



Formue | Update

Af Formueplejes kapitalforvaltning // August 2025

Amerikansk finanslov, toldtrusler og centralbank i krydsild

- USA præsenterede en omfattende finanspolitisk lovpakke, som vil øge statsgælden markant. Sideløbende intensiverede præsident Trump presset på handelspartnere med trusler om høje toldsatser, hvilket vi dog primært ser som en forhandlingstaktik.
- Det globale aktiemarked oplevede positive afkast, men Novo Nordisk trak det danske marked ned som følge af nedjusterede forventninger og ledelsesskifte.
- Statsrenterne på tværs af lande steg, særligt i USA, som følge af bekymringer om voksende statsgæld og Trump-administrationens angreb på den amerikanske centralbank.



Rasmus Cederholm
Investeringsdirektør

USA præsenterede i juli en af de mest omfattende finanspolitiske lovpakker i nyere tid. Den 4. juli underskrev præsident Trump den såkaldte One Big Beautiful Bill Act, efter at Kongressen – efter intenst tovtrækkeri mellem forskellige fløje internt i det republikanske parti – nåede til enighed om en samlet pakke i månedens begyndelse. Ifølge den amerikanske kongres' budgetkontor, CBO, vil loven løfte det primære budgetunderskud med svimlende 3.400 milliarder dollar frem mod 2034. Og når man medregner de øgede renteudgifter, stiger statsgælden med over 4.000 milliarder.

Dertil kommer, at mange af skattelettelserne er sat til at udløbe allerede i 2028 og 2029 – længe før den tiårige periode, som CBO's beregning dækker. Der er solid historisk præcedens for, at sådanne midlertidige lettelser bliver forlænget, når de nærmer sig udløb, og meget tyder på, at det samme vil ske denne gang. Det har fået kritikere til at beskyldte republikanerne for kreativ bogføring, da den reelle pris for pakken dermed kan blive langt højere. Hvis skattelettelserne forlænges frem til 2034, løber den samlede regning snarere op i over 5.000 milliarder dollar.

På trods af pakkens enorme omfang er det samtidig vigtigt at huske på, at hovedparten af indholdet blot er en forlængelse af de skattelettelser, som blev vedtaget i 2017 i Trumps første periode. Derfor er der faktisk ikke tale om en stor finanspolitisk lempelse, og af samme årsag vil pakken næppe udgøre et stort rygstød til væksten.

Faktisk ser 2025 fortsat ud til blive et år med lav amerikansk vækst. Dette skyldes langt hen ad vejen Trumps handelspolitiske tiltag, og i den forgangne måned har Trump endnu en gang skruet op for presset på landets handelspartnere. På den ene side udskød Trump d. 7. juli implementeringen >>



Esben Vibel
Portefølje manager



Foto: Andrew Caballero-Reynolds/AFP/Ritzau Scanpix

af de landespecifikke toldsatser, som oprindeligt blev annonceret på hans såkaldte "Liberation Day" og skulle være trådt i kraft den 9. juli. Men samme dag blev der udsendt breve til 14 handelspartnere – herunder Japan, Sydkorea, EU og Canada – hvori Trump truede med op til 30% told, hvis ikke nye bilaterale aftaler falder på plads inden 1. august.

Meget tyder dog på, at truslerne primært skal ses som led i en forhandlingstaktik – en strategi, vi har set adskillige gange tidligere. Det billede blev bekræftet senere i måneden, hvor USA nåede til enighed med både Japan og EU om nye handelsaftaler. I begge tilfælde blev den varslede 30% told reduceret til 15% og endda med undtagelser for flere varegrupper. Bilindustrien i Europa kan desuden ånde lettet op, idet den særlige importtold på 25% indtil videre er taget af bordet.

Udviklingen peger altså i retning af, at en egentlig handelskrig formentlig undgås. Men det ændrer ikke på, at toldsatserne – særligt de amerikanske – vil stige markant. Det vil lægge en dæmper på verdenshandlen, og vi forventer derfor fortsat lavere vækst end normalt i både USA og Europa for 2025 som helhed. Samtidig ser den handelspolitiske modvind dog ikke ud til at kunne trække økonomierne i recession.

Den afdæmpede vækst – og ikke mindst udsigten til midtvejsvalg i 2026 – er muligvis en del af baggrunden for, at Trump i juli igen intensiverede presset på den amerikanske centralbank, Federal Reserve. I løbet af året har han gentagne gange forsøgt at presse banken til at sænke renterne yderligere – et træk, som potentielt ville kunne puste nyt liv i den amerikanske forbrugs- og investeringslyst. Men centralbankchef Jerome Powell har konsekvent ignoreret presset. I juli tilføjede Trump så endnu et kapitel til konflikten ved offentligt at omtale muligheden for at afskedige Powell, og det har straks fået debatten om Federal Reserves politiske uafhængighed til at blusse op.

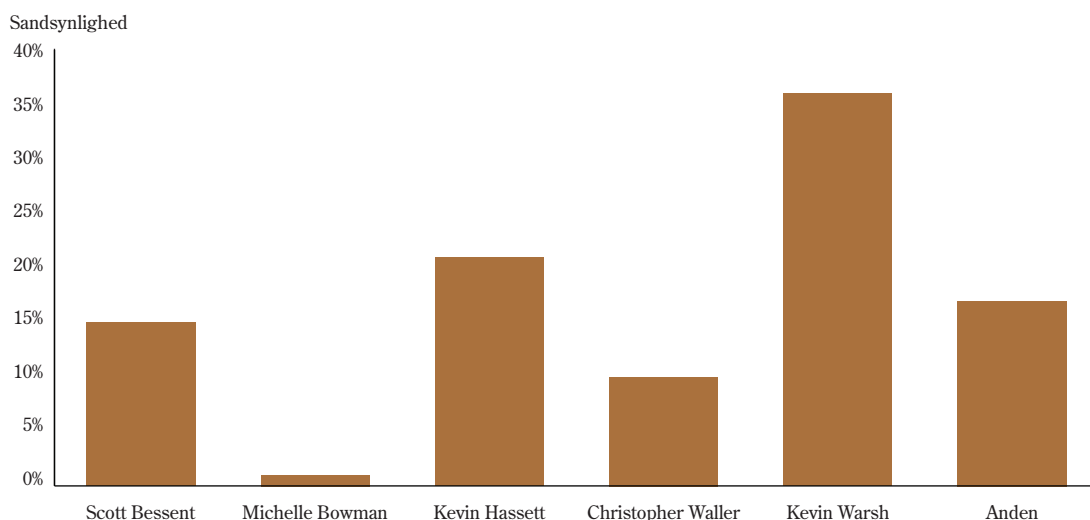
Juridisk er Powell dog umiddelbart beskyttet: Ifølge føderal lov kan præsidenten for Federal Reserve kun fjernes "for cause", og selvom der hersker en vis uklarhed om, hvad en gyldig "årsag" præcis er, har retten slået fast, at der skal være tale om en alvorlig misligholdelse. Det betyder også, at præsidenten ikke kan afskedige centralbankchefen af politiske årsager. Denne realitet er muligvis det, som på finurlig vis har fået Trump til åbent at kritisere et omkostningstungt renoveringsprojekt af Federal Reserves hovedkvarter som "mismanagement". Det efterlader en nagende mistanke om, at Trump kan have i sinde bruge dette som valid årsag til afskedigelse af Powell.

Men at fyre Powell på det grundlag ville blive set som et åbenlyst politisk påskud, og retten ville formentlig stritte imod. Risikoen for et juridisk nederlag – og Trumps generelle modvilje mod at tabe ansigt – taler derfor for, at han ikke vælger at gå denne vej. Dermed er vi tilbage ved, at Powell med al sandsynlighed bliver siddende frem til maj 2026, og den reelle diskussion er derfor i højere grad, hvem Trump vil nominere som Powells efterfølger.

To navne regnes af flere blandt favoritterne: Kevin Warsh og Kevin Hassett. Begge har tung økonomisk baggrund og faglig troværdighed, hvilket er betryggende, når det kommer til at fastholde centralbankens uafhængighed. Men særligt Hassetts historiske loyalitet over for Trump er en underliggende bekymring, idet han gennem Trumps politiske karriere har været en tæt allieret og loyal rådgiver, der har forsvaret præsidentens økonomiske politik.

Når det er sagt, er det vigtigt at minde om, at præsidentielt udpegede embedsmænd langt fra altid opfører sig, som man kunne forvente. Det gælder til en vis grad også for Powell selv, som blev udpeget af Trump, men nu agerer uafhængigt Trumps interesser. Når en person først placeres i en rolle med betydelig institutionel autonomi, er det måske ikke overraskende, at den faktisk udøves. Og i Warsh og Hassetts tilfælde øger deres faglighed sandsynligheden for, at dette vil kunne gentage sig, og centralbankens uafhængighed vil leve videre i acceptabel forfatning.

Trump's nye kandidat til formand for Federal Reserve ifølge PredictIt



Kilde: Formuepleje og PredictIt, 31-07-2025

Aktier

Medvind på de globale markeder – men Novo trak Danmark ned

Det globale aktieindeks, MSCI World All Countries, lukkede juli med et positivt afkast på 4,4% målt i danske kroner. Udviklingen indeholder også en væsentlig styrkelse af den amerikanske dollar over for den danske krone, som bidrog positivt til det samlede afkast for danske investorer gennem en styrkelse på 3,3% i løbet af juli.

Efter et første halvår med store usikkerhedsfaktorer som global handelskrig, uro i Mellemøsten, og usikkerhed om den amerikanske finanspolitik, bød juli på en delvis forløsning. Afslutningen på den amerikanske finanspolitiske pakke og handelsaftaler mellem USA og henholdsvis Europa og Japan har været med til at fjerne væsentlige risikofaktorer for finansmarkederne og har dermed understøttet globale risikoaktiver. Dette betød også, at alle aktiemarkedets 11 sektorer bød på positive afkast i juli, hvor IT (+7,3%) og Energi (+5,2%) lå i toppen, mens Stabilt Forbrug (+0,4%) og Sundhed (+0,5%) lå i bunden. >>

Den regionale førertrøje sad på skuldrene af USA med et afkast på 5,4% målt i danske kroner, efterfulgt af Emerging Markets (+5,0%), Japan (+1,6%) og Europa (+0,8%). Det var således en godkendt måned, hvor langt de fleste dele af aktiemarkedet leverede flotte afkast.

På hjemmebanen stod det dog anderledes til. Danske aktier, målt ved MSCI Denmark, leverede et negativt afkast på -14,2%, hvilket primært kan tilskrives den turbulente månedsafslutning for Novo Nordisk, som udgjorde en væsentlig andel af indekset på ca. 50% af indekset i begyndelsen af juli. Selvom Novo Nordisk først aflægger regnskab for andet kvartal i begyndelsen af august, så ledelsen i selskabet sig nødsaget til at lave en justering af forventningerne for resten af året. Det skete som følge af lavere forventninger til salg og indtjening, samtidig med offentliggørelsen af selskabets nye CEO, Maziar Mike Doustdar. Nyhederne blev modtaget yderst negativt af markederne, hvorfor Novo Nordisk faldt med 23% på dagen.

I Formuepleje LimiTTellus, aktiebyggerstenen på tværs af Formueplejes blandede investeringsløsninger, har merafkastet i forhold til det globale aktieindeks været svagt negativt igennem juli måned (-0,5%).

Obligationer

Gældsbehandling sender lange renter op – dansk realkredit modstår presset

Juli bød på stigende statsrenter på tværs af lande. USA var ingen undtagelse, vi så et udpræget pres på renterne på tværs af løbetider, blandt andet som følge af vedtagelsen af den såkaldte One Big Beautiful Bill Act og stigende skepsis i markedet om, hvorvidt Federal Reserve vil sænke renten i år. I Europa var rentestigningerne mere moderate og mest udtalt for obligationer med længere løbetider.

For de korte danske og europæiske renter har handelspolitikken været det dominerende tema i den forgangne måned. I løbet af måneden er udsvingene dog aftaget, og nyheden om en handelsaftale mellem USA og EU har været med til at skabe yderligere ro på markedet.

Det opadgående pres på de lange renter er primært drevet af bekymringen for voksende statsgæld i de vestlige økonomier, idet det stiller krav til investorerne om at absorbere en hastigt voksende mængde af obligationer. Gældsbehandlingerne blev i den forgangne måned blandt andet næret af Trumps One Big Beautiful Bill Act. Samtidig lurer den nye finanspolitiske kurs i Tyskland fortsat i baggrunden efter årets tidligere udmelding om en historisk gældsfinansieret lempespakke, og i den forgangne måned kom en ny melding fra Berlin om en fordobling af forsvarsudgifterne frem mod 2029.

Det er dog ikke kun gældsbehandling, der lægger pres på de lange statsrenter. En mere forsigtig risikoappetit blandt de traditionelle storinvestorer i lange obligationer – som pensionskasser og forsikringsselskaber – har også sat sine spor. Dertil kommer den politiske støj fra Trump-administrationens kritik af Federal Reserve og centralbankchef Jerome Powell. Vi vurderer dog, at risikoen for, at Powell bliver afsat før tid, er lav. Og selvom bekymringer om den amerikanske centralbanks fortsatte uafhængighed næppe forsvinder helt, forventer vi, at de vil aftage.

Omvendt vurderer vi, at bekymringer om stigende statsgæld fortsat vil fylde meget i markedet og dermed bidrage til et vedvarende opadgående pres på de lange statsrenter. Bekymringen vil formentlig fortsat være mest udtalt i USA, men de lange europæiske renter vil næppe gå fri af afsmitning. Når vi oven i det medregner det finanspolitiske skifte i Tyskland, med markant øget gældsopbygning til følge, forventer vi, at de lange europæiske renter vil stige yderligere det kommende år.

Et nøglespørgsmål fremadrettet er, hvordan markederne for kreditobligationer vil reagere. Indtil videre har de merrenter, som investorerne får for at tage kreditrisiko – de såkaldte kreditspænd – udvist bemærkelsesværdig robusthed over for stigningerne i statsrenter. Det gælder også for det danske realkreditmarked, som havde en rolig måned i juli. De toneangivende 30-årige 4% lån med afdrag har stort set ikke rykket sig i kurs, hvilket skyldes, at obligationernes kreditspænd er blevet yderligere indsnævret. Spændene ligger nu på deres lavest niveau siden årets begyndelse.

Selvom gældsbekymringer efter vores vurdering fortsat vil være det dominerende tema for de lange renter, vil de korte renter – som altid – primært være styret af centralbankernes pengepolitik. På den front bød juli også på nyt, herunder et møde i Den Europæiske Centralbank, ECB. Mødet forløb dog uden de store overraskelser – ingen rentenedsættelse og ingen markante skift i retorikken. ECB fastholder, at pengepolitikken befinder sig et 'godt sted', men holder døren åben for yderligere lempelser, hvis data skulle tale for det. Meget afhænger nu af de kommende nøgletal og ikke mindst udfaldet af de resterende handelspolitiske forhandlinger. Vi venter fortsat én sidste rentenedsættelse i år, men de seneste fremskridt i handelsforhandlingerne øger sandsynligheden for, at ECB vælger at holde renten uændret.

Udsigterne for den amerikanske centralbank, Federal Reserve, er præget af større usikkerhed. Efter at have holdt renten uændret siden december sidste år, forventede mange tidligere på året, at banken ville påbegynde en ny runde med lempelser til september. Nu er denne forventning udskudt til senere på efteråret. Intet er dog sikkert – for trods den handelspolitiske robusthed har både økonomien og arbejdsmarkedet i USA udvist robusthed, hvilket har fået markedet til at nedjustere sine forventninger om yderligere rentenedsættelser. I skrivende stund indregner markedet mellem en og to rentenedsættelser for i år.

Formuepleje Fokus – obligationskomponenten i Formueplejes blandede investeringsløsninger – leverede et afkast på 0,95% i juli, hvilket bringer årets samlede afkast op på 5,76%. Danske realkreditobligationer klarede sig pænt i løbet af måneden, især takket være en yderligere indsnævring af kreditspændene.

Allokering

Vi har fastholdt en overvægt af obligationer, en neutral eksponering mod aktier og en mindre undervægt af virksomhedsobligationer. Vores overvægt i obligationer afspejler, at vi fortsat forventer positivt afkast fra vores porteføljesammensætning. Samtidig er vi opmærksomme på, at den seneste udvikling har reduceret spændene mellem realkredit- og statsobligationer, hvilket dæmper det fremadrettede potentiale.

Investeringsstrategi ultimo juli 2025



Disclaimer

Ovennævnte er udarbejdet af Formueplejekoncernen til orientering og kan ikke betragtes som en opfordring om eller anbefaling til at købe eller sælge noget værdipapir. De nævnte oplysninger med videre kan heller ikke betragtes som anbefalinger eller rådgivning af juridisk, regnskabsmæssig eller skattemæssig karakter. Formueplejekoncernen kan ikke holdes ansvarlig for tab forårsaget af kunders/investorers dispositioner – eller mangel på samme – på baggrund af oplysningerne i ovennævnte. Vi har bestræbt os på at sikre, at oplysningerne i ovennævnte er fuldstændige og korrekte, men kan ikke garantere dette og påtager os intet ansvar for fejl eller udeladelser.

Investorer gøres opmærksom på, at investering kan være forbundet med risiko for tab, som ikke på forhånd kan fastlægges, ligesom tidligere afkast og kursudvikling ikke kan anvendes som en pålidelig indikator for fremtidige afkast og kursudvikling. For yderligere information kontakt venligst info@formuepleje.dk.