

Global makro & strategi – sommer-update 2026

3. juni 2026 16:58

Markedsføringsmateriale

Head of Macro & Strategy Frederik Engholm, freh@nykredit.dk, 23 67 57 77
 Analytiker Niels Nygreen Bonke, nnb@nykredit.dk, 44 55 30 55
 Analytiker Daniel Remien, dare@nykredit.dk, 40 46 97 52
 Chefstrateg Klaus Dalsgaard, kdh@nykredit.dk, 26 18 46 01

- Global vækst er svækket, men langt fra undermineret af krigen i Mellemøsten
- Slutspillet om Hormuz-blokaden spiller stadig afgørende rolle for væksten resten af året med klare nedadrettede risici
- Uroen har ændret centralbankernes kurs, men sandsynligvis ender det kun med beskedne justeringer
- Markant aktie-rebound de sidste måneder får os til at skruer ned for vægten i aktier (overvægt til neutral)

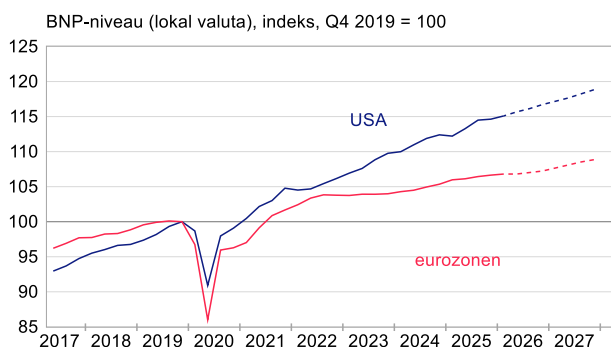
Globale vækstprognoser

	2024	2025	2026	2027
USA	2,8	2,1	2,00	1,75
Eurozonen	0,9	1,5	0,75	1,25
→ Tyskland	-0,5	0,4	0,50	1,25
Kina	5,0	5,0	4,50	4,25
Verden	3,4	3,0	2,75	3,00

Prognoser for vækst afrundes til nærmeste kvarte procent.

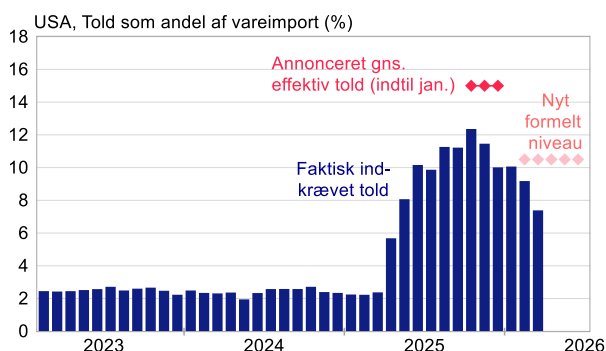
Kilde: Nykredit Markets

Vækststi ventes ikke ændret dramatisk af krigen i Iran



Kilde: Macrobond, Nykredit Markets

Lavere effektiv told i USA på det seneste



Kilde: Macrobond, Nykredit Markets

Udviklingen i den globale økonomi vil i den resterende del af 2026 i vidt omfang blive dikteret af situationen i Hormuz-strædet. Bliver blokaden af strædet mod forventning i bred forstand opretholdt, så vil verden i stigende grad mærke konsekvenserne af den vige-nde forsyning af energi og afledte produkter. Det forekommer ikke som det mest sandsynlige udfald, og allerede nu er der tegn på, at blokaden er mindre intens end tidligere under Iran-krigen. Samtidig lader der til at være nogen fremdrift i forhandlingerne. Derfor forventer vi også, at 2026 økonomisk set bliver ringere end håbet – men trods alt et år med vækst. Ikke desto mindre er der stadig en risiko for, at krigen ikke "bare" bliver et spørgsmål om et kortvarigt inflationsstød, småjusteringer til væksten og plus/minus et par renteforhøjelser eller nedsættelser på tværs af centralban-kerne – det kan ende et mere alvorligt sted. Denne ganske præ-sente risiko, som har sit udspring i geopolitikken, gør prognose-mageri mere vanskeligt end normalt. Året har allerede budt på flere prognoserevisioner, og nærværende sommer-update vil have et kortere format end normalt, da betydelige tilpasninger til forventningerne kan vise sig nødvendige inden for bare uger.

Vi baserer vores prognoser på en forventning om, at flowet af olie-produkter gennem Hormuz bliver gradvist normaliseret fra slutnin-gen af juni og frem mod sommerens udgang. Trods flaskehalse i systemet så venter vi, at oliepriserne kravler mere persistent un-der 100 dollar/tønden i juni og har pil ned frem mod efteråret. Vi forventer, at vækst-slaget fra Iran-konflikten vil blive omkring 0,5% - lidt mindre i USA og lidt mere i Asien og Europa. Vi ændrer ikke på vores forventninger til centralbankerne, hvor vi stadig venter to forhøjelser fra ECB i sommer og lempelser fra Fed fra december.

I baggrunden giver en række andre impulser et bundtræk i øko-nomien, der holder sandsynligheden for recession på et beske-dent niveau. Det gælder en betydelig finanspolitisk impuls fra for-skellige ekspansive tiltag i bl.a. USA, Tyskland, Japan og til dels Kina. Hertil kommer et (noget mindre) bidrag fra investeringer i kunstig intelligens og den infrastruktur, som muliggør dens brug. Vi ser aftagende modvind fra handelspolitikken, mens svagt afta-gende geopolitiske spændinger medvirker til at neddrøse risikoen for halesscenarier. Det understøtter markedet, som stadig trækkes af positive vinde fra IT/Teknologi-sektoren. Men markedet har i nogen grad taget forskud på glæderne, så vi ser mere moderate afkast i 2. halvår og større risiko for korrektioner efter en periode med høj fart på markedet. Vi sænker aktievægten til neutral.

Denne analyse er markedsføringsmateriale og udgør en "ikke-uafhængig analyse" udarbejdet af Macro & Strategy i Nykredit Markets. Analysen er ikke en objektiv og uafhængig investeringsanalyse og er derfor ikke underlagt de juridiske krav, som gælder for uaf-hængige investeringsanalyser. Der gælder derfor heller ikke et handelsforbud inden udbredelsen af analysen.

USA står bedst, men går ikke fri

Trods USA's dominerende position som olieproducent og derfor begrænsede energiimportafhængighed, så er økonomien langt fra upåvirket af konflikten i Mellemøsten. For et meget lavt niveau af energifgifter betyder, at stigninger i oliepriser slår ret direkte igennem på forbrugere og virksomheder. Et betydeligt kraftigere gennemslag end i Europa, hvor faste afgifter betyder lavere procentuelle stigninger på prisen ved benzinstanderen. Desuden har europæere et markant lavere benzinforbrug. Til gengæld rammes gaspriser slet ikke, og elpriser stort set ikke i USA. Ikke desto mindre så mærker USA et stød til inflationen, som samlet set ikke er markant anderledes end det europæiske. Amerikansk inflation vil se en kortvarig stigning på omkring 1,5%-point til i underkanten af 4%, som følge af især energiprisstigningerne. Årsgennemsnittet for 2026 trækkes op med godt 0,5%-point ift. før-krigsestimatet. Det rammer forbrugerne, og vi ser moderat forbrugsvækst i indværende og det kommende kvartal, selvom reaktionen fra forbrugerne indtil nu har været begrænset. Tilbagebetaling af overskydende skat gennem foråret giver dog også polstring til at modstå inflationsstødet.

På rentesiden er boligrenterne i USA (30-årig) steget med knap 50bp under konflikten til et niveau over 6,5%. Renterne har dermed brudt den faldende tendens, der havde sendt dem fra et niveau over 7% ned i omkring 6% lige inden, krigen brød ud. Høje finansieringsomkostninger er en afgørende hæmsko i et amerikansk boligmarked, som efterhånden længe har kørt i et lavt gear. En række andre strukturelle hindringer i ejendomsmarkedet medvirker samtidig til at holde boliginvesteringer på et lavt niveau. Til gengæld understøttes erhvervsinvesteringerne af de nye gunstige afskrivningsregler (straksafskrivning), og det har sandsynligvis været en vigtig faktor i det seneste løft i investeringerne. En anden faktor er udbygningen af AI-infrastruktur, men bidraget til USA's BNP modereres betydeligt af det store importindhold (mikrochips). Men USA's import er andres eksport, og det skaber således en positiv impuls uden for USA. Desuden har et markant lavere niveau af handelspolitisk usikkerhed (stabilisering i toldniveauet siden efteråret 2025) også en positiv effekt på investeringslysten. Vi fastholder vores vækstsøn på USA på 2% i 2026 og 1,75% i 2027.

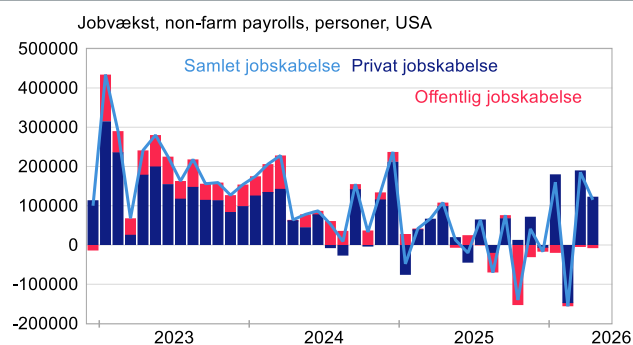
Trods modvinden fra Mellemøsten, så venter vi, at væksten vil være tilstrækkelig robust til at opretholde en beskedent opadgående tendens i jobskabelsen i USA. Vi ser i 2. halvår jobvækst på 75.000-100.000 p.m. - fra omkring 25.000-50.000 i de foregående kvartaler. Hvis arbejdsmarkedet kører i så nogenlunde robust et tempo, så vil Federal Reserve opretholde fokus på inflationen, som den afgørende rettesnor for den pengepolitiske kurs. Vi venter et gradvist men dog betydeligt fald i inflationen i USA fra sidst på sommeren og frem – og vi venter, at billedet sidst på året er tilpas klart til, at Federal Reserve tør sænke renten (december). Selvom inflationen også til den tid vil være klart forhøjet. Der er en beskedent risiko for, at inflationsbekymringerne kan tippe balancen i styringsrådet mod renteforhøjelser – men der skal i vores optik meget til. Der er til gengæld en betydelig risiko for, at næste lempelse udskydes til et stykke inde i 2027 – eller at renten blot fastholdes på nuværende niveau længe (fx som følge af revurdering af niveauet for den neutrale rente).

Pressede forbrugere sænker opsparingskvote



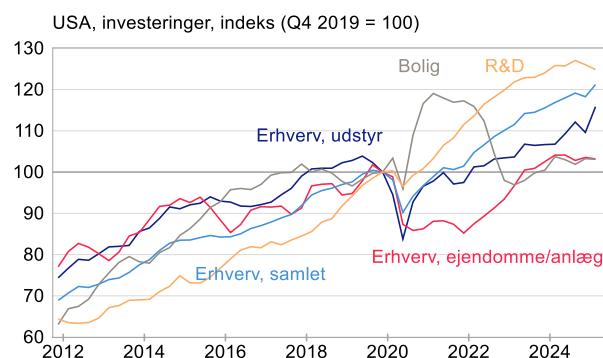
Kilde: Macrobond, Nykredit Markets

Jobskabelsen i USA lader til at vinde fart



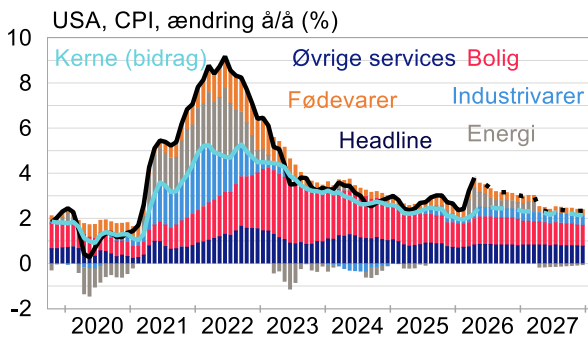
Kilde: Macrobond, Nykredit Markets

Investering i udstyr holder investeringerne oppe



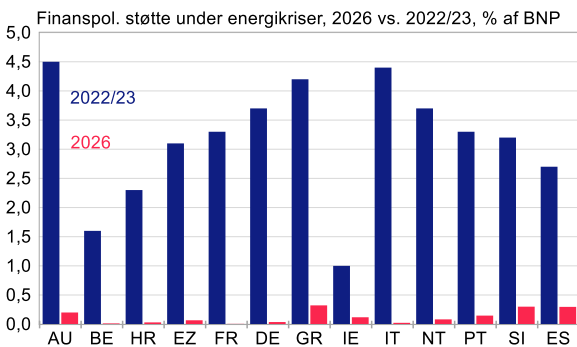
Kilde: Macrobond, Nykredit Markets

Amerikansk inflation aftager sideløbende med olieprisen



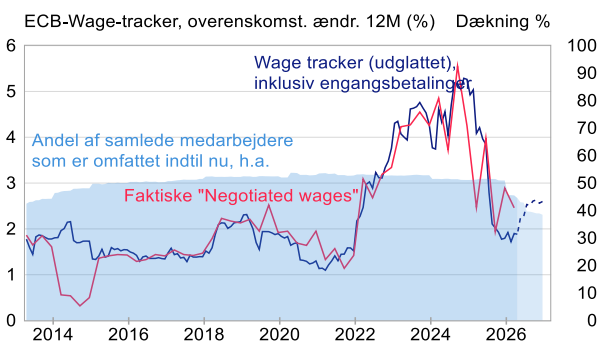
Kilde: Macrobond, Nykredit Markets

Beskedne politiske tiltag skal modvirke energichok



Kilde: Macrobond, Nykredit Markets

Lønvæksten har ligget under 2% på det seneste



Kilde: Macrobond, Nykredit Markets

På den politiske front kan konsekvensen af den upopulære krig i Iran ende med at blive, at republikanernes flertal i enten det ene eller måske endda begge kamre i kongressen tabes ved midtvejsvalget i november. En nylig højesteretsafgørelse giver dog republikanerne muligheder for i endnu højere grad at omtage valgdistrikter til egen fordel – det bedrer partiets chancer betydeligt (i Rep. Hus), men udgangspunktet var så dårligt, at det er usikkert, om det er nok. Det skriver vi mere om på den anden side af sommerferien, når slutspurtten for alvor går ind. Resultatet kan få afgørende økonomisk betydning.

Eurozonens vækstacceleration udskudt til sidst på året

Chokket fra Mellemøsten rammer som bekendt hårdere i Europa end i USA, da vi importerer næsten al vores fossile energi. Foruden stigninger i benzin- og dieselpriiser rammes europæerne af højere priser på naturgas og derigennem højere strømpriser, som følge af uroen i Mellemøsten. Forbrugerprisstigningerne er dog begrænset af, at den rå energipris kun udgør en andel af strømprisen i Europa, og ovennævnte faste afgifter på brændstof dæmper effekterne. Og desuden er gaspriserne trods alt ikke steget så voldsomt som frygtet. De højere naturgaspriser har dog et mere direkte gennemslag i industrien, hvor afgifterne er lavere.

Tilbage står, at energiprisstigningerne er et mærkbart slag til væksten i eurozonen, som vi fra årets start forventede skulle vinde fart. Men de nye omstændigheder dæmper forventningerne til både væksten i forbruget og i industrien på kort sigt og betyder, at en acceleration i væksten må vente til sidst på året. PMI-indeksene signalerer, at væksten i regionen i den sidste del af foråret står enten stille eller måske endda går en smule tilbage. Vi venter ganske beskeden vækst i indeværende og næste kvartal samlet (0,0%/0,2%) som følge af energiprischokket, hvorefter væksten igen ventes at tiltage. I baggrunden vil en øget finanspolitisk impuls fra Tyskland trække op og dermed begrænse slaget til aktiviteten. For eurozonen som helhed ventes finanspolitikken at se en beskeden lempelse i 2026 og 2027. Vi ser samlet ikke anledning til at justere vores vækstskøn på 0,75% i 2026 og 1,25% i 2027 i eurozonen.

Frankrig lader bl.a. ifølge PMI til at være ramt markant hårdere af chokket fra Mellemøsten end både Tyskland og eurozonen som helhed. Det til trods for at Frankrigs energimix ellers i udgangspunktet er mere fordelagtigt, da atomkraft spiller en betydelig rolle, mens naturgas omvendt spiller en mindre rolle. Frankrig har på den anden side ikke leveret nogen finanspolitisk beskyttelse i form af tilskud eller afgiftslempelser til at skærme chokket fra energien. Det har de fleste andre lande. Tiltagene er dog af beskeden skala for langt de fleste, som figuren til venstre også viser. For eurozonen som helhed ligger niveauet på omkring 0,1% af BNP, mens Spanien, som ligger i toppen, bruger, hvad der svarer til 0,3% af BNP på at skåne virksomheder og forbrugerne via afgiftssænkninger. Faktisk bruger Spanien tæt på lige så meget på disse tiltag, som resten af eurozonen tilsammen (5 mia. euro).

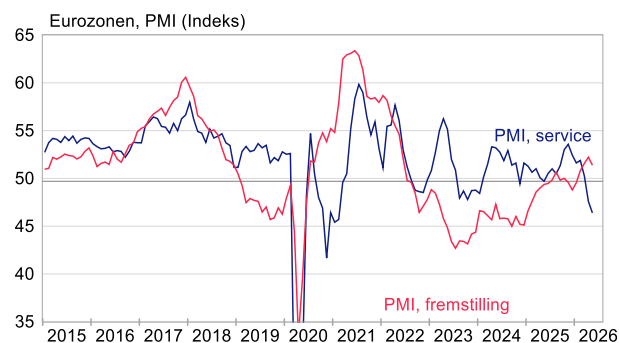
Inflationschokket rammer på et tidspunkt, hvor lønvæksten efter et par år med kraftige stigninger på 4-5% (se graf) igen udvikler sig moderat. Det mindsker sandsynligheden for, at inflationsstødet spreder sig bredt ud i eurozonens økonomi. ECB's "wage-tracker" viste for april en lønvækst på lige under 2% (å/å). De sid-

ste kvartalers overenskomster tyder dog på en stigning op omkring 2,5% ind i 2027, men det er stadig moderat. Ikke mindst i lyset af et energiprischok, som har sendt inflationen over 3% i maj. Det er medvirkende til forventningen om, at forbrugsvæksten vil være træg i eurozonen i 2026. Oktober byder på toneangivende overenskomstforhandlinger i tysk industri (IG Metall + relaterede i alt 3,7 mio. lønmodtagere), men den seneste udvikling i landet peger ikke på aggressive krav fra industriens ansatte. Det forstærker argumentet om, at inflationschokket vil have en snæver udbredelse og altså primært vise sig i energi- og efterfølgende fødevarerpriserne pga. forsyningsproblemer i markedet for handelsgødning.

Foruden energiprischokket så er Europa og i særlig slem grad Tyskland ramt af et andet og potentielt mere vanskeligt og langvarigt chok. "Det andet Kina-chok", som nogle betegner det, udtrykker Kinas kraftigt voksende globale markedsandel og eksport inden for industrier som biler, maskineri, fly og kemi. De fleste områder, hvor Tyskland har en betydelig markedsposition. Derfor rammer Kinas voldsomme vækst særlig hårdt her. Udviklingen har overrasket alle i dens styrke, og EU er i stigende grad i alarm over konsekvenserne af en gradvis underminering af den europæiske industri. Kinas handelsoverskud med Europa er de sidste 2 år i gennemsnit vokset ca. 20% per år. På kort sigt medvirker Kinas fremmarch til at dæmpe væksten i Tyskland (en effekt som i nogen grad modvirkes af øget forsvar og infrastrukturinvestering). Væksten i Tyskland har set over 6 år været tæt på det rene ingenting. Konsekvenserne på længere sigt afhænger af Europas modsvær. Der er stigende opbakning til et handels- og industripolitisk forsvar mod Kinas eksportboomvækst, som foruden styrket industriel innovation ikke mindst er et resultat af beskeden kinesisk indenlandsk efterspørgsel, målrettet national understøttelse af fremstillingssektoren (subsidiering) og eventuelt en (for) svag valuta. Men selvom der brygges på initiativer i EU, som nedbringer afhængigheden og styrker forsvarsværkerne ved i nogen grad at begrænse kinesernes adgang EU-markeder, så er det ikke ukontroversielt i en region, som traditionelt har slået på frihandel som et bærende princip. Og ikke mindst Tyskland selv slår sig i tøjet over nye barrierer, som samtidig kan ramme tyske eksportvirksomheder som en boomerang i Kina. En større handelspolitisk konfrontation med Kina er ikke nogen fjern tanke, men kan blive en realitet inden for selv en ganske kort horisont, hvis EU går langt med sine nye initiativer.

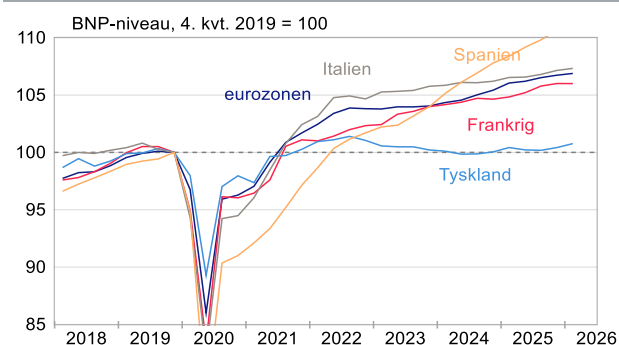
På det pengepolitiske plan forventer vi uforandret to renteforhøjelser fra ECB i 2026 (juni/juli). Risikoen er på kort sigt opadrettet, hvis energiforsyningen forbliver mere problematisk end antaget. I 2027 er risikoen mere balanceret, da vi senere på året ser en vis sandsynlighed for rentenedsættelser fra et udgangspunkt på den høje side af neutral (indskudsrente på 2,5%, neutral rente ~2%). Det kan komme på tale, hvis væksten i regionen forbliver træg, og inflationsstigningen hurtigt viser antræk til at fortage sig.

Servicesektoren svækket markant af energiprischokket



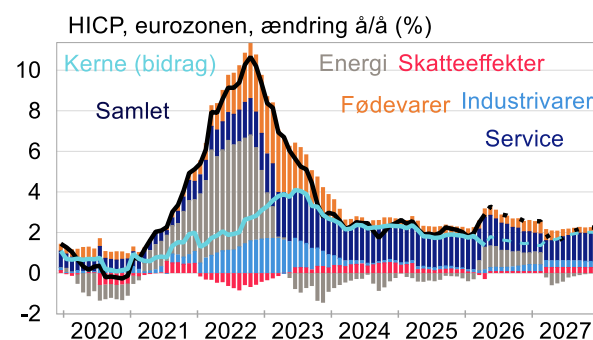
Kilde: Macrobond, Nykredit Markets

Tysklands träge BNP-udvikling er meget usædvanlig



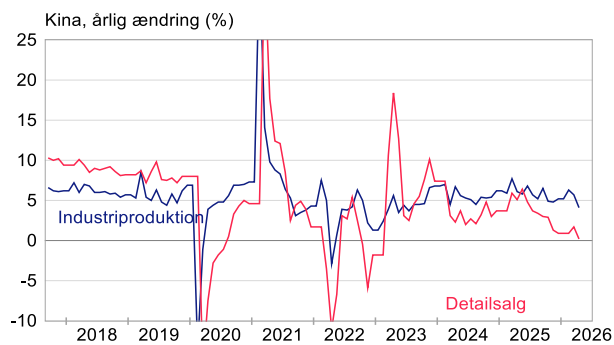
Kilde: Macrobond, Nykredit Markets

Inflationen i eurozonen aftager gradvist herfra



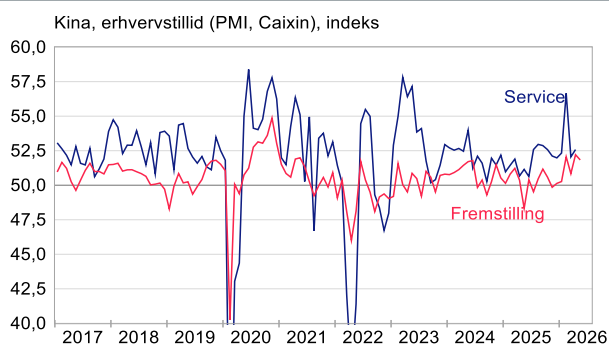
Kilde: Macrobond, Nykredit Markets

Kina: Svag efterspørgsel men stor produktionskapacitet



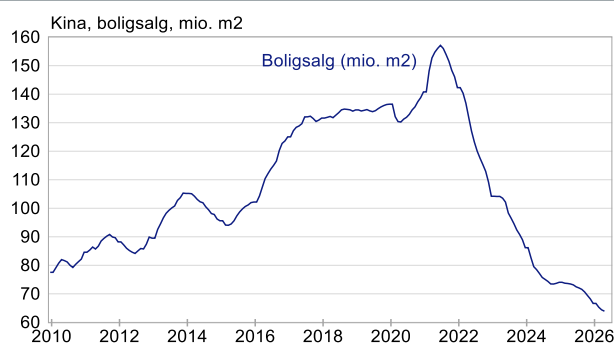
Kilde: Macrobond, Nykredit Markets

PMI viser bedring i Kina



Kilde: Macrobond, Nykredit Markets

Kinas boligsalg, -priser og -byggeri falder på 5. år



Kilde: Macrobond, Bloomberg, Nykredit Markets

Kina viser ikke tegn på at ændre kurs

Kinas økonomiske udvikling er stadig præget af de samme to ganske stærke underliggende tendenser, som længe har påvirket den. En svag indenlandsk efterspørgsel, som i vidt omfang er resultatet af en langvarig tilpasning i ejendomsmarkedet, som endnu ikke synes helt overstået. Og på den anden side står en massiv vækst i eksporten af særligt kapitalgoder og - i forhold til tidligere - af varer med et højere kompleksitetsniveau, som ligger højere i værdikæden. Det sidste er spejlbilledet af de udfordringer, som Europa oplever i forhold til Kina. De to nævnte tendenser afspejler sig i en nogenlunde stabil (stærkt) vækst i industriproduktionen, mens udviklingen i detailsalget er svag.

Den ubalancerede vækst, hvor produktionskapacitet og efterspørgsel i ringe grad matcher hinanden, efterlader et stort behov for, at afsætte varer uden for landets grænser. Kinas eksportvækst ligger væsentlig over væksten i global handel – og det kan mærkes, når man snakker en økonomi af Kinas størrelse. Da en række af Kinas producenter på forskellig vis er understøttet offentligt, så giver det anledning til spændinger. En ny OECD-rapport finder, at 60% af Kinas forøgede globale markedsandele på tværs af 15 industrier kan forklares med Kinas betydelige subsidier. Men Kina viser intet tegn på at skifte retning, og den seneste partikonferens bekræftede i hovedtræk den kinesiske vækststrategi og den grundlæggende industripolitiske vision, der ligger bag. Vi ser dermed ikke anledning til at forvente, at det bliver kineserne, som kommer til at være katalysator for ændringer i den globale handelsmæssige dynamik, som udspiller sig i disse år. USA har allerede forsøgt at skubbe til balancen med sine handelspolitiske angreb på Kina, men har overordnet givet efter i armlægning. Næste skub kan som sagt komme fra Europa. På kort sigt forventer vi, at fortællingen om Kina i store træk er uændret uanset spændingerne. Vi fastholder vækstforventninger på 4,5%/4,25% i 2026/2027.

Forhøjet usikkerhed om energiforsyning og pris

Der er stadig stor usikkerhed om, hvordan situationen i Mellemøsten påvirker udbuddet og prisen på energi og afledte produkter i det kommende år. Allerede tidligt i konflikten betegnede det internationale energiagentur (IEA) situationen som den største energikrise nogensinde. I nyere tid har verden ikke oplevet et så stort fald i leverancen af råolie (10%). Dertil kommer et stort fald i leverancerne af LNG og diverse petrokemiske produkter, der bruges til produktion af handelsgødning, plast, kemikalier, mikrochips osv. Priserne er steget over hele kurven, men slet ikke i et omfang, der matcher den "fysiske" virkelighed.

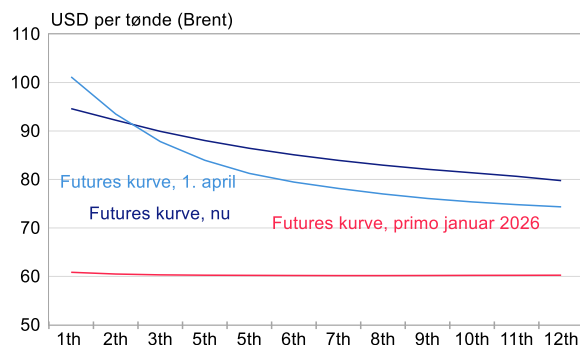
Det manglende udbud er primært blevet dækket af træk på lagrene. Både de strategiske lagre og lagre i den private sektor. Hastigheden betyder, at der er 1-2 måneder til, at lagre på nogle produkter ventes at nå et operationelt gulv ift. at holde rørledninger og produktionen i gang. Producenterne i Mellemøsten har udvist kreativitet i at finde alternative veje til at få produkterne til markedet og andre lande har øget deres produktion i det omfang, det har været muligt. Men det er ikke muligt at accelerere produktionen nævneværdigt på kort sigt.

Efterspørgslen er desuden faldet fx har flyselskaberne skåret rutenettet til, og i Europa har vi udskudt at fylde gas-lagrene op til næste vintersæson, hvorfor de er på et bekymrende lavt niveau. En varm sommer, der øger strømforbruget og mindsker den franske produktion fra atomkraftværkerne vil forværre situationen. Det illustrerer den generelle scenarieuvsikkerhed. Hvis ikke leverancerne fra Mellemøsten i overvejende grad normaliseres over sommeren, risikerer vi betydelige prisstigninger på en række olierelaterede produkter. Der vil være behov for at reducere efterspørgslen, der på nær for flybrændstof, på kort sigt ikke er ret prisfølsom. I Europa har vi set nogle tiltag til lavere brændstofafgifter og i Asien stigende subsidier og eksportforbud.

Vores fremadrettede vurderinger er baseret på følgende centrale forudsætninger. For det første at blokaden af trafik gennem Hormuz snart ophører, og at flowet af olie, gas og afledte produkter normaliseres inden for få måneder. Alene transporttiden betyder dog, at vi vil mærke eftervirkningerne i den fysiske verden i en del måneder. For det andet at skaden på produktionskapaciteten i Mellemøsten er begrænset udover påvirkningen af gasproduktionen i Qatar, som det vil tage år at udbedre.

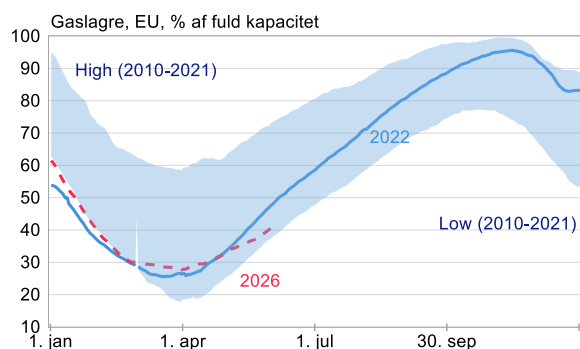
Vi forudsætter desuden, at lagerbeholdningerne er tilstrækkeligt store til, at verdensøkonomien undgår meget store prisstigninger og/eller en egentlig mangelsituation, mens vi venter på et normaliseret flow. Handelsgødning er en særlig problematik, og vi må regne med en forhøjet sandsynlighed for lavere høstudbytte i 2. halvår og opadgående pres på de globale fødevarerpriser. Vi har omvendt ikke regnet med mærkbar lavere produktion af biler, elektronik mv. Den forudsætning kommer under markant pres, hvis Hormuz forbliver lukket ind i efteråret. Vi ser ikke en "normalisering" af priserne til førkrigsniveau på 6-12 mdr. sigt. Fx vil Europa skulle fylde gas-lagrene op, hvilket nok kræver at de europæiske gaspriser som minimum matcher de asiatiske. Vi forudsætter dog jf. ovenstående, at olieprisen over efteråret falder klart under USD 100 og ind i 2027 snarere nærmer sig USD 75.

Hele oliekurven er skubbet opad



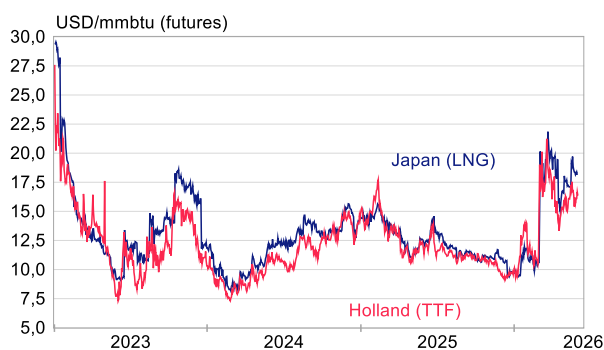
Kilde: Macrobond, Bloomberg, Nykredit Markets

Gaslagrene i Europa er lavere end i 2022



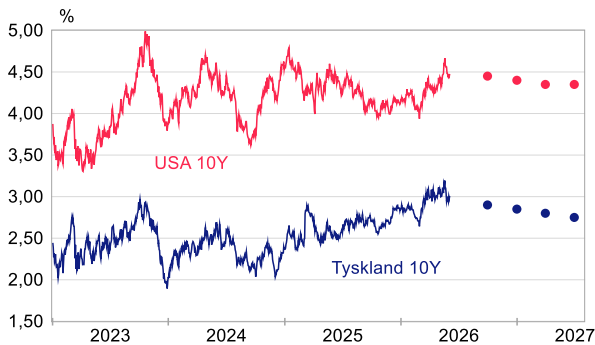
Kilde: Macrobond, Nykredit Markets

Naturgasprisen i Europa skal lukke gabet til Asien



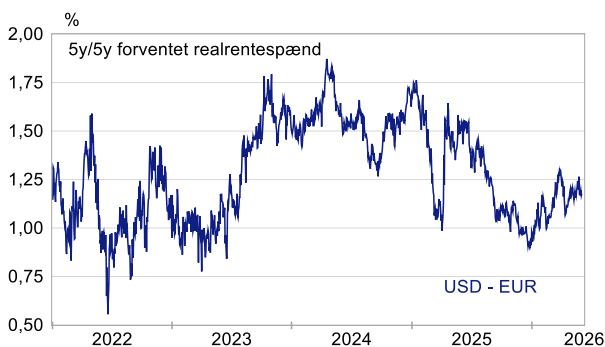
Kilde: Macrobond, Nykredit Markets

Lidt lavere lange renter det kommende år



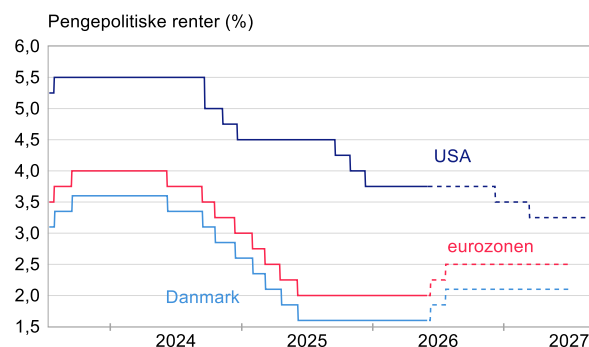
Kilde: Macrobond, Nykredit Markets

Det forventede realrentespænd er begyndt at stige



Kilde: Macrobond, Bloomberg, Nykredit Markets

Forventning til de pengepolitiske renter



Kilde: Macrobond, Nykredit Markets

Renter: Lidt lavere lange renter det kommende år

Iran-krigen har udfordret, men endnu ikke afgørende ændret, centrale forudsætninger for vores syn på renteutviklingen. Den første forudsætning var, at fasen med en kontraktiv pengepolitik ville blive afsluttet med landing i neutralzonen. Nu synes vejen til "neutral" for Federal Reserve at være som minimum mere langstrakt og usikker end tidligere. Det skyldes udsigten til en periode med høj inflation og solid jobskabelse. Der er desuden ny tvivl om den neutrale rente er højere end tidligere estimeret.

Vi fastholder dog forventningen om en amerikansk rentenedsættelse i december, hvor markedet aktuelt inddiskonterer tæt på en forhøjelse. Bevægelsen til neutral rente kan blive fuldført i 2027 (vi har en ekstra nedsættelse i prognosen). Højere produktivitet og et svækket arbejdsmarked pga. AI kan fremskynde det. Men der er stor usikkerhed om, og hvornår, det bliver synligt.

ECB's pengepolitik ligger med en rente på 2% på et neutralt niveau. Men ECB er bekymret for, at energiinflationen spreder sig. Vi venter to forebyggende renteforhøjelser over sommeren (juni og juli). Det er en hurtigere reaktion, end markedet forventer, men til gengæld forventer markedet, at ECB leverer flere forhøjelser sidenhen. Vi er mindre bekymret for inflationen på en længere horisont end ECB. Vi ser da også en pæn sandsynlighed for, at ECB, hvis den forhøjer renterne i år, sidenhen vender tilbage til 2% (eller lavere). Det ligger dog uden for vores prognosehorisont. Men sidst på året kan de europæiske markeder begynde at inddiskontere fremtidige rentenedsættelser fra ECB, hvilket også vil trække lidt ned i de lange renter. Stigningen i lange eurorenter dæmpes af, at ECB med højeagtige signaler allerede tidligt under Irankrigen viste stor dedikation til inflationsmålsætningen. Så den seneste tendens til udvidelse af det forventede realrentespænd mellem USA og Europa kan fortsætte.

En anden forudsætning har været troen på en underliggende stejlning af rentekurven via gradvis højere risikopræmier på specielt længere obligationer i USA. Den uholdbare amerikanske finanspolitik og dermed større inflationsusikkerhed fordrer højere investorkompensation. Stigningen i længere amerikanske renter de seneste måneder er dog overvejende et produkt af højere inflationsforventninger og forventninger til niveauet for de korte renter. Ikke meget er sket på risikopræmierne. Indfris vores forventning til Fed vil korte obligationsrenter falde. Samlet set venter vi også lidt lavere amerikanske lange renter det kommende år som følge af lavere energiusikkerhed og udsigt til lempeligere pengepolitik. Men underliggende stejler rentekurven. Der er også europæiske risikofaktorer, selvom den statsfinansielle situation er bedre end i USA. I 2027 har vi fx det franske præsidentvalg, og flere andre europæiske regeringer er under pres. Et pres man kunne frygte førte til større kompensationspakker til udfordrede forbrugere og pressede virksomheder.

EUR/DKK har efterhånden længe handlet på et højt niveau uden, at det har udløst intervention fra Nationalbanken. Vores basisscenario er, at det er ret lang vej til en selvstændig dansk renteforhøjelse. Der er flere trædesten derhen, herunder en periode med betydelig intervention. Men en renteforhøjelse forbliver et risikoscenario fx relateret til den uforløste situation omkring Grønland. Hovedscenariet er et uforandret spænd til ECB på -40bp.

Valuta: Moderat styrkelse af USD ventes

Over det seneste år har USD handlet sidelæns efter den betydelige svækkelse relateret til den handelspolitiske usikkerhed. Vi fastholder forventningen om en lidt stærkere USD frem mod årsskiftet, mens de forsinkede effekter af krigen rammer eurozonen hårdere end USA både inflationært og vækstmæssigt. Det nominelle rentespænd indsnævres i vores prognose, hvilket isoleret taler for en svækkelse af USD. Det forventede realrentespænd på kort sigt (fem år) peger omvendt på, at USD-kursen er for lav.

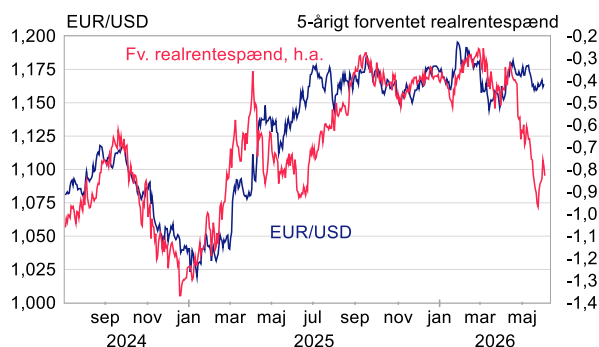
Vi anerkender dog den mere langsigtede risiko på USD relateret til forværringen af USA's status i verden og appetitten på brug af USD som reserve- og transaktionsvaluta. Men på kortere sigt vil det snarere udspille sig over for CNY end over for EUR: Vi indlægger en yderligere styrkelse af CNY i prognosen. USD/CNY falder til 6,65 over det kommende år.

Den mest markante bagudrettede valutariske vinder i vores univers har været NOK, der er styrket tæt på 10% i år. Udover hjælpen fra energipriserne har Norges Bank forhøjet renten til 4,25% og har signaleret mere i vente. Vi venter yderligere 25bp i 3. kvartal. Begrundelsen er den vedvarende høje indenlandske inflation, understøttet af forventede lønstigninger tæt på 5%, og ikke energipriserne. Vi venter, at støtten fra energipriserne klinger af i de kommende år, og venter en stabil til lidt svagere NOK. Og risikoen for ganske betydelig svækkelse skal ikke ignoreres.

De konjunkturfølsomme valutaer SEK og PLN har haft en mere sidelæns tendens på det seneste. Vi venter ikke, at Riksbanken følger med ECB op på renten i denne omgang. Dertil er væksten for svag og med inflation under målet kan de tillade sig en større tålmodighed. Sverige er omvendt bedre positioneret vækstmæssigt ind i 2027, hvilket, vi venter, fører til den første renteforhøjelse i 2. kvartal. Dermed mindskes det negative rentespænd til EUR. PLN har holdt skindet på næsen trods geopolitisk uro, og vi fastholder vores positive prognoseprofil for zlotyen. Vores optimistiske syn er primært bundet op på de økonomiske forhold. Polen fortsætter med at vise gode takter. Centralbanken (NBP) har med en pengepolitisk rente på 3,75% lagt an til en vent-og-se tilgang. Vi venter, at de vil fastholde det nuværende renteniveau året ud.

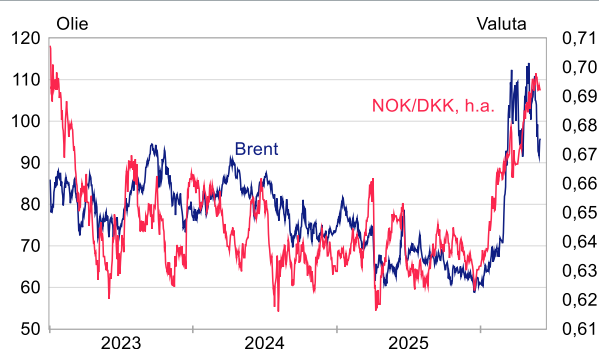
Støtte ser vi ikke meget af til GBP. Pengepolitikken er på hold på 3,75%, men Bank of England (BoE) må føle sig splittet mellem hensynet til den fortsat for høje inflation (3%) og de svage vækstudsigter. Det første forhindrer for nu næste skridt i det langsomme pengepolitiske lempelsesforløb, som vi ser genoptaget godt ind i 2027. Omvendt giver bedre end ventet inflationstal på det seneste mulighed for BoE til at undlade at levere de 1-2 renteforhøjelser, som markedet allerede har inddiskonteret. Vi forbliver negative på GBP, men det skyldes i høj grad også den lange liste af strukturelle svagheder i økonomien og i det politiske miljø (trods en flertalsregering). Selvom Labour evt. skifter ud i ledelsen, ændrer det ikke udsigten til en svækkelse af GBP til under 8,5.

USD-kursen afspejler ikke øget realrentestøtte



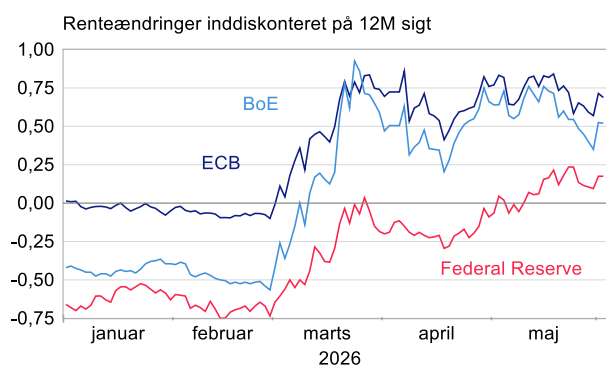
Kilde: Macrobond, Nykredit Markets

Støtten fra energipriserne til NOK aftager



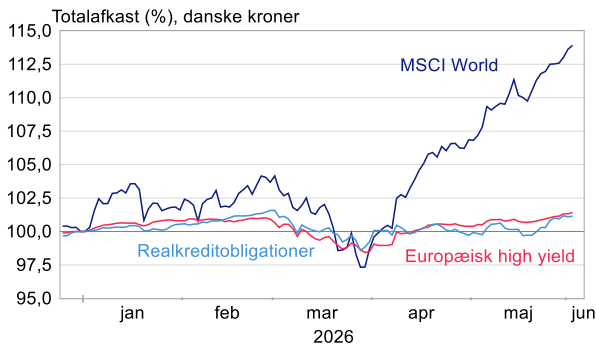
Kilde: Macrobond, Nykredit Markets

Vi venter ikke, at BoE vil levere renteforhøjelser



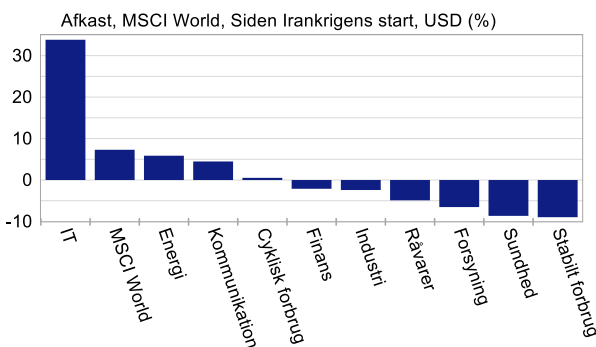
Kilde: Macrobond, Nykredit Markets

Aktivpriser har vundet tabt terræn tilbage – eller mere til



Kilde: Macrobond, Nykredit Markets

Meget ensidig udvikling i aktiemarkedet den sidste tid



Kilde: Finans Danmark og Nykredit Markets

Markedskoncentration tilbage på efterårets niveau



Kilde: Macrobond, Nykredit Markets

Investeringsstrategi:

Der har været fart på investeringsmarkederne på det seneste, hvor tabene fra Irankrigens første uger hurtigt er vundet ind - og meget mere til for aktiemarkedets vedkommende. High yield kredit er lige godt tilbage, mens realkreditobligationer lige knap er i mål. Det kunne nemt være gået værre, og vi vurderer, at markedet inddiskonterer en forventning om uproblematisk nedtrapning af konflikten og relativt hurtig normalisering af energimarkederne efterfølgende.

Det har dog været en ekstraordinær ensidig historie i aktiemarkedet. IT-sektorens stærke udvikling med en stigning på over 30% siden krigen start har haft en voldsom påvirkning på hele indekssets udvikling. Det skyldes en kombination af sektorens store markedsværdi (vægt i indekset) og de kraftige stigninger. Effekten har været så stor, at mens IT har outperformat, så har alle andre sektorer underperformat det brede MSCI World (AC) målt i dollar i perioden. Den ganske snævre markedsdominans giver anledning til varsomhed, da den bl.a. afspejler en stor hype om IT-sektoren. Det skyldes meget stærke regnskabsresultater i Q1, men også tiltagende forventninger til AI.

På trods af de voldsomme kursstigninger, så viser vores fundamentale prisfastsættelses mål ikke en voldsomt forhøjet prisfastsættelse på IT-sektoren. Vores vurdering bygger på en fremskrivning af indtjeningen ud fra de aktuelle niveauer over de kommende mange år med en gradvis normalisering på lang sigt (ud over 10 år). Den tilgang er mere robust end at basere sig på mere kortsigtede mål som price/earnings eller lignende. Men uanset hvad, så er risikoen ved begge typer af mål, at man overvurderer betydningen af den nuværende (realiserede) indtjening. Spørgsmålet er om den altid udgør det anker, som gør det rimeligt, at bruge den som udgangspunkt for beregninger. Hvis ikke den er holdbar, men drevet af forbigående tendenser, så kan selv moderate væksttagelser være for aggressive. Dermed ikke sagt, at den nuværende indtjening afspejler en indtjeningsboble, som udtrykker et uholdbart kapløb i installation af AI-infrastruktur. Men det er oplagt en risiko. Og den slags "bobler" er typisk sværere at spotte, da de ikke afspejler aggressiv prisfastsættelse og høje P/E'er, men i stedet uholdbart bagtæppe (fx investeringsmiljø). På samme måde var fx amerikanske investeringsbankers indtjening i 2004-2005 skruet op af en uholdbar udvikling drevet af kredit, slækket regulering og finansiell innovation. Det gjaldt også i andre markeder. Det ledte til store aktiekursfald trods moderat prisfastsættelse i udgangspunktet, som ikke signalerede at markedet var under risiko for en stor korrektion. Hele misæren blev selvfølgelig voldsomt forstærket af den nedtur der fulgte med langvarig vækstnedgang og et trægt økonomisk comeback – så analogien er ikke perfekt.

Med de usikkerheder som består så synes markedsudviklingen i stadig ringere grad at afspejle den bagvedliggende fundamentale situation. Godt nok er AI-temaet strukturelt og derfor bedre beskyttet mod den cykliske væksthistorie. Men det er ikke immunt – og mange andre sektorer er følsomme. Et mere usikkert makroklima som følge af geopolitikken, større opadrettet risiko på renter - særligt i USA - og den stadig betydelige usikkerhed om, hvordan AI vil påvirke os, gør den nuværende markedsudvikling en smule urovækkende.

Risikopræmien i globale aktier er ifølge vores beregning beskedent, selvom indtjeningsvæksten i Q1 virker understøttende, fordi både aktiekurser og renter samtidig er steget. Vi vælger derfor at skrue ned for aktievægten fra overvægt til en neutral position. Vi er ikke negative, og vi venter stadig, at væksten kommer op i gear i andet halvår, og at aktiekurser ligger højere ved årets udgang. Men på kort sigt synes risici til markedet at være af en kaliber, så en mere forsigtig tilgang er tilrådeligt.

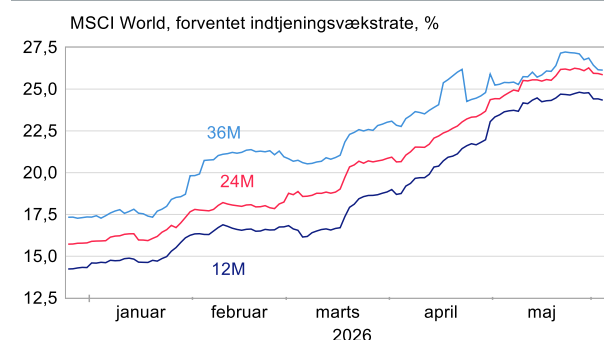
EM fremstår som den billigste region (ikke mindst relativt til egen historik) på trods af en meget stærk udvikling på det seneste trukket af bl.a. Koreas teknologiaktier (Kospi-indekset steget +100% år-til-dato). Europa har haltet efter, og vores overvægt i regionen har tabt sin outperformance, som lå på over 5%-point mod MSCI World i februar - til nu en underperformance på 2,5%-point siden introduktionen. Det er vanskeligt at lave regional allokering i denne tid, da den sektormæssige udvikling dominerer i meget høj grad. Vi fastholder, at den makroøkonomiske historie og mulighederne for Europas selskaber undervurderes af et Europa-skeptisk marked. Handelsspændinger med Kina jf. ovenfor udgør en stigende risiko for regionens aktiemarked.

Vores temacase på energiforsyningsikkerhed/-transformation i Europa og Asien har modsat medvind og er siden etableringen ultimo marts oppe med 10% mod markedet. Vi tror ikke historien er færdigudspillet. Vi fornemmer at den politiske støtte til temaet (EU ikke mindst) først lige er ved at tage fart.

Trods ovenstående diskussioner og uger med rekordstore stigninger i IT, så fastholder vi for nu IT på overvægt. Sektoren screener stadig ikke dyrt, men er blevet dyrere og hypen er på et niveau, hvor advarslerne tager til. Vi er ikke langt fra at skrue ned, men holder fast for nu. Vi fastholder også vores overvægte i Sundhed og Råvarer/Materialer (se mere i vores nye sektorstrategi [her](#)).

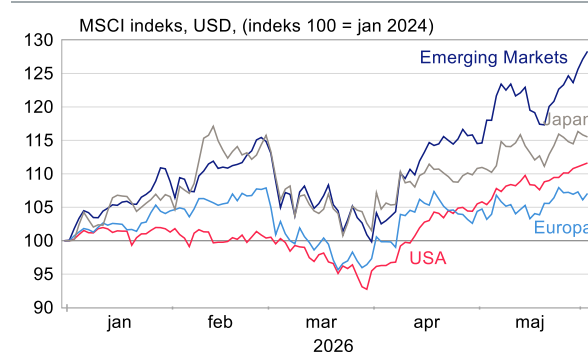
Inden for kredit ændrer vi ikke vores vurdering af, at en neutral allokering er mest oplagt. Krigen i Iran sendte spænd i vejret, hvor europæisk high yield nåede at stige godt 80bp fra et ret snævert spænd på 265bp til omkring 350 bp. Vi er nu efter en solid udvikling de sidste måneder stort set tilbage på niveauet fra før uroen. Spændet ligger pt. på 270bp. Det, mener vi ikke, giver anledning til, at man skal eksponere sig tungere i kreditmarkedet med de betydelige usikkerheder, som stadig kan ramme virksomhederne i dette univers.

Forventningen er stagnerende/faldende indtjeningsvækst



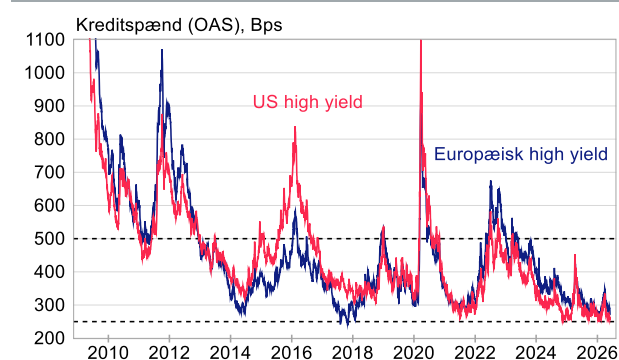
Kilde: Macrobond, Nykredit Markets

Store regionale forskelligheder – drevet af sektorer



Kilde: Macrobond, Bloomberg, Nykredit Markets

Kreditspænd ligger på beskedent niveau



Kilde: Macrobond, Bloomberg, Nykredit Markets

DISCLOSURE

Dette materiale er udarbejdet af Nykredit Markets, der er en del af Nykredit Bank A/S. Nykredit Bank A/S er en finansiel virksomhed, der er under tilsyn af Finanstilsynet.

Denne analyse er en "ikke-uafhængig analyse" udarbejdet af Advisory Services i Nykredit Markets. Ikke-uafhængige analyser er markedsføringsmateriale og udgør ikke-uafhængige objektive investeringsanalyser, og de er derfor ikke underlagt de juridiske krav, som gælder for uafhængige investeringsanalyser. Der gælder derfor heller ikke et handelsforbud inden udbredelsen af markedsføringsmaterialet.

DISCLAIMER

Dette materiale er udarbejdet af Nykredit Markets til personlig orientering for de investorer, som Nykredit Markets har udleveret materialet til. Materialet er baseret på offentligt tilgængelige oplysninger samt egne beregninger baseret herpå.

Nykredit Markets påtager sig intet ansvar for rigtigheden, nøjagtigheden eller fuldstændigheden af informationerne i materialet. anbefalinger skal ikke opfattes som tilbud om køb eller salg af de specifikke finansielle instrumenter, og Nykredit Markets påtager sig intet ansvar for dispositioner foretaget på baggrund af oplysninger i materialet.

Oplysninger i materialet om tidligere afkast, simulerede tidligere afkast eller fremtidige afkast kan ikke anvendes som en pålidelig indikator for fremtidige afkast, og afkast kan blive negativ. Oplysninger i materialet om kursudvikling kan ikke anvendes som en pålidelig indikator for fremtidig kursudvikling, og kursudvikling kan blive negativ. Gevinster kan blive forøget eller formindsket som følge af udsving i valutakurser. Såfremt materialet indeholder oplysninger om en særlig skattebehandling, skal investorer være opmærksomme på, at skattebehandlingen afhænger af den enkelte investors individuelle situation og kan ændre sig fremover. Såfremt materialet indeholder oplysninger baseret på bruttoafkast, kan gebyrer, provisioner og andre omkostninger påvirke afkastet i nedadgående retning.

Nykredit Bank A/S og/eller andre selskaber i Nykredit koncernen kan have positioner i værdipapirer omtalt i materialet samt foretage køb eller salg af samme, ligesom disse selskaber kan være involveret i corporate finance-aktiviteter eller andre aktiviteter for virksomheder, der er omtalt i materialet.

Materialet må ikke mangfoldiggøres eller distribueres uden samtykke fra Nykredit Markets.

Ansvarshavende redaktør: Chefstrateg Frederik Engholm-Hansen

Nykredit – Sundkrogsgade 25 - 2150 Nordhavn V - Tlf. 44 55 18 00 - Fax 44 55 10 01