

Handelspolitisk modvind kontra finanspolitisk medvind

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

- De globale aktiemarkeder er fortsat meget fortrøstningsfulde med hensyn til, at Trumps handelskrig kun vil svække væksten, men ikke sende amerikansk og global økonomi ud i en recession. Et scenario, som vi også ser som det mest sandsynlige scenario. Høj prisfastsættelse medfører dog, at de globale aktiemarkeder er sårbare overfor negative nyheder. Negative nyheder der kan komme fra flere fronter. Vi har således ikke set de fulde effekter af Trumps handelskrig endnu, ligesom det amerikanske arbejdsmarked har vist bekymrende svaghed de seneste måneder. Hertil kommer angreb på den amerikanske centralbanks uafhængighed og gældsproblemer i bl.a. Frankrig.
- Det er vores forventning, at vi i vores hovedscenario vil se (over de næste 3-6 måneder) lange statsrenter og kreditspænd omkring de nuværende niveauer og fortsat fremgang på aktiemarkederne. Ud fra en samlet vurdering af afkastmuligheder og risici fastholder vi neutral vægt i stats-/realkreditobligationer, virksomhedsobligationer og aktier.

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

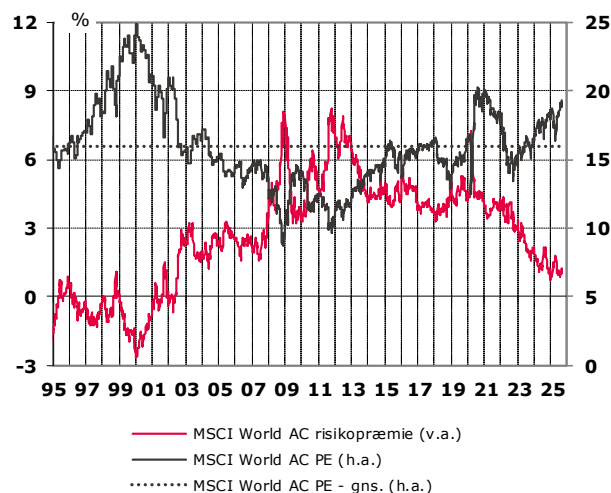
De globale aktiemarkeder har siden vores seneste udmelding i slutningen af juni fortsat de positive takter. Positive takter, der har været drevet af både stigende indtjeningsforventninger og højere prisfastsættelse, og som har været understøttet af 1) mindre usikkerhed på handelsfronten (herunder en handelsaftale mellem EU og USA), 2) vedtagelsen af Trumps "One Big Beautiful Bill" (der medfører finanspolitisk medvind i 2026), 3) fortsatte tegn på kun moderat stigende inflation, 4) forventninger om, at Fed vil begynde at sænke renten igen og 5) fornyet medvind til AI temaet.

De globale aktiemarkeder er med andre ord fortsat ret fortrøstningsfulde med hensyn til, at Trumps handelskrig ikke vil afspore fremgangen i amerikansk og global økonomi. Et scenario, som vi også ser som det mest sandsynlige scenario. Det er således fortsat vores hovedscenario, at vi kun kommer til at se en midlertidig stigning i amerikansk inflation, og at amerikansk økonomi går betydeligt ned i gear i 2025, men undgår en recession (periode med bredt funderet tilbagegang). Mens vi står overfor vækstmæssig modvind fra handelskrigen den kommende tid, vil vi ind igennem 2026 i stigende grad opleve medvind fra finanspolitiske lempelser og rentenedsættelser fra Fed. Udspiller vores hovedscenario sig, forventes pilen fortsat at pege den rigtige vej for de globale aktiemarkeder over de næste 3-6 måneder.

De globale aktiemarkeder er dog sårbare overfor negative nyheder. De globale aktiemarkeder handler således til høj

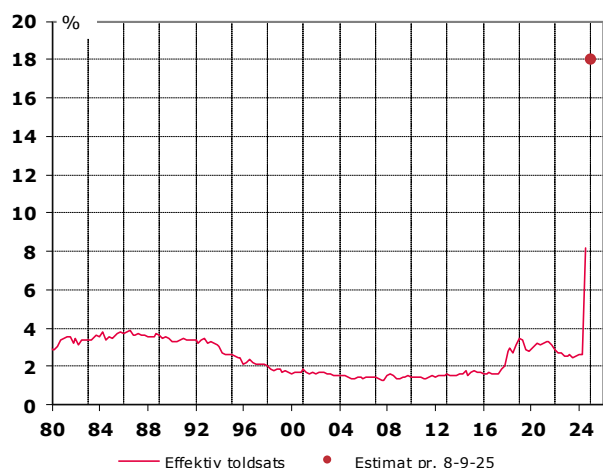
prisfastsættelse – både absolut og relativt til obligationer (se figur 1). En høj prisfastsættelse der primært skyldes høj prisfastsættelse af amerikanske aktier.

Figur 1: PE og risikopræmie - globale aktier



Negative nyheder, der kan komme flere fronter. Vi har således ikke set de fulde effekter af Trumps handelskrig endnu, men meget tyder på, at det bliver amerikanske forbrugere (højere inflation) og/eller amerikanske virksomheder (lavere profitmargin), der kommer til at betale størstedelen af regningen for den meget kraftige stigning i den effektive toldsats, som USA står overfor (se figur 2).

Figur 2: Effektiv amerikansk toldsats



Hertil kommer, at den seneste tid har vist bekymrende tegn på en meget kraftig opbremsning på det amerikanske arbejdsmarked. En opbremsning der indtil videre primært skyldes færre nyansættelser fremfor flere afskedigelser, men som efter vores vurdering skal tages meget alvorligt. De historiske erfaringer tilsiger således, at grænsen mellem næsten stilstand på arbejdsmarked og kraftigt stigende arbejdsløshed er hårfin. Risikoen for en recession kan med andre ord ikke negligeres. Indtræffer en amerikansk recession, må det forventes, at vi kommer til at se massive nedjusteringer af indtjeningsforventningerne, og at globale (og specielt amerikanske) aktier skal handle til en væsentligt lavere prisfastsættelse end pt. Herudover spørger gældsproblemer i Frankrig og andre lande samt Trumps angreb på Feds uafhængighed i kulissen.

På obligationsmarkederne har vi siden vores seneste udmelding set en faldende 10-årig statsrente i USA. En udvikling der skal tilskrives førnævnte udvikling i inflationen og arbejdsmarkedet, samt at den amerikanske centralbank nu formentligt har genoptaget rejsen tilbage mod en mere neutral pengepolitik. Fed sænkede således renten med 25bp på rentemødet i september og signalerer yderligere 2 rentenedsættelser af hver 25bp i 4. kvartal 2025, 1 rentenedsættelse af 25bp i 2026 og 1 rentenedsættelse af 25bp i 2027. Et scenarie der er en kende langsommere end det, der indpriseres i obligationsmarkedet. Vores hovedscenarie tilsiger en 10-årig amerikansk statsrente omkring det nuværende niveau. I Europa har rentepilen peget den anden vej. Den toneangivende 10-årige tyske statsrente er således steget (se figur 3). En udvikling der blandt andet kan tilskrives, at det nu stort set indpriseres, at ECB er færdige med at sænke renten. Et scenarie, som vi fortsat anser som det mest sandsynlige. Bliver vækst- og inflationsbilledet svagere, end vi forventer, vil yderligere rentenedsættelser fra ECB selvfølgelig kunne komme i spil igen. Det er vores forventning, at den 10-årige danske statsrente vil forblive omkring det nuværende niveau de kommende 3-6 måneder. Europæiske IG og HY

kreditspænd er faldet og befinder sig tæt på det laveste, som vi har set efter Finanskrisen. Europæiske kreditter er med andre ord dyrt prisfastsat, ligesom det er tilfældet med globale aktier. Der er i vores hovedscenarie formentligt udsigt til stort set uændrede creditspænd, mens der i risikoscenariet vil kunne komme store spændudvidelser.

Figur 3: 10-årige statsrenter



Taktisk aktivallokering: Neutral vægt

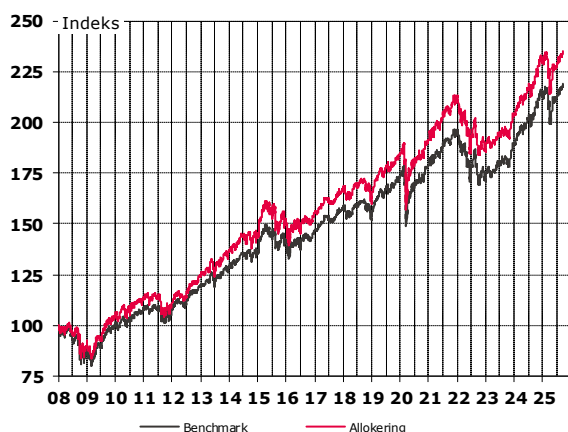
Det er vores forventning, at det mest sandsynlige økonomiske scenarie, der indebærer en midlertidig stigning i amerikansk inflation og betydelig amerikansk vækstafmatning (men ikke nogen recession), vil medføre lange statsrenter og creditspænd omkring de nuværende niveauer og fortsat stigende globale aktiemarkeder over de næste 3-6 måneder.

Usikkerheden er dog høj og de globale aktiemarkeder synes meget fortrøstningsfulde med hensyn til, at amerikansk økonomi undgår en recession. Der skal med andre ord næppe større negative overraskelser til, før aktiemarkedet igen kan komme til at bekymre sig om risikoen for en amerikansk recession med deraf afledt markedsmæssig uro.

Vi vælger ud fra en samlet vurdering af afkastmuligheder og risici en neutral vægt på både aktier, stats-/realkreditobligationer og virksomhedsobligationer.

Figur 4: Afkast og performance

Afkast pr. 22-09-2025	Siden	
	20-06-2025	År til dato
Allokering	4,1%	2,5%
Benchmark	4,1%	2,8%
Aktier	9,2%	4,2%
Obligationer	0,6%	1,5%
Stats- og realkreditobligationer	0,5%	1,0%
Virksomhedsobligationer	1,4%	3,5%

**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, 26. september 2025, kl. 10:40

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.