper Iisager Bak	96 34 40 81

Redaktion afsluttet, 10. april 2025, kl. 15:27

Denne publikation er udgivet af Spar Nord Bank A/S, Postboks 162, 9100 Aalborg. Publikationen er markedsføringsmateriale og opfylder derfor ikke de retskrav, der stilles til investeringsanalyser. Oplysningerne i publikationen er ikke investeringsanbefalinger og er ikke et tilbud om eller en opfordring til køb eller salg af de pågældende finansielle instrumenter. Der er ikke forbud mod at handle inden offentliggørelse af dette markedsføringsmateriale, og Spar Nord Bank A/S og dens ansatte kan have positioner i de pågældende finansielle instrumenter og valutakryds. Spar Nord Bank A/S fraskriver sig ethvert ansvar for tab for dispositioner foretaget på baggrund af publikationen.

Gengivelsen af publikationen eller dele heraf er ikke tilladt uden forudgående tilladelse. Spar Nord Bank A/S tager forbehold for fejl i kilder, trykfejl og beregningsfejl. Alle vurderinger er udført på den angivne dato og kan ændres uden videre. Historiske afkast, prognoser, vurdering af gevinstpotentiale og værdiansættelsesmæssige betragtninger kan ikke opfattes som en pålidelig indikator for fremtidig udvikling. Medmindre andet er angivet, er afkastberegninger opgjort eksklusive handelsomkostninger og eventuel skat. Den fremtidige kursudvikling og/eller det fremtidige afkast kan blive negativt, og gevinster eller tab kan blive forøget eller formindsket som følge af valutakursudsving.