

Fortrøstningsfulde globale aktiemarkeder

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

- Usikkerheden om de økonomiske udsigter er fortsat høj men vores økonomiske hovedscenarier er uændret: Amerikansk økonomi står overfor midlertidigt stigende inflation og en betydelig vækstafmatning som følge af tariffen og generelt øget økonomisk usikkerhed. Risikoen for en recession er aftaget en smule men er fortsat forhøjet. Hvorvidt vores hovedscenarie eller recessionsscenariet udspiller sig afhænger i meget høj grad af den førte politik i USA – herunder især på handelsområdet.
- De lange statsrenter og kreditspændene forventes i vores hovedscenarie at forblive omkring de nuværende niveauer over de kommende 3-6 måneder, men man må som investor formentligt indstille sig på større udsving end normalt.
- Aktiemarkedet reagerede voldsomt ovenpå den kraftige eskalering af handelskrigen den 2. april, men har efter Trumps pauser i de landespecifikke gengældelsestoldsatser, fremskridt i forhandlingerne om en finanspolitisk pakke og fortsat robuste amerikanske aktivitetsdata for forbrug og beskæftigelse genvundet det tabte i forhold til 2. april. Det globale aktiemarked er efter vores vurdering ret fortrøstningsfuldt med hensyn til de økonomiske udsigter og indpriser meget lidt risiko for en recession. Vi forventer de kommende 3-6 måneder vil byde på større end normale udsving på de globale aktiemarkeder i takt med at den vækstafmatning, som vi forventer, begynder at materialisere sig i de økonomiske nøgletal. Pilen forventes i vores hovedscenarie dog at pege svagt op på de globale aktiemarkeder.
- Den store usikkerhed om de økonomiske og finansielle udsigter kombineret med den meget store afhængighed af udviklingen i specielt amerikansk politik, som er meget uforudsigelig, tilsiger efter vores vurdering en neutral allokering til både aktier, stats-/realkreditobligationer og virksomhedsobligationer på 3-6 måneders sigt.

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

De globale aktiemarkeder reagerede voldsomt på Trumps gengældelsestoldsatser, der blev annonceret 2. april. Fra 2. april og frem til 8. april gav globale aktier således et afkast på -11,5% målt i DKK. Siden da er globale aktier steget, og de globale aktiemarkeder ser nu afkastmæssigt ud til at have lagt Trumps "Liberation Day" nogenlunde bag sig. Globale aktier har således givet et afkast målt i DKK på 0,7% fra 2. april til 23. juni. Globale aktier nåede faktisk allerede 12. maj tilbage til niveauet fra 2. april – en vigtig påmindelse om, hvor hurtigt stemningen kan skifte på de finansielle markeder.

Det hurtige comeback ovenpå nedturen i starten af april skyldes flere forhold:

- 1) Mere forsonende toner på handelsfronten – herunder udskydelse af de landespecifikke gengældelsestoldsatser og en handelsaftale mellem USA og Storbritannien
- 2) Tegn på en fortsat robust amerikansk økonomi
- 3) Fremskridt i forhandlingerne om en finanspolitisk pakke i USA

Stigende inflation og aftagende vækst

Den seneste tid har budt på lavere end ventede amerikanske inflationsdata. En udvikling der dog må forventes at være stilhed før stormen. Det må således forventes, at Trumps tariffen over de kommende måneder vil begynde at vise sig i de månedlige inflationsdata og medføre en betydelig (men midlertidig) stigning i amerikansk inflation i 2025, hvilket vil udhule den amerikanske forbrugers købekraft. Trumps generelt zigzaggende politiske kurs, der øger usikkerheden om de økonomiske udsigter, må ligeledes forventes at lægge et nedadgående pres på virksomhedernes investeringer og beskæftigelsen. Disse forhold forventes tilsammen at lægge et betydeligt nedadgående pres på væksten i amerikansk økonomi i 2025. Et nedadgående pres der forventes at mere end opveje den medvind, der nu ser ud til at komme fra Trumps "One Big Beautiful Bill", der er i gang med at blive behandlet i Kongressen.

Hvor stort, dette pres bliver, afhænger i meget høj grad af, hvad der kommer til at ske på handelsfronten. Et spørgsmål som det er meget svært at give et troværdigt svar på. Forlænges den 90 dages pause i de landespecifikke tariffen,

der udløber 9. juli (og for Kinas vedkommende 15. august)? Hvis ja, hvor længe? Hvis nej, hvor store bliver tariffene så? Og hvorvidt, hvornår og hvor store sektorspecifikke tariffer kommer vi til at se på bl.a. mikrochips og sundhedsområdet? Usikkerheden på handelsfronten er meget høj og afhængig af Trumps beslutninger.

Udover handelspolitikken kan også Trumps immigrationspolitik få stor betydning for vækstbilledet. Vi har den seneste tid set tegn på, at Trump administrationen intensiverer indsatsen mod illegale indvandrere – herunder ved kontrolbesøg på virksomheder. Dette risikerer, hvis udviklingen fortsætter, at lægge et nedadgående pres på væksten og potentielt øge lønpresset. Sidstnævnte vil øge risikoen for, at den stigende inflation fra tariffene ikke blot bliver midlertidig. Et scenario som den amerikanske centralbank (Fed) vil gøre alt for at undgå, og som derfor kan udskyde de rentenedsættelser, der ellers vil kunne fjerne noget af den pengepolitiske modvind for væksten. Hvor stor, modvinden fra immigrationspolitikken bliver, afhænger ligesom handelsmodvinden af Trumps beslutninger.

Uændret hovedscenario og høj usikkerhed

Usikkerheden om de økonomiske udsigter er høj, og det mest sandsynlige scenario er fortsat et scenario med højere end normal inflation og lavere end normal vækst. Det er således vores forventning, at vi kommer til at se en betydelig (men midlertidig) stigning i inflationen og en betydelig nedgang i væksten i 2025 og ind i 2026.

Lavere men stadig forhøjet recessionsrisiko

Risikoen for at denne vækstobremser udvikler sig til decideret økonomisk tilbagegang (en såkaldt recession) er fortsat højere end normalt, men er den seneste tid aftaget en smule. Dette skyldes opblødningen (om end muligvis kun midlertidig) på handelsfronten, fortsat robuste amerikanske aktivitetsdata for forbrug og beskæftigelse samt stigende sandsynlighed for en positiv vækstimpuls fra finanspolitikken i 2026.

Mellemøsten og USD-svækkelse

Udover stor usikkerhed om de økonomiske effekter af Trumps politik på specielt handels- og til dels immigrationsområdet skal investorer aktuelt også forholde sig til usikkerhed om konflikterne i Mellemøsten og den noget atypiske USD-svækkelse, som vi har set i 2025.

De historiske erfaringer indikerer, at den meget anspændte situation i Mellemøsten næppe vil påvirke de finansielle markeder i større stil, såfremt situationen ikke udvikler sig til en større regional krig, medfører kraftigt stigende oliepris eller medfører alvorlige forsinkelser i de globale forsyningskæder.

Den USD-svækkelse, som vi har været vidne til i 2025, er atypisk, da vi historisk ofte har set USD-styrkelse, når der

er uro på de globale finansielle markeder. Forklaringen skal formentligt findes i Trumps uforudsigelige politiske kurs – herunder handelspolitikken, opgør med internationale systemer og normer samt Trumps angreb på Feds uafhængighed. Effekten af USD-svækkelsen har indtil videre resulteret i lavere afkast for ikke-amerikanske investorer i amerikanske aktiver (herunder amerikanske aktier og obligationer), men har ikke resulteret i større stød til det samlede finansielle system, hvor USD spiller en meget vigtig rolle. En yderligere kraftig og ukontrolleret USD-svækkelse vil potentielt kunne ændre dette billede.

Høj volatilitet men stort set uændret renteniveau

Det er vores forventning, at de kommende 3-6 måneder vil byde på fortsat større end normale udsving i kreditspænd og de lange statsrenter, der dog forventes at forblive omkring de nuværende niveauer.

Usikkerheden om de lange statsrenter er dog væsentligt større end normalt. Dette skyldes både usikkerheden om de økonomiske udsigter, men også de finansielle markeds øgede fokus på den store gældsudstedelse i mange lande – herunder i særdeleshed i USA.

Aktier: Lave risikopræmier

Der er i vores økonomiske hovedscenario næppe udsigt til megen medvind til globale aktier fra indtjeningssiden. Dette som følge af, at den vækstafmatning, som vi forventer, formentligt vil resultere i begrænset omsætningsvækst og et nedadgående pres på de rekordhøje overskudsgrader.

Med stor usikkerhed om de økonomiske udsigter, forhøjet risiko for en amerikansk recession, geopolitiske spændinger og meget lave risikopræmier er der i vores hovedscenario ligeledes næppe udsigt til medvind fra prisfastsættelsen.

Det er vores forventning, at de kommende 3-6 måneder vil byde på større end normale udsving på de globale aktiemarkeder, men at pilen stadig peger den rigtige retning – om end formentligt kun svagt op.

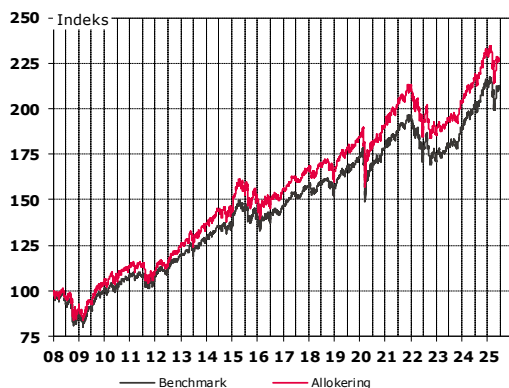
Som investor er det endvidere vigtigt at være opmærksom på, at de globale aktiemarkeder formentligt vil stå overfor store fald i indtjeningen og prisfastsættelsen, hvis vores risikoscenario i form af en amerikansk recession skulle udspille sig. Udfaldsrummet for globale aktier er med andre ord ret asymmetrisk.

Taktisk aktivallokering: Neutral vægt

Den meget store usikkerhed om de økonomiske og finansielle udsigter kombineret med den meget store afhængighed af udviklingen i specielt amerikansk politik, som er meget uforudsigelig, tilsiger efter vores vurdering en neutral allokering til både aktier, stats-/realkreditobligationer og virksomhedsobligationer på 3-6 måneders sigt.

Figur 1: Afkast og performance

Afkast pr. 20-06-2025	Siden	
	09-04-2025	År til dato
Allokering	4,0%	-1,5%
Benchmark	4,0%	-1,2%
Aktier	8,5%	-4,5%
Obligationer	1,0%	0,8%
Stats- og realkreditobligationer	0,8%	0,5%
Virksomhedsobligationer	2,6%	2,0%

**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, 24. juni 2025, kl. 16:33

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.