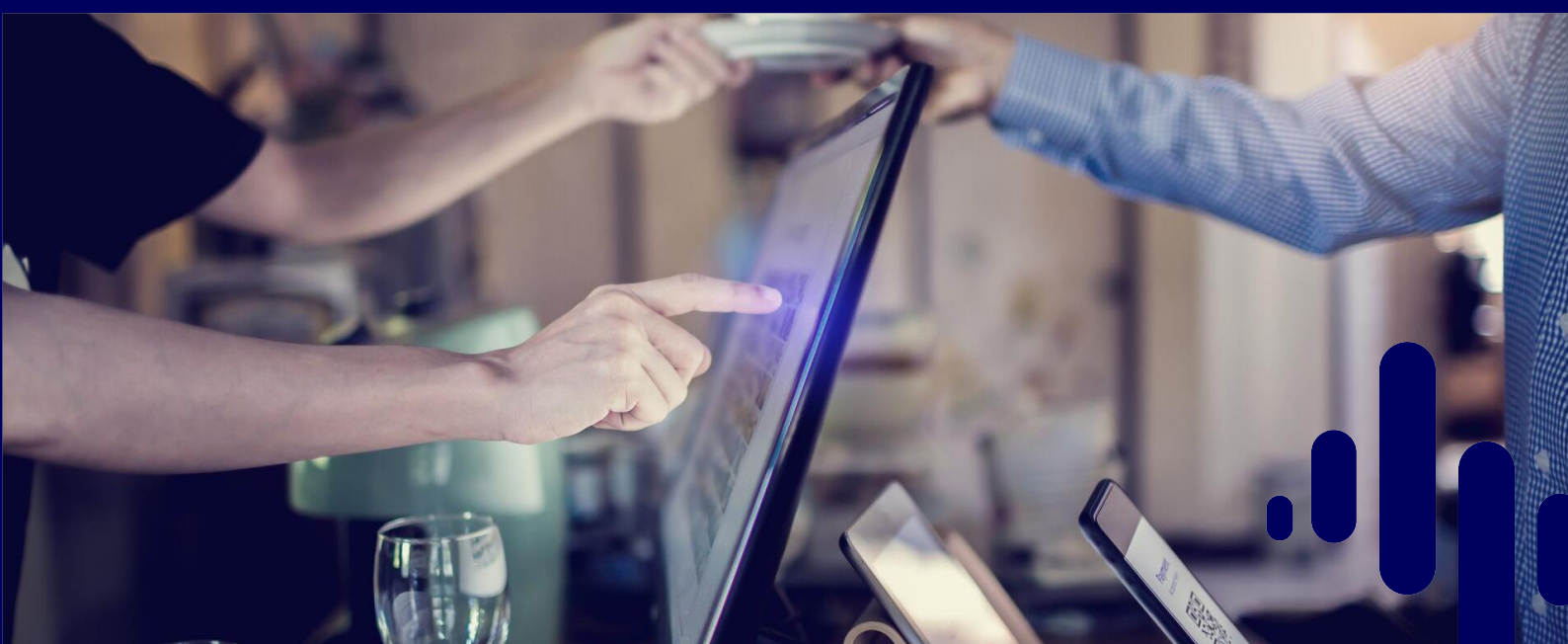


# Inntjening viktigere enn politikk



## The House View – Inntjening viktigere enn politikk

Globale aksjer fortsatte oppturen i september. Den økonomiske utviklingen er relativt sterk, spesielt med tanke på at høyere tollsatser kunne gitt en markant oppbremsing i økonomien. Selskapene leverer solide resultater, og den amerikanske sentralbanken har kuttet renten. Det vil den trolig fortsette med, riktignok i et gradvis tempo. Etter en sterk oppgang kan vi ikke utelukke en kortsiktig korreksjon. En eventuell korreksjon mener vi vil representere en kjøpsmulighet. Vi opprettholder en anbefaling om overvekt aksjer.

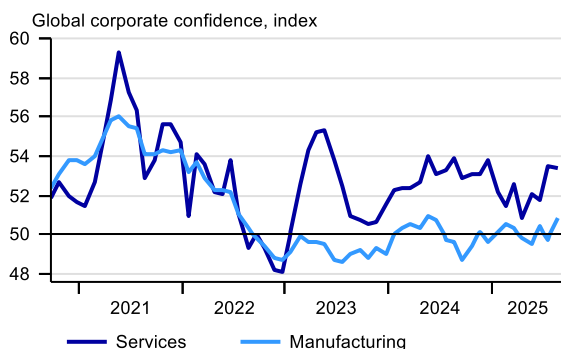
### Økonomiene klarer seg bedre enn fryktet

Gjennom sommeren og tidlig høst har økonomiske nøkkeltall, spesielt fra utviklede land, vært relativt gode. OECDs prognose for økonomisk vekst i verdensøkonomien er tilbake på samme nivå som i januar, før oppgangen i tollsatser. Virkningen fra høyere tollsatser har hittil vært relativt begrenset, men det er ikke sikkert vi har sett den fulle effekten enda.

Veksten i USA har riktignok avtatt noe over de siste kvartalene, men nedkjølingen er langt mindre enn en kunne frykte. Det tar imidlertid tid før høyere tollsatser slår ut i svakere utvikling i kjøpekraften, så veksten kan derfor bremse mer opp. På den andre siden vil lettere finans- og pengepolitikk støtte veksten og motvirke noe av denne effekten.

Europa vil sannsynligvis få et løft fra lavere renter, mer støttende finanspolitikk og deregulering. Fremvoksende økonomier vil fortsatt være viktige motorer for global vekst. Kina bremser noe opp, men India og andre holder tempoet oppe. Totalt sett, til tross for all politisk støy, er de økonomiske utsiktene tilstrekkelig gode til å støtte vekst i selskapsinntjening.

### Bedriftene er relativt positive.



### Inntjening trumfer politikk

Det er ingen overdrivelse å si at inntjeningsveksten har vært overraskende solid, spesielt i USA. En svakere dollar har bidratt til å støtte selskapenes inntjening, samtidig som selskapene har klart å håndtere høyere tollsatser på en slik måte at det ikke går ut over inntjeningen på noen nevneverdig måte. Gitt all usikkerheten høyere tollsatser har skapt, er inntjeningsveksten bemerkelsesverdig sterk, og det er en naturlig årsak til at aksjer har gjort det så bra i sommer.

Fremover venter vi at den solide støtten fra inntjeningsvekst vil fortsette, om enn i et mer moderat tempo. Selv om den amerikanske administrasjonens politikk kan virke kaotisk og uforutsigbar, tyder utviklingen så langt på at den har begrenset innvirkning på det som betyr noe for aksjemarkedet: bedriftenes inntjening. Inntjening trumfer selv amerikansk politikk.

### Fed vil kutte renten, men har ikke hastverk

Den amerikanske sentralbanken (Fed) kuttet renten gjennom høsten 2024. Rentekuttene ble begrunnet med at det ikke lenger var behov for et innstrammende rentenivå når inflasjonen så ut til å være på vei mot målet. I år stoppet Fed opp denne normaliseringen av renten, mye fordi høyere tollsatser ville presse opp inflasjonen. I september i år kuttet imidlertid Fed renten igjen, etter svakere vekst i sysselsettingen gjennom sommeren og høsten. Risikobildet er endret. Faren for et svakt arbeidsmarked veier tyngre enn faren for høy inflasjon.

Inflasjonen er imidlertid fortsatt godt over målet og kan øke videre når den fulle effekten av tollsatsene slår inn. Det tyder på at sentralbanken vil gå varsomt frem med rentekuttene.

Perioder med rentekutt utenfor resesjoner er assosiert med god avkastning i aksjemarkedet. Både på midten av 1980-tallet og 1990-tallet kuttet Fed renten uten at det var resesjon i økonomien. Det var perioder der aksjemarkedet presterte sterkt.

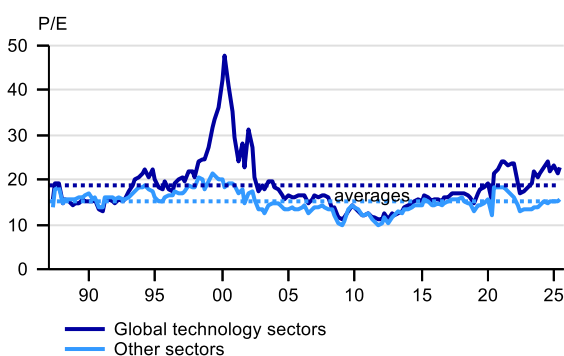
### Verdsettelse – neppe et hinder

Verdsettelsen av aksjer, målt ved dagens inntjening relativt til prisen på aksjer, er høy sammenlignet med historien. Når verdsettelsen er høy i utgangspunktet, kan det bety at den fremtidige avkastningen blir svakere. Når en tar hensyn til at lønnsomheten, spesielt i USA, har økt, er likevel pris i forhold til ventet langsiktig inntjeningsvekst ikke spesielt høy. Endringer i skatteregler i USA, samt utsikter til dereguleringer i Europa, gjør også at dagens verdsettelsesnivåer ikke er direkte sammenlignbare med historien.

Verdsettelsen av aksjer er høyest der lønnsomheten og vekstutsiktene er best, spesielt i amerikanske teknologisektorer og den europeiske forsvarssektoren. Andre sektorer derimot har verdsettelse mer i tråd med det historiske snittet. Derfor virker det som en overdrivelse å si at aksjer i sin helhet er høytt priset.

I en økonomi som vokser er også inntjening langt viktigere for avkastning på kort sikt enn dagens verdsettelse. Investorer bør imidlertid være klar over at dersom inntjeningen svikter, for eksempel som følge av en hardere nedtur i økonomien, betyr normalt høy verdsettelse et større tilbakeslag.

### Høy verdsettelse, men bare i teknologi.



### Korreksjon er mulig etter sterk oppgang

Etter en sterk, nesten uavbrutt oppgang fra bunnen i april, har investorstemningen blitt mer strukket. Sterk oppgang og stor optimisme gir høyere risiko for en kortsiktig korreksjon. Det fundamentale bildet ser imidlertid solid ut, og vi ser ikke noen høyere risiko enn normalt for et sterkere tilbakeslag.

Erfaringen tilsier at tapet ved å være ute av markedet for å vente på en mulig korreksjon ofte blir større enn gevinsten ved å gå inn etter fall, og vi ser derfor ikke grunn til å ta ned aksjerisikoen. Et eventuelt tilbakeslag bør derimot behandles som en kjøpsmulighet så lenge inntjeningsutsiktene forblir like solide som de er nå.

### Overvekt Europa

Vi opprettholder anbefalingen om overvekt i europeiske aksjer. Veksten forblir relativt moderat i år, men vi venter et oppsving i 2026. Kombinasjonen av sterkere finanspolitisk støtte, lettere finansielle forhold og utsikter til sterkere vekst i inntjeningen er grunner til at vi fortsatt overvekter Europa. Investorer har økt allokeringen til Europa i år, men posisjonen er fortsatt ganske moderat etter år med svak utvikling. Japan er fortsatt vår foretrukne undervekt.

### Overvekt Finans

Finanssektoren har prestert svært godt i år på grunn av sterk resultatvekst, rimelig attraktiv verdsettelse og medvind fra kommende dereguleringer. Vi opprettholder overvekten ettersom vi tror sektoren kan fortsette å gjøre det bra i et miljø med moderat vekst og fortsatt rimelig høye renter. Vi opprettholder Stabilt Konsum som undervekt på grunn av utsikter til svak inntjeningsvekst.

### Nøytral på tvers av obligasjonssegmenter

Vi opprettholder en nøytral allokering på tvers av obligasjonssegmenter. Rentenivået er relativt attraktivt over hele linja, men kredittpåslagene på risikofylte obligasjoner er lave. I et slikt miljø foretrekker vi å ta ytterligere risiko gjennom å overvekte aksjer.

## 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.