

# Tilbaketorget



## The House View – Tilbaketog

Trump's tilbaketog forsetter og i mai ble også tollene på kinesiske varer redusert. Faren for en kraftigere økonomisk nedtur er betydelig redusert og aksjemarkedene har, med god grunn, kommet opp igjen etter uroen i april. Tollsatsene vil imidlertid øke og gjengjeldstollene er kun satt på vent, ikke avlyst. Usikkerheten om det økonomiske bildet er derfor større enn normalt. Med oppgangen i aksjemarkedet har verdsettelse og optimisme økt og markedet er sårbart for eventuelle negative nyheter. Vi holder derfor på en nøytral allokering mellom aksjer og obligasjoner på tross av bedre utsikter for økonomiene og inntjening.

### Trump's tilbaketog

Trump ble hardt straffet av markedene etter annonsering av høye tollsatser på «Liberation day». Siden da har Trump slått retrett på flere av forslagene sine. Først ble de ekstreme gjengjeldstollene utsatt, med unntak for Kina hvor handelskrigen en stund eskalerte. I mai ble imidlertid også satsene på kinesiske varer betydelig redusert.

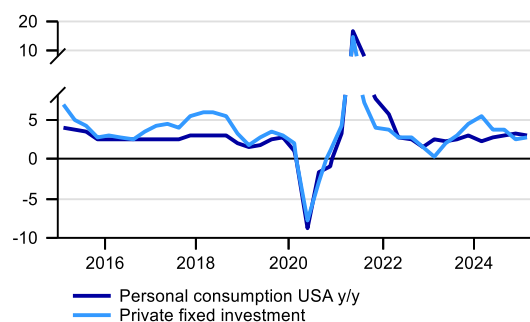
Foreløpig er gjengjeldstollene kun satt på pause. Tilbaketog etter «Liberation Day» tyder imidlertid på at Trumps vilje til å påføre økonomien og markedene «short term pain» for å oppnå «long time gain» er begrenset. Med det er risikoen for en hard økonomisk nedtur betydelig redusert.

Med Trums «tollpause» står vi igjen med 10% generell toll på alle varer inn til USA og noe høyere toll på Kina og på en del spesielle produkter. Økningen i tollsatsene vil virke som en skatt på amerikanske forbrukere og bedrifter tilsvarende 1-1,5% av BNP.

### Ingen tegn på svakhet - så langt

Lavere kjøpekraft som følge av denne «skatteøkningen» samt usikkerheten handelskrigen skaper for bedrifter og husholdninger tilsier at vi står foran en periode med noe svakere vekst i amerikansk økonomi. Det er imidlertid lite som tilsier at økonomien har bråbremset. Nøkkeltallene over den siste måneden viser at amerikansk økonomi har holdt seg bra oppe etter tolløkningene.

### Ingen tegn på vesentlig svakere etterspørsel



Mest sannsynlig vil veksten ta seg opp igjen inn i 2026 etter at økonomien har tilpasset seg høyere tollsatser. Etter hvert som effekten av høyere tollsatser på prisstigningen avtar kan Fed også sette en rente som er tilpasset utviklingen i vekst og arbeidsmarked. Kongressen jobber nå med Trumps «big, beautiful» skatte- og utgiftspakke. Mye tyder på at finanspolitikken vil bli ekspansiv og bidra til høyere vekst.

En mer begrenset handelskrig er trolig håndterbart også for resten av verden. EU sliter imidlertid fortsatt med svak økonomisk vekst og i Kina er det få tegn til bedring i eiendomsmarkedet. Stimulerende økonomisk politikk vil imidlertid bidra til å løfte veksten. I euroområdet er renten på vei ned og det er utsikter til en kraftig satsing på forsvar og infrastruktur, spesielt i Tyskland, neste år.

### Inntjeningsveksten tar seg opp igjen

Inntjeningen i bedriftene vil bli rammet av økningen i tollsatsene. Selv om inntjeningsanslagene for 2025 har kommet ned er det rom for fortsatt nedjusteringer. Analytikernes estimater bruker ofte tid på

å justere seg ned og aksjemarkedet er trolig forbedret på relativt forsiktig vekst i inntjeningen i år. Med en «rebound» i økonomien neste år er det grunn til å tro at inntjeningsveksten tar seg opp igjen.

### Verdsettelse og optimisme har økt

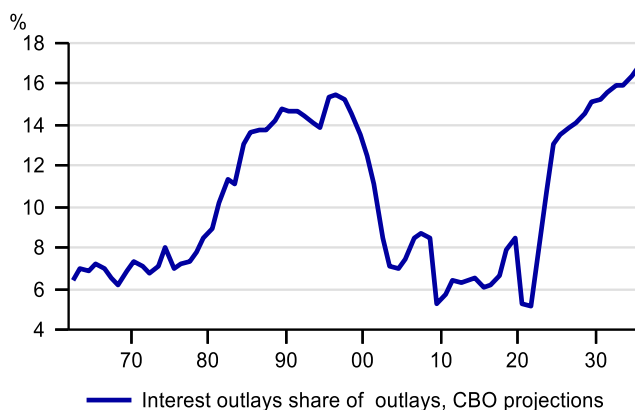
I takt med en kraftig gjeninnhenting i aksjemarkedet har verdsettelse, målt ved pris i forhold til inntjening (P/E), tatt seg opp. P/E for globale aksjer er nær der den var på starten av året. Investorsentimentet har også kommet opp. Høyere verdsettelse og økt optimisme er naturlig gitt at nedsiderisikoen til økonomi og inntjening er redusert, men det gjør også markedet mer sårbart for negative overraskelser. De siste årene har vi blitt vant til sterke nøkkeltall fra USA. Nå må en regne tidvis relativt svake tall, og med det tidvis uro, når effekten fra tolløkningen slår inn.

### Finanspolitiske utfordringer

Den siste tiden har de finanspolitiske utfordringene i USA skapt uro i markedet. De lengste obligasjonsrentene har steget som følge av at obligasjonseierne krever en høyere risikopremie for å eie amerikansk statsgjeld. Underskuddet på det føderale budsjettet er 7% av BNP. Det betyr at statsgjelden, som allerede er rundt 100% av BNP, øker raskt. At Trumps «big, beautiful tax bill» ikke adresserer problemet, snarere tvert imot, har bidratt til at temaet er i fokus.

Rentekostnadene som andel av de offentlige utgiftene stiger raskt noe som betyr mindre rom for andre utgifter dersom ikke budsjettbalansen skal forverres ytterligere. Det kan være vi når en smertegrense der renteutgiftene blir så høye at politikerne tar grep for å adressere problemet. Men en skal heller ikke utelukke at uro og raskt stigende renter tvinger politikerne til å ta grep.

### Renter vokser som andel av offentlige utgifter



### Fortsatt nøytral allokering

Selv om usikkerheten rundt vekstbildet er redusert og aksjer mest sannsynlig vil gi brukbar avkastning det neste året beholder vi vår nøytrale allokering mellom aksjer og renter. Trumps siste trusler om 50% toll på EU dersom EU ikke gir mer i forhandlingene illustrer at handelspolitikken kan ta en mer negativ vending enn det vi venter og det som er priset inn. Dagens rentenivå gjør også at renteplasseringer er et attraktiv alternativ til aksjer.

### Overvekt Europa

Innad i aksjeporteføljen anbefaler vi en overvekt av europeiske aksjer. Finanspolitikk vil bli mer stimulerende, rentene lavere og det blir deregulering på EU-nivå. Verdsettelsen i Europa har økt, men vi mener det er gode argumenter for ytterligere økning i verdsettelsen. Japan er undervekt. Eksportsektoren kan rammes av en sterkere yen og økt handelsusikkerhet.

### Lavere eksponering mot sykliske sektor

Innenfor sektorer beholder finans som overvekt. Sektoren kan fortsette å levere gode resultater som følge av brukbar økonomisk vekst og dereguleringer. I et brukbart økonomisk klima venter vi at en sektor som Stabil Konsum vil gjøre det svakere og holder på sektoren som undervekt.

### Overvekt Investment Grade

Kredittpåslagene i Investment Grade-obligasjoner har kommet inn igjen. Den samlede yielden er på relativt attraktive nivå. Derfor opprettholder vi vårt syn på at ekstraavkastningen fra denne obligasjonsklassen er verdt å høste. Vi foretrekker Europeisk Investment Grade fordi det er her vi tror det økonomiske bildet bedres. Statsobligasjoner er fortsatt undervekt.

## Disclaimer

Nordea gir anbefalinger til privatkunder, samt små- og mellomstore bedrifter om investeringsstrategi og konkrete investeringsforslag.

Anbefalingene inkluderer aktivaallokering og konkrete investeringer i nasjonale, nordiske og internasjonale aksjer, obligasjoner og tilsvarende verdipapirer.

For å betjene deg som investor på en best mulig måte har vi samlet all analyse- og strategikompetanse i en felles enhet – Nordea Investment Center.

Denne publikasjonen eller rapporten er utarbeidet av:

Nordea Bank Abp, Nordea Bank Abp, filial i Sverige, Nordea Bank Abp, filial i Norge og Nordea Danmark, filial av Nordea Bank Abp, Finland (sammen kalt "selskaper i konsernet representert ved Nordea Investment Center»).

Selskapene i konsernet er underlagt tilsyn av finanstilsynene i de respektive landene.

Publikasjonen eller rapporten er bare ment å gi generell og foreløpig informasjon til investorer og er ingen anbefaling om bestemte finansielle instrumenter eller strategier.

Publikasjonen eller rapporten gir ikke individuelt tilpassede investeringsråd og tar ikke hensyn til din økonomiske situasjon, dine eiendeler eller din gjeld, din investeringskunnskap og erfaring, dine investeringsformål, investeringshorisont, risikoprofil eller dine preferanser.

Som investor må du spesielt passe på at investeringen egner seg i forhold til din økonomiske og skattemessige situasjon og investeringsformål. Investor bærer risikoen for alle tap i forbindelse med investeringen.

Før du handler etter opplysningene i denne publikasjonen eller rapporten, anbefales det at du rådfører deg med din økonomiske rådgiver. Informasjonen i denne rapporten innebærer ingen råd om de skattemessige konsekvensene av å ta en bestemt investeringsbeslutning.

Investor må foreta sin egen vurdering av skattemessige konsekvenser og avkastning på investeringen.