

Kvartalsrapport

1. kvartal 2025

Formue &
Investeringspleje

PART OF  Söderberg
& Partners

Resume

Det overskyggende tema på de finansielle markeder i 1. kvartal 2025 har været Donald Trump, og hvad han vil indføre af toldsatser. I starten af kvartalet var der en forventning om, at Trump i langt højere grad ville bruge toldsatser som pression til at indgå forskellige aftaler med de enkelte lande, hvor han fik det enkelte land til at foretage handlinger, som var i USA's interesse. Toldsatser er generelt ikke befordrende for den økonomiske vækst i verdensøkonomien, og det rammer faktisk den amerikanske økonomi hårdest. Desuden sker timingen af toldsatser på det værst tænkelige tidspunkt for den amerikanske økonomi. Derfor har det amerikanske aktiemarked også reageret rationelt og sendt de amerikanske aktier ned med 8,5% målt i danske kroner ved MSCI USA i det forgangne kvartal.

Donald Trump har med sin uforudsigelighed og trussel om store toldsatser over for USA's samhandelspartnere skabt en forhøjet usikkerhed på de finansielle markeder. Trods dette forventes verdensøkonomien fortsat at vokse på et niveau, som blot er en anelse under det gennemsnitlige niveau fra årene 2013 – 2019. Meget afhænger selvfølgelig af, hvor langt Trump vil gå med toldsatserne, men da USA selv bliver hårdt ramt af disse, skaber det en beret-

tiget forventning om, at Trump ikke vil gå alt for aggressivt til værks. Pt. er der stor frygt for det modsatte på de finansielle markeder. Der er også positive ting at spore. Tyskerne er vågnet op og går nu i gang med en omfattende vækstplan, som vil bidrage positivt til den økonomiske udvikling i Europa, hvis ellers den bliver implementeret som forventet. Læg dertil, at der er ved at være styr på inflationen i Europa, så ECB sænker sandsynligvis igen renten 17. april med 0,25%-point. Den ledende rente fra ECB vil dermed være på 2,25%, hvilket vil være 1,75%-point under renteniveauet for blot et år siden.

Som investor skal man passe på med hverken at være for optimistisk eller som i øjeblikket at være for pessimistisk. Verdensøkonomien har det med at finde vej trods midlertidige udfordringer. Ligeså med de børsnoterede selskaber, som er dygtige til at ændre deres forretning, når der opstår en ny økonomisk virkelighed. Den største frustration opstår ofte, når man som i øjeblikket står midt i usikkerheden og ikke ved, hvilken økonomisk virkelighed man skal indstille sig på. I vores optik er det bedste råd, at man som investor forbliver investeret med en aktieandel tæt på det aftalte benchmark.



Udviklingen på de finansielle markeder i 1. kvartal 2025

Tabel 1

Udvikling i 1. kvartal 2025					
Aktieindeks	Værdi	Værdi	Ændring i 1.kvt.	Afkast i 1.kvt.	Afkast i 2025
	31.12.2024	31.03.2025			
OMX CGI	2.934,55	2.596,96	-337,59	-11,50%	-11,50%
OMXC Cap. GI	2.700,37	2.642,58	-57,79	-2,14%	-2,14%
MSCI World All Countries	3.084,18	2.917,91	-166,27	-5,39%	-5,39%
MSCI USA*	5.546,38	5.072,92	-473,46	-8,54%	-8,54%
MSCI Europa*	1.826,76	1.936,83	110,07	6,03%	6,03%
MSCI Japan*	2.251,00	2.165,47	-85,53	-3,80%	-3,80%
*opgjort i DKK ex. udbytte					
Renteudvikling i Danmark	Rente	Rente	Ændring i 1.kvt.	Afkast i 1.kvt.	Afkast i 2025
	31.12.2024	31.03.2025			
Rente på indskudsbeviser	2,60	2,10	-0,50	0,59%	0,59%
1,75 STAT 25	1,89	2,07	0,18	0,35%	0,35%
0,5% STAT 2027	1,70	1,82	0,12	0,12%	0,12%
4,5% STAT 2039	2,33	2,73	0,40	-4,07%	-4,07%
1,5% NYK 2050	3,04	3,30	0,26	-1,81%	-1,81%
BDEN15				-0,09%	-0,09%
Valutakurser	Værdi	Værdi	Ændring i 1.kvt.	Afkast i 1.kvt.	Afkast i 2025
	31.12.2024	31.03.2025			
USD/DKK	7,14	6,90	-0,24	-3,41%	-3,41%
EUR/DKK	7,46	7,46	0,00	0,02%	0,02%
JPY/DKK	0,045	0,046	0,001	1,86%	1,86%

Udviklingen i 1. kvartal 2025

Det overskyggende tema på de finansielle markeder i 1. kvartal 2025 har været Donald Trump, og hvad han vil indføre af toldsatser. I starten af kvartalet var der en forventning om, at Trump i langt højere grad ville bruge toldsatser som presion til at indgå forskellige aftaler med de enkelte lande, hvor han fik det enkelte land til at foretage handlinger, som var i USA's interesse. F.eks. kunne en forøget grænsekontrol fra både de mexicanske og canadiske myndigheder betyde, at disse lande kunne undgå told. EU kunne måske forpligte sig til at købe flere amerikanske våben, så landene i EU levede op til Natos krav om at bruge minimum 2% af deres BNP på forsvar. Dermed anså investorerne i starten af 1. kvartal 2025 risikoen for en egentlig toldkrig mellem

USA og resten af verden for værende lille. Dette afspejlede sig i en positiv udvikling på aktiemarkederne, men denne positivitet endte brat, da Trump pludselig ændrede retorik i slutningen af februar. Nu var tonen markant mere hård, og der blev bl.a. talt om 25% told på varer fra Canada og Mexico, mens både Kina og EU også kunne se frem til betydelige stigninger i deres toldsatser. Dette sendte de fleste aktiemarkeder betydeligt ned i marts, så de fleste aktiemarkeder har realiseret negative afkast i 1. kvartal 2025, som det ses af Tabel 1.

Hvis vi ser på afkastene i Tabel 1, har det danske aktieindeks OMX CGI realiseret det laveste afkast i 1. kvartal 2025 med et afkast på -11,50%, hvil-

ket primært kan henføres til, at den absolut største aktie, Novo Nordisk, har realiseret et afkast på -23,5%. Novo-aktien er nu mere end halveret, siden den toppede i sommeren 2024. Det virker som om, at investorerne helt har tabt tilliden til, at Novo har en gylden fremtid inden for fedmebehandling. Investorernes manglende tillid står i skarp kontrast til ledelsens udmeldinger, hvor de senest på selskabets generalforsamling 27. marts gentog, at de anså selskabets nuværende pipeline af produkter inden for fedmebehandling som værende den mest attraktive på markedet. Vi er fortsat af den overbevisning, at Novo Nordisk vil være en betydelig spiller på fedmemarkedet i mange år endnu, så vi vurderer den nuværende kursreaktion på aktien som overgjort.

Toldsatser er generelt ikke befordrende for den økonomiske vækst i verdensøkonomien, og det rammer faktisk den amerikanske økonomi hårdest. Desuden sker timingen af todsatser på

det værste tænkelige tidspunkt for den amerikanske økonomi, hvilket vi vil gennemgå nærmere senere i kvartalsrapporten. Derfor har det amerikanske aktiemarked også reageret rationelt og sendt de amerikanske aktier ned med 8,5% målt i danske kroner ved MSCI USA i det forgangne kvartal. Dette er det største fald i indeksene i Tabel 1, når der ses bort fra førnævnte danske aktieindeks, OMX CGI, der er meget afhængig af kursudviklingen på Novo Nordisk.

Donald Trump har også haft en meget hård retorik om, at europæerne ikke lever op til deres forpligtelser i Nato-medlemskabet, hvilket har ført til en frygt for, hvorvidt USA kunne finde på at forlade Nato-samarbejdet. Dette har fået flere af de europæiske lande til at påbegynde og planlægge betydelige investeringer i forsvaret. Tyskland har i den forbindelse annonceret investeringer på op imod 1.500 mia. euro i øget militær, infrastruktur og grøn omstilling. Det vides endnu ikke,

Tabel 2: Inflation i Euroområdet

Euro area annual inflation and its components (%)



	Weights (%)	Annual rate							Monthly rate
		2025	Mar 24	Oct 24	Nov 24	Dec 24	Jan 25	Feb 25	Mar 25
All-items HICP	1000.0	2.4	2.0	2.2	2.4	2.5	2.3	2.2e	0.6e
All-items excluding: energy	906.0	2.9	2.7	2.7	2.7	2.6	2.6	2.5e	0.8e
energy, unprocessed food	863.4	3.1	2.7	2.7	2.7	2.7	2.6	2.4e	0.8e
energy, food, alcohol & tobacco	712.8	2.9	2.7	2.7	2.7	2.7	2.6	2.4e	1.0e
Food, alcohol & tobacco	193.3	2.6	2.9	2.7	2.6	2.3	2.7	2.9e	0.3e
processed food, alcohol & tobacco	150.6	3.5	2.8	2.8	2.9	2.6	2.6	2.6e	0.2e
unprocessed food	42.7	-0.5	3.0	2.3	1.6	1.4	3.0	4.1e	0.4e
Energy	94.0	-1.8	-4.6	-2.0	0.1	1.9	0.2	-0.7e	-1.2e
Non-energy industrial goods	256.3	1.1	0.5	0.6	0.5	0.5	0.6	0.6e	1.9e
Services	456.5	4.0	4.0	3.9	4.0	3.9	3.7	3.4e	0.4e

hvordan denne betydelige investeringspakke skal implementeres, men det vil give et tiltrængt løft til den nuværende lave europæiske økonomiske vækst. De europæiske vækstinitiativer har været en væsentlig årsag til, at de europæiske aktier, målt ved MSCI Europa i danske kroner, har givet et afkast på 6% i 1. kvartal 2025.

Udviklingen på obligationsmarkedet har været modsatrettet, både hvad angår de korte og lange renter samt mellem europæiske og amerikanske statsrenter. Hvis vi ser på inflationen i Euroområdet i tabel 2, ses det, at inflationen nærmer sig 2,0% i Euroområdet, både hvad angår selve inflationstallet og kerneinflationen. I marts 2025 var inflationen på 2,2% p.a. og kerneinflationen på 2,4% p.a., så inflationen er nu tæt på ECB's målsætning om en inflation på 2,0% p.a. Faldet i inflationen har været en væsentlig årsag til, at

ECB har sænket renten to gange á 0,25%-point i det forgangne kvartal. De korte renter er dermed faldet og har bidraget til, at obligationer med kort løbetid har givet et positivt afkast i 1. kvartal 2025, som det ses af Tabel 1. Hvis vi ser på udviklingen af den 10-årige tyske statsrente i Figur 1, er renten steget i løbet af 2025, og der var en kraftig stigning i denne omkring 1. marts, hvor tyskerne annoncerede førmtalte vækstpakke. Den tyske vækstpakke vil både betyde en større udstedelse af tyske statsobligationer samt mindske behovet for rentenedsættelser, hvilket giver stigende lange renter. Dette har haft en afsmittende effekt på det danske renteniveau, så obligationer med længere løbetider har realiseret negative afkast i 1. kvartal 2025. Rentekurven er stejlet i løbet af det forgangne kvartal, hvilket har gjort rentekurven mere normal i en historisk sammenhæng.

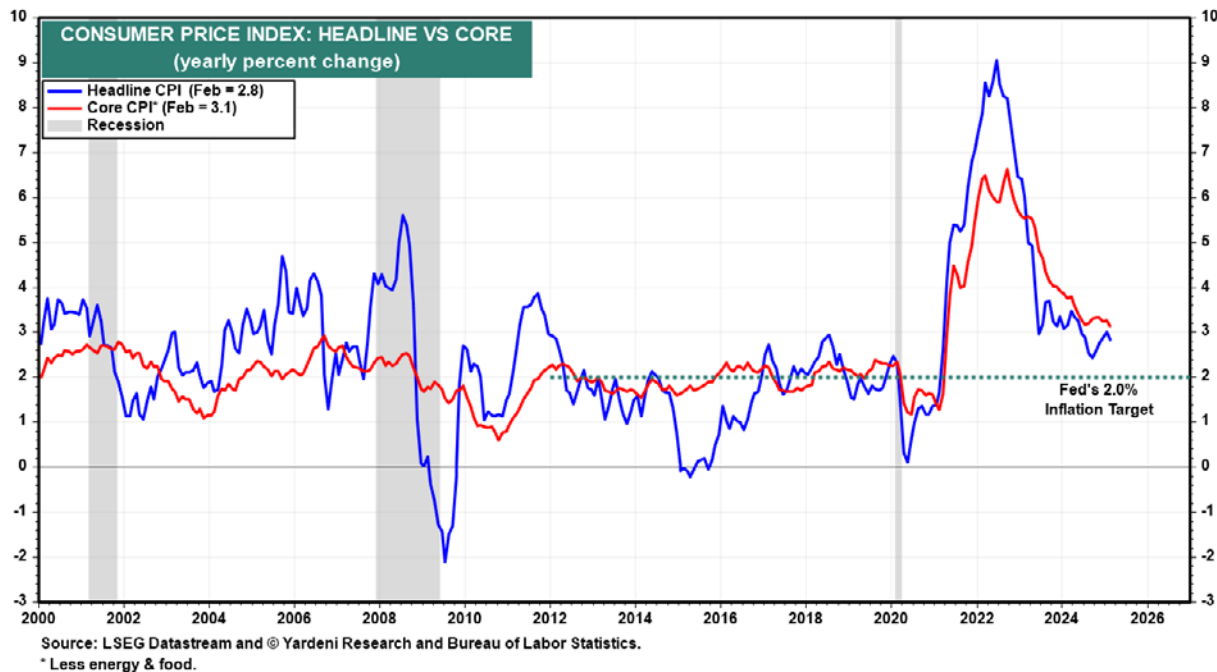
Figur 1: 10-årige tyske statsrente



Som det ses af Figur 2, er den amerikanske inflation højere end den europæiske og fortsat ca. 1%-point fra at nå den amerikanske centralbanks (Fed's) mål om en inflation i niveau 2,0% p.a. Inflationen synes ikke at have tendens til snarlige store fald. Dette er også en medvirkende årsag til, at Fed ikke har sænket renten yderligere i 1.

kvartal 2025. Umiddelbart ville man have forventet, at den 10-årige amerikanske rente enten havde været uændret eller stigende i 1. kvartal 2025, men ser vi på udviklingen i den 10-årige amerikanske statsrente i Figur 3, er renten i stedet faldet med 0,4%-point! Dermed signalerer obligationsmarkedet et øget fremtidigt behov

Figur 2: Inflation i USA



Figur 3: 10-årige amerikanske statsrente



for, at den amerikanske centralbank skal sænke renten. Dette skyldes, at investorerne er blevet mere bekymrede over udviklingen i den amerikanske økonomi som følge af Trumps toldtrusler. Obligationsmarkedet signalerer dermed også en stigende bekymring for, at Trumps toldsatser

vil påvirke den amerikanske økonomi negativt. Dette står i skærende kontrast til udviklingen på de finansielle markeder i Europa. Endnu et bevis på, at de finansielle markeder vurderer, at den amerikanske økonomi vil blive den største taber, hvis Trump gør alvor af toldkrigen.

På valutamarkedet er den amerikanske dollar blevet svækket som følge af Donald Trumps trusler om en toldkrig. Dette har betydet, at den amerikanske dollar er blevet svækket med 3,4% over for danske kroner i løbet af 1. kvartal 2025.

Forventninger

OECD er i marts kommet med en ny prognose for den økonomiske udvikling i verdensøkonomien. Prognosen indeholder nogle af de forøgede toldsatsler, som Trump har truet med, herunder de meget høje toldsatsler over for både Canada og Mexico. Der er dog stadig stor usikkerhed om de faktiske toldsatsler, da de endnu ikke er kendte. Prognosen er også lavet, inden den omfattende

tyske vækstpakke blev annonceret. Som det ses af prognosen i Tabel 3, vil forøgede toldsatsler betyde en mindre nedgang i den forventede vækst i verdensøkonomien, men den sendes ikke ud i en dybere nedtur. Der er tale om en mindre vækstnedgang i niveau 0,2 – 0,3%-point, men den faktiske udvikling er selvfølgelig afhængig af, hvad der reelt bliver gennemført. Mexico og Canada står i denne prognose over for en betydelig vækstnedgang, men den amerikanske vækst er ligeledes nedjusteret med 0,5%-point i 2026, hvilket er næsten det dobbelte af den forventede vækstnedgang i verdensøkonomien generelt for 2026. OECD vurderer ligeledes, at USA selv rammes forholdsvis hårdt af de annoncerede toldforhøjelser.

Tabel 3: OECD Economic Outlook marts 2025

	2024	2025		2026	
		Interim EO projections	Difference from December EO	Interim EO projections	Difference from December EO
World	3.2	3.1	-0.2	3.0	-0.3
G20 ¹	3.3	3.1	-0.2	2.9	-0.3
Australia	1.1	1.9	0.0	1.8	-0.7
Canada	1.5	0.7	-1.3	0.7	-1.3
Euro area	0.7	1.0	-0.3	1.2	-0.3
Germany	-0.2	0.4	-0.3	1.1	-0.1
France	1.1	0.8	-0.1	1.0	0.0
Italy	0.7	0.7	-0.2	0.9	-0.3
Spain ²	3.2	2.6	0.3	2.1	0.1
Japan	0.1	1.1	-0.4	0.2	-0.4
Korea	2.1	1.5	-0.6	2.2	0.1
Mexico	1.5	-1.3	-2.5	-0.6	-2.2
Türkiye	3.2	3.1	0.5	3.9	-0.1
United Kingdom	0.9	1.4	-0.3	1.2	-0.1
United States	2.8	2.2	-0.2	1.6	-0.5
Argentina	-1.8	5.7	2.1	4.8	1.0
Brazil	3.4	2.1	-0.2	1.4	-0.5
China	5.0	4.8	0.1	4.4	0.0
India ³	6.3	6.4	-0.5	6.6	-0.2
Indonesia	5.0	4.9	-0.3	5.0	-0.1
Russia	4.1	1.3	0.2	0.9	0.0
Saudi Arabia	1.2	3.8	0.2	3.6	-0.2
South Africa	0.6	1.6	0.1	1.7	0.0

Note: Difference from December 2024 OECD Economic Outlook in percentage points, based on rounded figures. World and G20 aggregates use moving nominal GDP weights at purchasing power parities (PPPs). Revisions to PPP estimates affect the differences in the aggregates. Based on data available up to 13 March 2025.

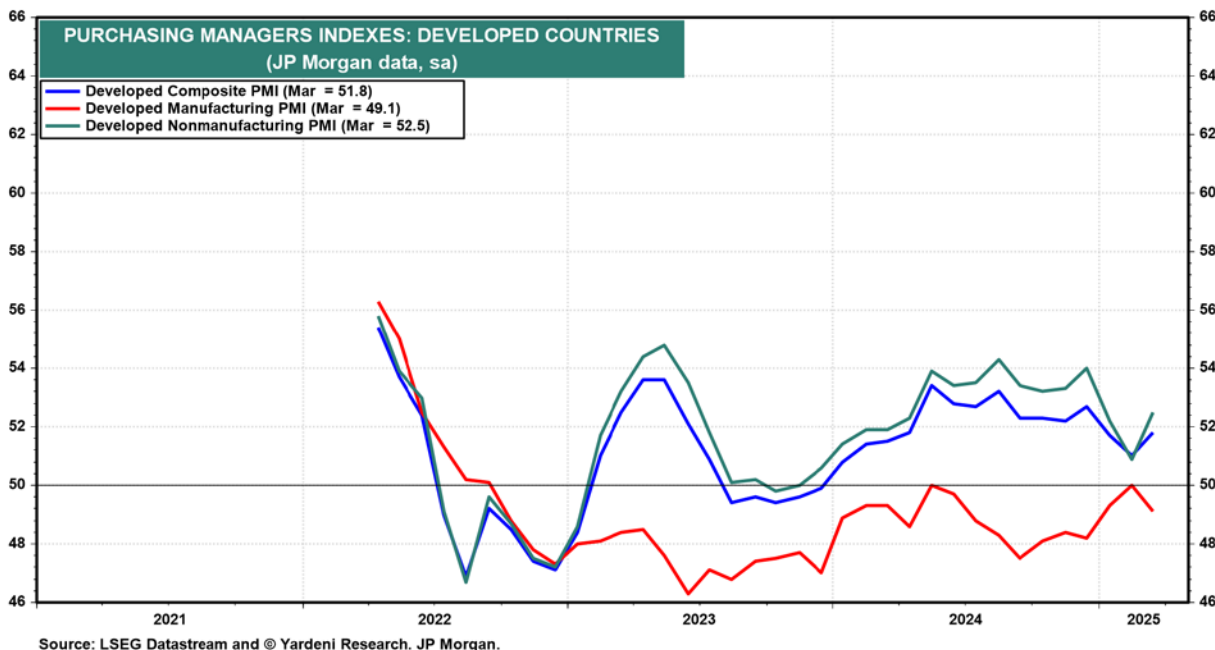
1. The European Union is a full member of the G20, but the G20 aggregate only includes countries that are also members in their own right.
2. Spain is a permanent invitee to the G20.
3. Fiscal years, starting in April.

Source: OECD Interim Economic Outlook 117 database; and OECD Economic Outlook 116 database.

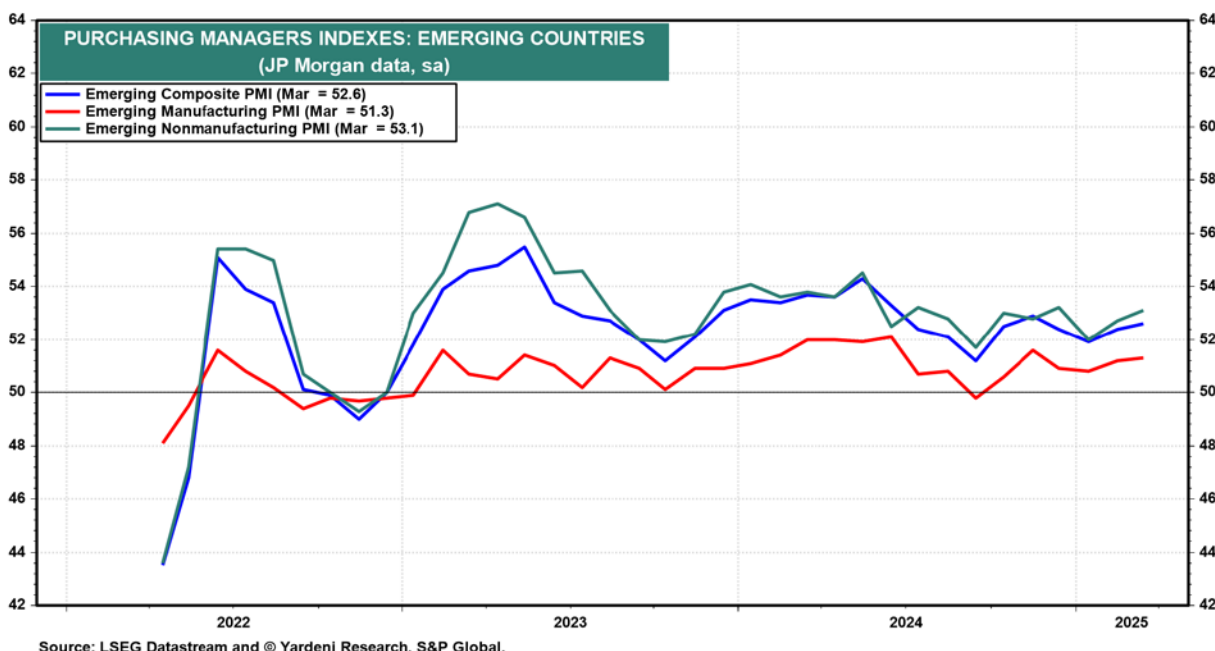
Hvis vi ser på indkøbschefernes forventninger i den udviklede verden (Figur 4), oplever service-sektoren en kraftig opbremsning i vækstforventningerne, hvilket er med til at trække det samlede forventningsindeks ned til tæt på 50, som angiver grænsen for, hvornår indkøbscheferne forventer vækst eller tilbagegang i de kommende seks måneder. Der er ingen tvivl om, at Trumps

hårde retorik er begyndt at skabe bekymring i servicesektoren, hvor det især er rejsebranchen og hoteller, som oplever, at udenlandske gæster i stigende grad er begyndt at fravælge USA som rejsedestination. Emerging Markets er indtil videre ikke berørt af usikkerheden, og indkøbscheferne er fortsat positive i forhold til den økonomiske udvikling i de kommende seks måneder.

Figur 4



Figur 5



Vi vil se nærmere på, hvorfor det er problematisk for den amerikanske økonomi at indføre de omfattende toldsatser og i særdeleshed på nuværende tidspunkt. En toldsats er en afgift, som typisk tillægges prisen på et produkt, når det skal sælges i det pågældende land. Det vil sige, at den faktiske pris, en virksomhed ønsker at sælge sit produkt til – f.eks. i USA – tillægges en told, på samme måde som vi kender det med moms. Det er således den amerikanske forbruger, der ender med at betale toldsatsen til den amerikanske stat. Det betyder:

- Udenlandske varer bliver dyrere for amerikanerne at købe, hvilket medfører, at de amerikanske forbrugere får en lavere købekraft, hvis de fortsat ønsker at købe de udenlandske varer. Stigende priser er lig stigende inflation.
- De amerikanske forbrugere kan også vælge at købe et andet produkt uden toldsatser, f.eks. et amerikanskproduceret produkt, hvis der er et amerikansk alternativ. Grunden til, at forbrugerne ikke i forvejen har valgt at købe det amerikanske produkt, må enten være fordi, forbrugerne synes, det amerikanske alternativ er for dyrt, og/eller det ikke har den ønskede kvalitet. Toldsatsen giver således også den amerikanske forbruger en lavere købekraft og/eller et produkt af en lavere kvalitet. Men

køber forbrugerne flere amerikanske varer, vil det betyde en øget økonomisk vækst i USA og en stigende efterspørgsel efter amerikansk arbejdskraft, da de amerikanske virksomheder får mere at lave.

- Ud fra Donald Trumps foreløbige udmeldinger, vil man ikke straffe virksomheder, som producerer den pågældende varer i USA. Så en løsning kan være, at udenlandske virksomheder flytter deres produktion af en given vare til USA, som de forventer at sælge på det amerikanske marked. F.eks. producerer Novo Nordisk allerede hovedparten af sin eksport til det amerikanske marked i USA, så selskabet står umiddelbart ikke til at blive ramt væsentligt, hvis denne løsning bliver indført. Hvis virksomheder i stigende grad vælger denne løsning, vil det betyde forøgede investeringer i produktionskapacitet i USA, forøget efterspørgsel efter amerikansk arbejdskraft og dermed en højere økonomisk vækst i USA.

Som det ses af ovenstående, er toldsatser et våben til at beskytte sit lands virksomheder, hvis de ikke er konkurrencedygtige over for de udenlandske virksomheder og/eller tiltrækker udenlandske investeringer, hvis det halter med den økonomiske vækst, og man har problemer med en høj arbejdsløshed. Disse udsagn rimer me-



get dårligt på USA's situation, da Donald Trump overtog præsidentembedet 20. januar 2025. Som vi skrev i Kvartalsrapporten for 4. kvartal 2024, var følgende sket:

- Den økonomiske vækst i USA i 2024 var løbende blevet opjusteret gennem 2024 af OECD og forventes at lande på 2,8% p.a., hvilket var mere end 1%-point højere end OECD spåede året forinden. Den amerikanske økonomi var dermed i meget god gænge.
- De positive udsigter for den amerikanske økonomi var en medvirkende årsag til, at amerikanske selskabers andel i MSCI World All Countries-indekset var steget til et rekordhøjt niveau på over 65%. Når amerikanske aktiers andel i verdensindekset kan sætte nyt rekordniveau, er det også et udtryk for, at de amerikanske aktieselskaber vurderes at være særdeles konkurrencedygtige.
- Den høje økonomiske vækst i USA betød også, at inflationen ikke faldt så hurtigt og kraftigt som ønsket.
- Arbejdsløsheden i USA var på 4,0% i januar 2025, hvor den gennemsnitlige arbejdsløshedsprocent i årene 1948-2025 har været på 5,7%. Man taler generelt om, at et land har fuld beskæftigelse, når arbejdsløsheden er i niveau 3,0-4,0%. Den amerikanske økonomi kunne således betegnes som værende i niveau 'fuld beskæftigelse' i januar 2025.

Donald Trump overtog en amerikansk økonomi i topform med meget konkurrencedygtige amerikanske selskaber, hvor den eneste udfordring var en inflation, som ikke aftog så hurtigt. Det

kan man sagtens leve med, når 'prisen' for dette er en tilfredsstillende højere økonomisk vækst.

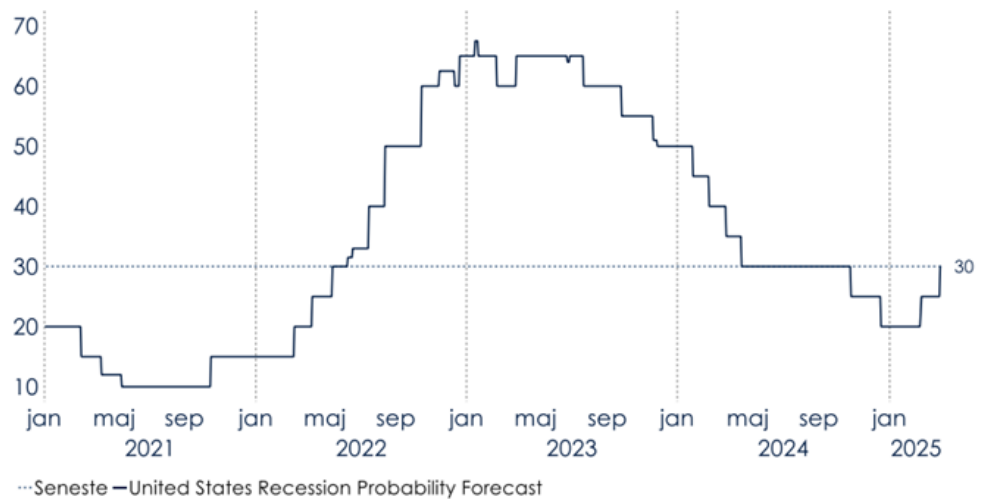
Hvis Donald Trump ender med at indføre betydelige toldsatser på nuværende tidspunkt, vil det give en overophedet amerikansk økonomi. Det bliver endnu sværere at få arbejdskraft, som forstærkes af, at man udviser illegale immigranter og gør det sværere at komme ind i USA og arbejde. Immigration har i de senere år bidraget til at holde den økonomiske vækst oppe i USA, uden arbejdsmarkedet er overophedet med for store lønstigninger som følge. Mere pres på arbejdsmarkedet og på den generelle økonomi i USA vil bidrage til højere inflation og i særdeleshed løninflation, som vil forringe amerikanske virksomheders konkurrenceevne på sigt. Dette er ikke et godt udgangspunkt for de amerikanske aktieselskaber, hvilket også har givet udslag i, at de amerikanske aktier er blevet ramt meget hårdt af Donald Trumps toldtrusler.

De finansielle markeder har reageret rationelt på Trumps udmeldinger, hvilket vi ser som en fordel, da det bør give stof til eftertanke hos Trump og de øvrige republikanere, da det er et vink med en vognstang om, at man er på vej til at forringe USA's økonomiske situation i stedet for det modsatte. Udviklingen illustreres også ved, at et stigende antal økonomer nu frygter, at USA ryger ind i en recession, hvor denne frygt var væsentlig lavere ved indgangen til 2025, som det ses af Figur 6.

Måske fornuften vil sejre i sidste ende, og de faktiske toldsatser enten bliver mindre end frygtet eller bliver af mere kortvarig karakter, og der i stedet laves forskellige økonomiske aftaler mellem USA og andre lande?

Figur 6

Økonomerne begynder at frygte en recession



Kilde: Macrobond

Stigende energipriser var i en periode en væsentlig bidragsyder til inflationskabelsen, men dette er ikke længere tilfældet. Som det fremgår af Figur 7, som viser prisudviklingen på Crude Oil pr. tønde i amerikanske dollar i de seneste fem år, kan man se, at olieprisen har ligget relativt stabilt

på det seneste omkring det laveste niveau i de seneste tre år, hvilket aktuelt giver et negativt inflationsbidrag.

Figur 7

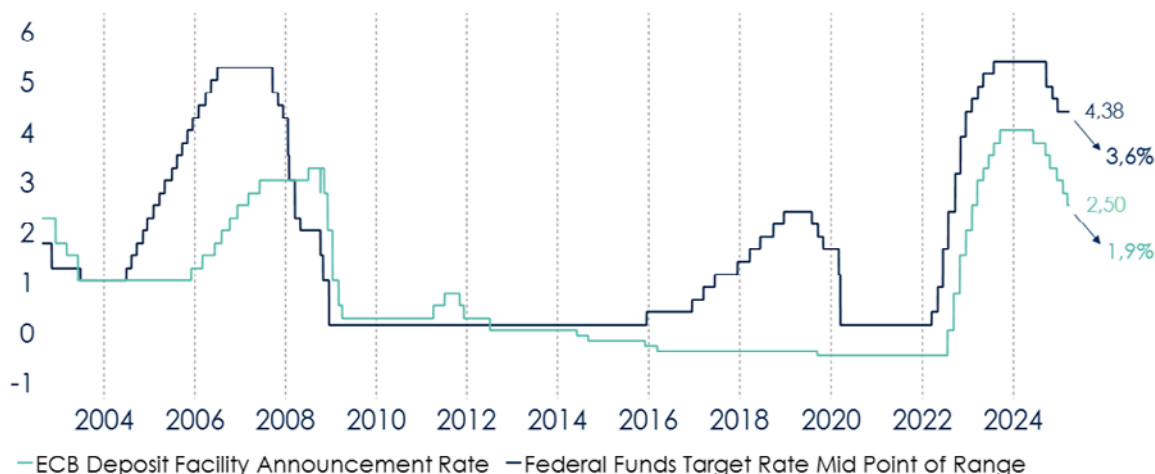


Som tidligere nævnt er der kommet godt styr på inflationen i Europa, og ECB har allerede sænket renten to gang i 2025 med i alt 0,5%-point. Som det fremgår af Figur 8, der viser forventningerne til den korte rente i henholdsvis Europa og USA om et år, så forventer obligationsinvestorerne, at renten vil blive nedsat med yderligere 0,6%-point fra ECB gennem 2025. Vi er af den vurdering, at ECB sandsynligvis sænker renten yderligere med 0,25%-point på mødet 17. april, og herefter er udviklingen i vores optik noget mere usikker. Dette skyldes dels usikkerhed omkring Trumps faktiske todsatser, dels den annoncerede vækstpakke i Tyskland, som ECB sandsynligvis gerne

vil have tid til at vurdere de langsigtede konsekvenser af, før de evt. sænker renten yderligere. ECB har tidligere signaleret, at en neutral rente i Europa er i niveau 1,75% - 2,25%. Med en rentenedsættelse mere, kan ECB argumentere for, at de er inden for deres neutrale niveau, så yderligere rentenedsættelser vil kræve endnu flere økonomiske data, som viser, at den europæiske økonomi har behov for dette. Som det ses af figuren, forventes der også rentenedsættelser i USA, hvilket i højere grad er et udtryk for, at obligationsinvestorerne i stigende grad frygter for den økonomiske vækst i USA, end det er et udtryk for en forventning om et mærkbart fald i inflationen.

Figur 8

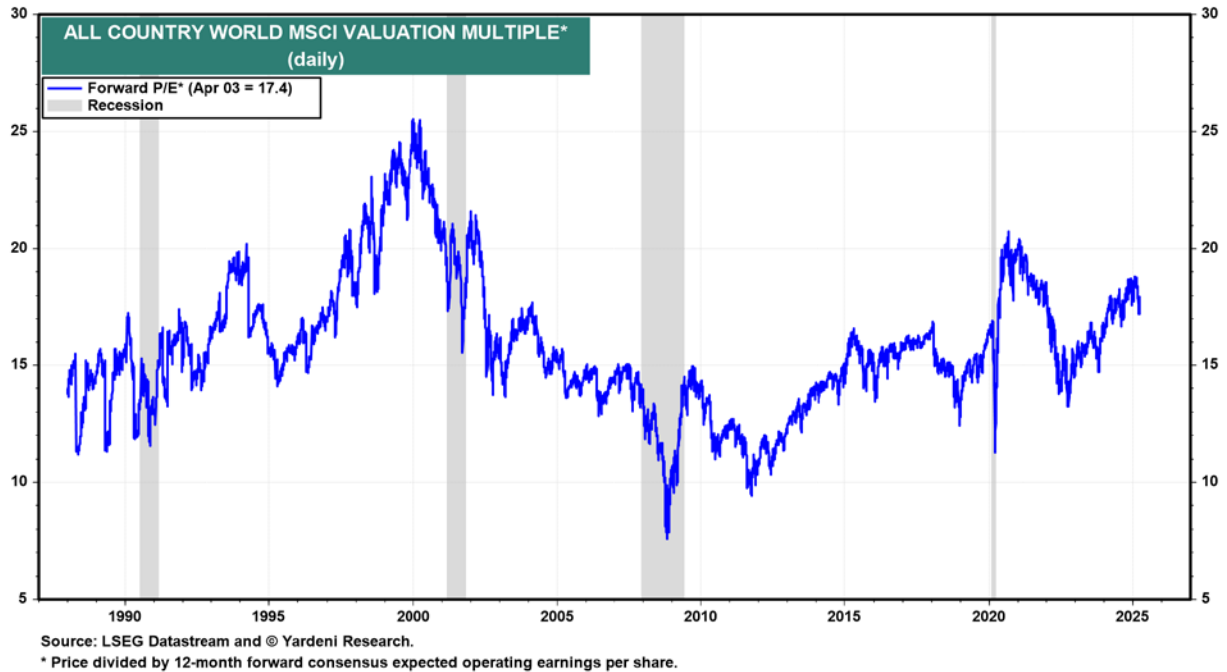
Korte renter USA og Europa: Aktuelt og forventet om 1 år



Hvis vi ser på prisfastsættelsen på aktiemarkedet, fremgår det af Figur 9, at verdensindekset MSCI World All Countries aktuelt handles til et niveau på 17,4 gange den forventede indtjening i

de kommende 12 måneder, hvilket er nogenlunde i tråd med gennemsnittet for den valgte periode i grafen. Dette kan indikere, at aktier for nærværende har en fair prisfastsættelse.

Figur 9



Donald Trump har med sin uforudsigelighed og trussel om store toldsætter over for USA's samhandelspartnere skabt en forhøjet usikkerhed på de finansielle markeder. Trods dette forventes verdensøkonomien fortsat at vokse til et niveau, som blot er en anelse under det gennemsnitlige niveau fra årene 2013 – 2019. Meget afhænger selvfølgelig af, hvor langt Trump vil gå med toldsætterne, men da USA selv bliver hårdt ramt af disse, skaber det en berettiget forventning om, at Trump ikke vil gå alt for aggressivt til værks. Pt. er der stor frygt for det modsatte på de finansielle markeder. Der er også positive ting at spore.

Tyskerne er vågnet op og går nu i gang med en omfattende vækstplan, som vil bidrage positivt til den økonomiske udvikling i Europa, hvis ellers den bliver implementeret som forventet. Læg dertil, at der er ved at være styr på inflationen i Europa, så ECB sænker sandsynligvis igen renten 17. april med 0,25%-point. Den ledende rente fra ECB vil dermed være på 2,25%, hvilket vil være 1,75%-point under renteniveauet for blot et år siden.

Som investor skal man passe på med hverken at være for optimistisk eller som i øjeblikket at

være for pessimistisk. Verdensøkonomien har det med at finde vej trods midlertidige udfordringer. Ligeså med de børsnoterede selskaber, som er dygtige til at ændre deres forretning, når der opstår en ny økonomisk virkelighed. Den største frustration opstår ofte, når man som i øjeblikket står midt i usikkerheden og ikke ved, hvilken økonomisk virkelighed man skal indstille sig på. I vores optik er det bedste råd, at man som inve-

stor forbliver investeret med en aktieandel tæt på det aftalte benchmark.

**Af Johnny Madsen,
partner og investeringschef
2. april 2025**

Vi giver dig overblik og tryghed

Formue &
Investeringspleje

PART OF
 Söderberg
& Partners