

Øget usikkerhed – neutral vægt alle aktivklasser

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

- Trump administrationens store fokus på vækstnegative politikker i form af tariffer og offentlige besparelser kombineret med en ret uforudsigelig politisk kurs har medført øget usikkerhed om de økonomiske udsigter.
- Det er vores forventning, at amerikansk økonomi vil gå mere ned i gear end tidligere forventet men undgå en recession. Eurozonen er formentligt på vej op i gear rent vækstmæssigt som følge af udsigt til massive stimuli. Også i Kina synes der at være fokus på vækstunderstøttende politikker. En eskalering af handelskrigen er dog en trussel.
- Der er udsigt til fortsatte pengepolitiske lempelser i Eurozonen og USA. I specielt USA er usikkerheden om de pengepolitiske udsigter dog forhøjet.
- De lange statsrenter er steget kraftigt som følge af udsigt til massive stimuli i Tyskland men forventes at forblive omkring det nuværende niveau de næste 3-6 måneder. Udsvingene i de lange renter må dog forventes at forblive højere end normalt. Europæiske kreditspænd forventes at forblive uændrede til lidt højere på 3-6 måneders sigt.
- Uroen, som vi ser på de globale aktiemarkeder, er efter vores vurdering en korrektion snarere end begyndelsen på et bear marked (dyb og længerevarende nedtur). Udsigterne for aktiemarkedet er meget afhængig af den politiske udvikling i specielt USA, og man må som aktieinvestor formentligt indstille sig på større udsving end normalt over de næste 3-6 måneder.
- Den øgede usikkerhed relateret til specielt amerikansk politik medfører, at vi ændrer vores taktiske aktivallokering til neutral vægt på alle aktivklasser: Aktier, stats-/realkreditobligationer og virksomhedsobligationer.

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

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

Den nye Trump administration har på den økonomiske front valgt at starte med at prioritere vækstnegative politikker i form af tariffer og offentlige besparelser fremfor vækstpositive politikker i form af skattelettelser og mindre regulering. En prioritering der står i kontrast til Trumps første embedsperiode, og som har overrasket os. Kombineret med en meget zigzaggende og generelt uforudsigelig politisk ageren har det store fokus på tariffer og offentlige besparelser medført øget usikkerhed om vækst- og inflationsudsigterne i USA. En usikkerhed der har medført uro på de globale aktiemarkeder.

Vækstafmatning men næppe recession i USA

Det er fortsat vores hovedscenarion, at amerikansk økonomi vil opleve en vækstafmatning i 2025. En vækstafmatning der forventes at blive større end tidligere antaget som følge af øget inflationært pres fra tariffer og en negativ påvirkning af forbruger- og erhvervstillid som følge af den øgede politiske og økonomiske usikkerhed. Amerikansk inflation forventes at bevæge sig sidelæns til svagt op i 2025 men begynde at aftage igen i 2026, når engangseffekterne fra højere tariffer forsvinder. Fed forventes at sænke styringsrenten med 25bp på rentemødet til juni og herefter

kvartalsvist frem til og med marts 2026, hvor styringsrenten i så fald vil være 3,25-3,5%.

Risikoen for at offentlige besparelser og tariffer kombineret med faldende forbruger- og erhvervstillid (som følge af den uforudsigelige politiske kurs) sætter gang i en negativ spiral og resulterer i en større og længerevarende økonomisk nedtur, en såkaldt recession, er dog øget.

Omvendt er det som investor også vigtigt at være opmærksom på, at der også er et scenarion, der er mere positivt end vores hovedscenarion. Det er således vigtigt at huske på, at dele af Trumps mange politikforslag i form af deregulering og skattelettelser er vækstpositive. Kombineret med muligheden for, at Trump ikke eskalerer handelskrigen yderligere eller måske endda ruller nogle af den seneste tids tariffer tilbage, vil sådanne skattelettelser og deregulering (hvis de vedtages i tilpas stort omfang) potentielt kunne medføre et mere positivt vækstscenarion, end vi pt. forventer. Det er i denne henseende dog vigtigt at være opmærksom på, at dele af de skattelettelser, der typisk tales om – nemlig en forlængelse af Trumps personskattelettelser fra 2017 – ikke vil give et positivt

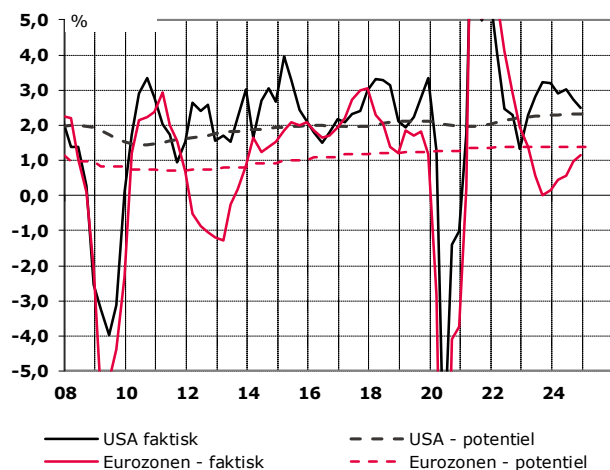
vækstbidrag men blot vil sikre, at den amerikanske forbruger ikke får øget modvind fra højere skatter.

Stimuli i Europa og Kina?

De kinesiske myndigheder har for nyligt fastholdt deres mål om vækst på 5% og signalerer et øget fokus på at få den kinesiske forbruger mere op i gear. De kinesiske myndigheder plejer som regel at nå deres vækstsmål, og det må derfor forventes, at vi set i lyset af de tariffer, som Trump har pålagt Kina, vil komme til at se yderligere stimuli i Kina.

I Europa har Trumps gøren og laden på den sikkerheds- og handelspolitiske front formentligt været medvirkende årsag til, at vi har set både EU Kommissionen og ikke mindst den kommende tyske regering foreslå nye store stimuli. Den foreslåede meget store tyske stimulipakke, der blandt andet involverer store forsvars- og infrastrukturinvesteringer vil, hvis den vedtages, give et løft til den hårdt trængte tyske økonomi, men vil også medføre øget budgetunderskud. Bekymringen over sidstnævnte har medført meget kraftige stigninger i tyske og danske statsrenter i marts. Det er fortsat vores forventning, at vi kommer til at se tiltagende vækst i Eurozonen (men fra et lavt niveau – se figur 1) godt understøttet af offentlige stimuli og øget privatforbrug. På inflationsfronten forventes aftagende inflation. Inflation der dog næppe når tilbage til 2% før i starten af 2026. En større eskalering af handelskrigen med USA er en væsentlig risiko.

Figur 1: Faktisk og potentiel vækst i Eurozonen og USA



Fed og ECB nærmer sig neutral

Det er vores forventning, at ECB vil sænke renten med 25bp på hvert af de to kommende rentemøder, hvilket vil efterlade ECBs rente på 2%. Et niveau der formentligt svarer til en neutral pengepolitik, det vil sige et niveau der hverken stimulerer eller dæmper den økonomiske aktivitet. I USA forventes vejen tilbage til neutral, der i USA formentligt ligger i intervallet 3,25-3,5%, at være noget længere. Vi forventer, at Fed sænker renten med 25bp på rentemødet til juni og derefter med 25bp pr. kvartal frem til og med

1. kvartal 2026, hvor renten i så fald vil være 3,25-3,5%. Usikkerheden er dog stor og udsigterne afhænger i høj grad af, hvor stor vækstafmatningen i USA bliver, samt om det opadgående pres på inflationen, som højere tariffer vil medføre, sætter gang i såkaldte anden-runde-effekter i form af et opadgående lønpres. Med et ret balanceret arbejdsmarked og udsigt til vækstafmatning vurderes risikoen for sådanne anden-runde-effekter fortsat at være relativt lav. Tegn på stigende inflationsforventninger og/eller massive skattelettelse kan dog ændre dette billede.

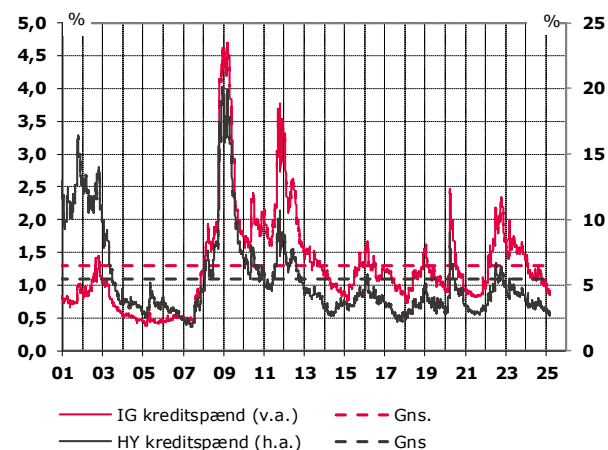
Udsigt til uændret niveau for de lange statsrenter

Den 10-årige tyske statsrente steg 30bp dagen efter, at den formentligt kommende nye tyske regering foreslog en massiv ny hjælpepakke. En hjælpepakke der, hvis den vedtages, vil medføre væsentligt større budgetunderskud og dermed obligationsudstedelser i Tyskland. Budgetunderskud der dog i givet fald stiger fra et lavt niveau, og som fortsat vil være lavere, end hvad vi ser i flere andre store vestlige økonomier – herunder ikke mindst USA. Den kraftige bevægelse i den 10-årige tyske statsrente smittede ikke overraskende af på den 10-årige danske statsrente. Det er vores forventning, at vi på 3-6 måneders sigt vil se den 10-årige danske statsrente ligge omkring det nuværende niveau. Udsvingene på obligationsmarkedet må dog forventes at forblive større end normalt som følge af den forhøjede økonomiske og ikke mindst politiske usikkerhed.

Uændrede til lidt højere kreditspænd

Europæiske IG og HY kreditspænd er lave set i et historisk perspektiv – se figur 2. Der er dog fortsat ikke tegn på nævneværdige stigende misligholdelser og udsigten til tiltagende vækst (men fra et lavt niveau) og stort set uændrede lange statsrenter bør isoleret set understøtte europæiske virksomhedsobligationer. Vi forventer uændrede til lidt højere europæiske kreditspænd på 3-6 måneders sigt.

Figur 2: Europæiske kreditspænd



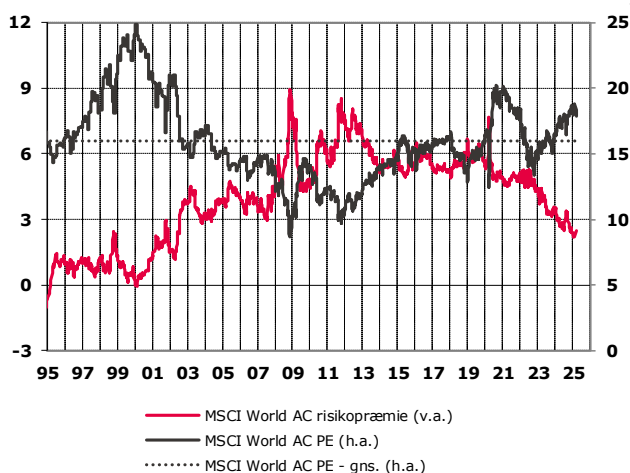
Aktier: Korrektion – næppe bear marked

Den seneste tids uro på de globale finansielle markeder er efter vores vurdering snarere en såkaldt korrektion end begyndelsen på en større og længerevarende nedtur – et såkaldt bear marked. Sidstnævnte ser vi typisk i forbindelse med større økonomiske nedture, hvilket som tidligere nævnt ikke er vores hovedscenario.

Usikkerheden om udsigterne er dog øget, og den meget uforudsigelige og indtil videre vækstnegative politik, som Trump administrationen har ført, gør det udfordrende at være aktieinvestor. Som nævnt tidligere er det dog vigtigt at være opmærksom på, at vi fortsat ikke har hørt meget til de vækstpositive (og dermed også aktiepositive) aspekter af Trumps foreslåede politikker i form af skattelettelser og mindre reguleringer. Det er endvidere vigtigt at være opmærksom på, at der i stigende grad (ikke overraskende set i lyset af de fald, som vi har set) begynder at være en relativt negativ stemning på aktiemarkedet. I sådanne situationer skal der, hvis de økonomiske udsigter ikke forværres betydeligt, ofte ikke meget til for at overraske positivt.

Ses på mere fundamentale forhold, er der indtjeningsmæssigt fortsat udsigt til pæn EPS-vækst om end analytikernes EPS-skøn, der den seneste tid er blevet nedjusteret, fortsat synes til den høje side. I hvert fald hvis virksomhederne ikke formår at hæve de i forvejen allerede høje profitmarginer yderligere. En øvelse der kan være udfordrende i et miljø, hvor amerikansk vækst er på vej ned i gear. Prisfastsættelsesmæssigt handler globale aktier stadig til den dyre side – både absolut og relativt til renteniveauet (se figur 3).

Figur 3: PE og risikopræmie - globale aktier



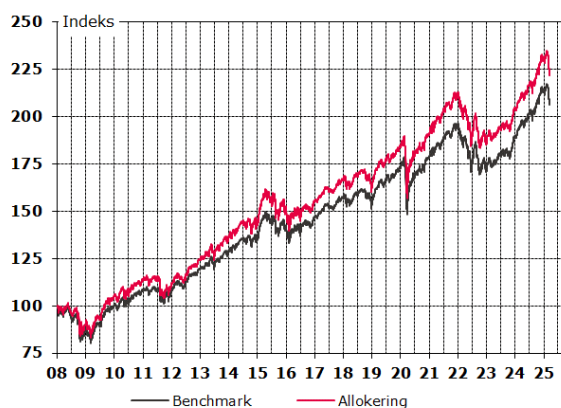
Som aktieinvestor må man desværre nok indstille sig på, at vi pt. befinder os i et miljø, hvor volatiliteten vil være større end normalt, og hvor det er udfordrende at manøvrere på grund af den store politiske usikkerhed og ikke mindst uforudsigeligheden i amerikansk politik.

Taktisk aktivallokering – neutral vægt

Kombinationen af udsigt til en større end hidtil forventet vækstafmatning i USA, større risiko for en amerikansk recession og ikke mindst en meget uforudsigelig politisk kurs gør, at vi vælger at gå på neutral vægt på alle aktivklasser, det vil sige neutral vægt på både aktier, stats-/realkreditobligationer og virksomhedsobligationer.

Figur 4: Afkast og performance

Afkast pr.	Siden	År til dato
11-03-2025	15-01-2025	
Allokering	-3,7%	-3,5%
Benchmark	-3,3%	-3,1%
Aktier	-7,8%	-6,7%
Obligationer	-0,3%	-0,8%
Stats- og realkreditobligationer	-0,7%	-1,4%
Virksomhedsobligationer	0,6%	0,1%



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, 14. marts 2025, kl. 11:08

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.