

Markedskommentar marts (& primo april) 2025

Denne måneds markedskommentar koncentrerer sig ikke kun om, hvordan marts forløb, men dækker også begyndelsen af april grundet den betydelige udvikling, vi har set på kapitalmarkederne den seneste uges tid.

I marts samt starten af april '25 oplevede de finansielle markeder betydelig volatilitet altovervejende som følge af handelskrigens potentielle konsekvenser for den globale økonomi herunder frygt for recession og stigende inflation i USA såvel som globalt. Volatiliteten i slutningen af marts og starten af april kunne særligt henføres til Trump administrationens såkaldte "gengældelsestold" på alle varer fra bl.a. EU-landene og Kina på hhv. 20 pct. og 34 pct. annonceret den 2. april. De seneste par måneder og starten af april har i den grad bekræftet vores tidligere udmeldinger om, at Trump og hans nye administration ville medføre øget volatilitet.

"Handelskrigen rammer globalt set på et tidspunkt med et solidt arbejdsmarked, høj økonomisk vækst, kontrolleret inflation og stærke fundamentale nøgletal hos store internationale virksomheder."

Kina slår igen, mens EU ønsker forhandling: Toldkrig truer med recession i USA. Indtil videre har Kina annonceret, at de indfører 34 pct. told på alle amerikanske varer som modsvar til USA, mens EU har givet udtryk for, at de er klar til forhandling. Usikkerheden om todsatserne er derfor stadig høj, og det er usikkert om alle lande vil komme med modsvar, om det bliver en permanent tilstand, eller om man lander et kompromis.

Der er ingen tvivl om, at sandsynligheden for recession både i USA og globalt set er steget. Investeringsbanken Goldman Sachs ("GS") vurderer nu, at der er 45 pct. sandsynlighed for recession i USA, hvilket se anser som deres hovedscenarie. Denne vurdering bygger på en forventning om, at den gns. toldstigning på importerede varer i USA reduceres fra de annoncerede 20 pct. point til 15 pct. point som følge af potentielle forhandlinger. Skulle de fulde todsatser blive gennemført som annonceret, forventer GS at justere deres vurdering og i stedet forvente en egentlig recession.

Handelskrigen rammer i en tid med en stabil global økonomi og historisk høje marginer i USA. Globalt set har vi et solidt arbejdsmarked, økonomisk vækst, kontrolleret inflation og stærke fundamentale nøgletal hos store internationale virksomheder. Inden Trumps toldplaner blev annonceret viste estimater for S&P 500 virksomhedernes profitmarginer, at disse lå på et historisk højt niveau på gennemsnitligt 14 pct. Inden Finanskrisen og Coronakrisen lå profitmarginerne på hhv. 10 pct. og 12 pct. Alt andet lige dæmper ovenstående faktorer bekymringen for en hård økonomisk opbremsning set fra vores synspunkt.

Tabel 1: Markedsudvikling pr. 31. marts '25

Markedsudvikling	Stats-obligationer	Realkredit-obligationer	HY kredit	Amerikanske aktier	Europæiske aktier	Danske aktier	Globale aktier	Globale SRI
Afkast marts	-0,9%	-0,3%	-1,8%	-9,2%	-4,0%	-8,5%	-8,1%	-7,9%
Afkast ÅtD	-0,9%	0,3%	0,0%	-8,3%	6,0%	-4,6%	-6,0%	-7,5%
Risiko	3,3%	4,8%	6,6%	14,1%	13,2%	14,4%	13,1%	13,3%

Note: Alle markedsafkast er i DKK og baseret på internationalt anerkendte benchmarks. Der er anvendt Nordea CM 5yr Government Bonds Index, Nykredit Realkreditindeks, Credit Suisse Western Euro HY Index Value All Currencies Converted Unhedged EU, S&P 500, MSCI Europe, OMX C25, MSCI Global og MSCI World Socially Responsible Investments. Aktiebenchmarks er inkl. udbytte. Risiko er standardafvigelsen på månedsafkast siden oktober 2012.

I kontrast til USA viste de europæiske aktier for tredje måned i træk en større robusthed. Det europæiske aktiemarked var i marts drevet af en ny og mere sikkerhedspolitisk dagsorden, hvor bl.a. forsvarsaktier og bankaktier var toneangivende for udviklingen på markedet, og som vi er indirekte investeret i. Samtidig blev euroen styrket med 4,3 pct. overfor dollaren. Den positive udvikling i starten af marts blev dog hurtigt overskygget af handelskrigen, der i april har fjernet det positive afkast for året på europæiske aktier.

Aktiemarkedet i USA oplevede i særlig grad aftagende risikovillighed, hvorfor investorerne har solgt ud af såkaldte "risikoaktiver" for at søge mod en såkaldt "sikker havn". Dette uanset, at mange af de underliggende selskaber fortsat ser ind i betydelig vækst selvom væksten i BNP aftager i USA såvel som i Europa. Særligt er aktierne i teknologisektoren blevet relativt billige, hvor de nu handler til P/E værdier som i april '23.

Artha Invest-selskaber

Artha Invest klarer sig bedre end markedet i en turbulent måned. Generelt var marts en hård måned på de finansielle markeder. Danske og amerikanske aktier tabte mere end 8 pct. i en måned præget af meget støj især med oprindelse i USA på samme vis som i de forgangne måneder, men i modsætning til januar og februar endte marts altså med negativt fortegn på afkastet.

Sammenlignes der med markedsudviklingen kom selskaberne i Artha Invest ud med et noget bedre marts-afkast end aktiemarkederne i USA og Danmark. Det viser kvaliteten ved at sprede investeringerne ud over flere aktivklasser. F.eks. klarede dansk realkredit sig mere nådigt igennem med et fald på ca. 0,3 pct. Derfor kunne Artha Safe, der risikomæssigt svarer til en investering i danske realkreditobligationer, begrænse sit negative afkast i marts til -0,9 pct. for måneden. I Artha Optimum lød afkastet på -2,9 pct., mens Artha Max endte med -4,6 pct., og for Artha Responsibles vedkommende lød afkastet på -4,4 pct. Trods negative afkast er de stadig bedre end det generelle marked, især set i lyset af den negative afslutning på måneden.

Artha Invest med lav risiko viser modstandsagtighed under handelskrig. Samme billede kendetegner starten på april, der har budt på markante kursfald efter 2. april, da Donald Trump erklærede handelskrig mod resten af verden, hvilket den seneste uge har medført kraftige kursfald i de finansielle markeder verden over. Artha Invest-selskaberne – især dem med lavest risiko – klarer dog det urolige marked betydeligt bedre.

Tabel 2: Performance for Artha Invest selskaber pr. 31. marts '25

Performance	Artha Safe <i>Lav risiko</i>	Artha Optimum <i>Middel risiko</i>	Artha Max <i>Middel-høj risiko</i>	Artha Responsible <i>Middel risiko</i>
Afkast marts	-0,9%	-2,9%	-4,6%	-4,4%
Afkast ÅtD	0,4%	-0,3%	-1,1%	-4,5%
Afkast 3 år	6,2%	5,6%	5,7%	-2,9%
Afkast 5 år	17,1%	33,5%	49,2%	26,7%
Afkast 10 år	27,9%	55,6%	84,2%	-
Risiko	2,7%	5,9%	8,8%	-

Note: Risiko for Artha Safe, Artha Optimum og Artha Max er standardafvigelsen på månedsafkast de seneste 10 år. Artha Responsible har eksisteret siden oktober 2019 og har derfor ikke 10 års historik. Historiske nøgletal og afkast er ingen garanti eller pålidelig indikation for fremtidige nøgletal og afkast.

Artha Invest tilpasser med øget fokus på risikoreduktion. På danske aktier har selskaberne i Artha Invest i månedens løb øget eksponeringen til Novo Nordisk og Genmab på bekostning af Danske Bank og Carlsberg. Derudover har vi mindsket risikoen i porteføljerne ved lavere eksponering til Emerging Market Debt, Partners Group Private Equity og Res Life (USD). Provenu fra obligationer indfriet i BankNordik er ikke geninvesteret.

Hård kvartalsafslutning, men Artha Safe holder skansen. Den negative månedsafslutning betød, at flere af Invest-selskaberne gik fra et beskedent positivt afkast siden nytår til nu akkurat at ligge med negative afkast for året. Artha Safe holder dog skansen og har i årets tre første måneder har leveret 0,4 pct. i positivt afkast, mens Artha Optimum nu ligger med -0,3 og Artha Max med -1,1 pct. Artha Responsibles afkast er negativt for året med -4,5 pct. grundet en udfordrende tid for bæredygtige og socialt ansvarlige selskaber.

Det blev en hård afslutning på 1. kvartal med solide fald til aktiemarkedene især i USA, men også i Europa og Danmark. Samtidig fik vi en mindre rentestigning, spændudvidelse på virksomhedsobligationer og en faldende dollar. På trods af modvinden er afkastet i 1. kvartal positivt påvirket af beholdningen af realkredit- og virksomhedsobligationer, Private Debt og Private Equity samt ejendomme. Afkastet fra globale aktier er negativt, mens det på danske aktier er svagt negativt. Vi er forsigtige i det nuværende marked. Starten på april har som nævnt været voldsom, siden Donald Trump for alvor rullede sin handelskrig ud den 2. april.

ArthaScopes aktie- og obligationsportefølje

I marts har der været høj volatilitet blandt ArthaScope aktierne. Særligt har Novo Nordisk, LVMH og Straumann oplevet faldende aktiekurser i marts, mens de mere stabile aktier i porteføljen såsom Ahold og Iberdrola bidrog positivt. Særligt har Novo været negativt påvirket af en række nyheder i marts herunder bl.a. 1) skuffende data fra endnu et studie omhandlende Novo's næste generations diabetes- og vægttabsmedicin CagriSema og 2) hos nogle investorer en bekymring for, om Novo vil nedjustere forventningerne til året. Investorernes fokus er derfor pt. rettet mod de ugentlige recepttal for Wegovy i USA og den manglende acceleration efter væggtabsmedicinen er kommet af listen med udbudsbegrænsninger ("shortage-listen").

Novo arbejder i øjeblikket hårdt på at stoppe kopisalg efter Wegovy er blevet være fjernet fra shortage-listen, men en lovmæssig "gråzone periode" tillader fortsat forbrugerne at købe kopimedikinen indtil 22. maj. Eli Lilly's Zepbound havde en lignende periode, der udløb i februar, hvorefter recepttallene steg markant. Det bliver derfor interessant at se, hvor meget Wegovy recepttallene stiger efter den 22. maj, hvor kopisalg af Wegovy ikke længere er tilladt. Novo oplyste til deres pre-close i marts, at de i Q1'25 har været tilfredse med fremgangen i udbuddet af Wegovy og den kommercielle eksekvering, ligesom en omsætningsvækst på ml. 16-21 pct. i '25 fortsat er forventet, mens medvind fra USD-styrkelsen er mindre end forventet. De to relativt kortsigtede forhold ovenfor ændrer ikke vores langsigtede rationale om at være investeret i Novo og Eli Lilly.

Tabel 3: Performance for ArthaScopes aktie- og obligationsmodelportefølje pr. 31. marts '25

	2. halvår 2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	Marts 2025	ÅrD 2025	1. juli '17 til 31. mar. '25	Gns. afkast p.a. siden opstart
Aktier												
ArthaScope aktier	3,3%	3,4%	35,9%	20,3%	21,3%	-12,0%	27,1%	18,9%	-10,1%	-6,6%	163,3%	13,3%
Benchmark	1,5%	-12,9%	24,3%	12,7%	20,0%	-12,2%	14,6%	13,3%	-7,3%	-2,4%	65,4%	6,7%
Obligationer												
ArthaScope obl.	5,5%	-0,6%	12,8%	2,5%	5,0%	-6,9%	14,6%	8,3%	0,0%	2,2%	49,6%	5,3%
Benchmark	1,9%	1,3%	2,3%	1,7%	-3,5%	-11,4%	6,3%	4,9%	-0,9%	-0,5%	1,8%	0,2%

Note: Risiko for ArthaScope aktier og obligationer er hhv. 14,5 pct. og 7,3 pct., og er beregnet som standardafvigelsen på månedlige afkast siden juli 2017. Aktiebenchmark består pr. 1. juli '23 af ⅓ OMX C25, ⅓ MSCI Europe og ⅓ S&P 500 inkl. udbytte. Tidligere var S&P 500 ikke inkluderet. Obligationbenchmark består af ⅓ Nordea Govt. og ⅓ Nordea Mortgage bond index CM5yr. Tabellens afkast er bruttoafkast. Nettoafkastet efter omkostninger til investor afhænger bl.a. af omkostningsstrukturen i investors depotbank og investors aftale om porteføljeforvaltning med ArthaScope. Historiske nøgletal og afkast er ingen garanti eller pålidelig indikation for fremtidige nøgletal og afkast.

I marts performede ArthaScope obligationerne bedre end benchmark, hvor obligations-porteføljen endte fladt på 0 pct., mens benchmark faldt -0,9 pct. Afkastet for obligationsporteføljen er dermed oppe med 2,2 pct. for året og benchmark er faldet -0,5 pct. Den positive udvikling ift. benchmark var drevet af et positivt

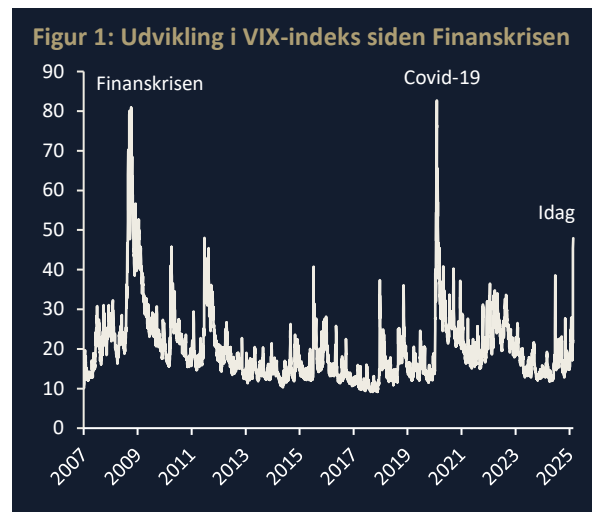
afkast på high-yield ("HY") obligationerne, der steg 0,2 pct., mens Investment Grade ("IG") obligationerne faldt -0,6 pct. CLO'erne faldt -0,2 pct. i marts. Sammenlignes der med det generelle europæiske marked for HY- og IG-obligationer, som er faldet med hhv. -1,8 pct. og -1,6 pct., har porteføljen også opnået et ikke ubetydeligt merafkast.

Langsigtet fokus i turbulente markeder. Vi fastholder vores synspunkt om, at de europæiske kreditmarkeder fortsat er attraktive, ligesom vi mener, at det er afgørende at fokusere på de fundamentale nøgletal for aktierne herunder de underliggende selskabers indtjening og omsætningsvækst. Dette gør sig særligt gældende i perioder med høj volatilitet. Gennem de seneste år har vi opnået betydelige merafkast ift. vores aktiebenchmark. Det er ikke usædvanligt, at aktiemarkedet fra tid til anden oplever opbremsninger eller fald. Siden vores opstart i '17 har vi set lignende korrektioner syv gange, og hver gang har vi med succes fastholdt vores langsigtede strategi, mens andre investorer har reageret kortsigtet.

ArthaScopes forventninger

I marts fortsatte den negative stime fra februar med svagt skuffende økonomiske nøgletal i USA, hvilket har været et sjældent syn de seneste par år. Bl.a. så vi fortsat aftagende forbrugertillid og svagere end ventet PMI-tal for fremstillingssektoren, hvilket indikerer hhv. et faldende privatforbrug samt svagt aftagende økonomisk aktivitet i fremstillingssektoren. Desuden var PCE-inflationstallene, som er Feds foretrukne inflationsmål, højere end ventet.

Disse nøgletal samt Trumps retorik de seneste par måneder, som har resulteret i en øget volatilitet målt ved VIX-indekset jf. figur 1. Dette har fået markedsdeltagere til at indprise en større sandsynlighed for recession inden for de næste 12 måneder.



Desuden lægger de seneste ugers fald på aktiemarkedet et pres på, at Fed skal sænke renten, hvilket Trump også ønsker. Markederne forventer nu op mod 5 rentenedsættelser i år – en markant ændring fra blot 2 for få uger siden. Det vil bringe styringsrenten i USA fra 4,50 pct. i dag til 3,25 pct. ultimo '25. I et recessionsscenario forventer Goldman Sachs bl.a., at Fed vil nedsætte renten til 2,5 pct. Der er altså i dag gode muligheder for at understøtte den økonomiske aktivitet, hvis der skulle komme recession i USA.

USA's forhøjede toldsatser vurderes som initiativ til genforhandling af globale rammevilkår for samhandel.

Selvom Trumps tilgang er usædvanlig og atypisk, vurderer vi, at det kan danne grundlag for nye forhandlinger. Det kan enten føre til, at mindre lande accepterer de nye vilkår, eller at de vælger at gå ind i forhandlinger om mulige løsninger. F.eks. er EU allerede i gang med forhandlinger, ligesom Vietnam og Storbritannien ser ud til at vælge samme vej – i modsætning til Kina, der har reageret mere konfrontatorisk.

I marts så vi tegn på et forbedret vækstbillede i Europa fremadrettet, men dette er nu overskygget af de negative implikationer fra handelskrigen. På inflationsfronten faldt tallet ekskl. priser på energi og fødevarer ("kerneinflation") mere end forventet til 2,4 pct. i marts fra 2,6 pct. i februar, og den fortsat lave økonomiske vækst taler samtidig for, at ECB skal nedsætte styringsrenten igen på mødet til april. Vi forventer ligesom markedet, at ECB vil nedsætte renten til 2,25 pct. til mødet d. 17. april, men der er stadig risiko for, at ECB springer et møde over bl.a. grundet Tysklands lempeligere finanspolitik samt det potentielt opadgående pres på priserne fra handelskrigen med USA.

Stærke fundamentale nøgletal øger potentialet for langsigtet fremgang. Overordnet er det i perioder som disse med høj volatilitet vigtigt at huske på, hvordan kapitalmarkederne historisk set altid har bevæget sig fremad og dermed kommet igennem kriser – selv når situationen midt i stormen kan virke uoverskuelig. Når andre investorer reagerer kortsigtet og sælger ud af frygt, ser vi det som afgørende at fastholde fokus på selskabernes fundamentale styrker, herunder bl.a. deres omsætningsvækst og indtjening.

Forhandlingsløsning i sigte - de største selskaber vil tilpasse sig bedst. Vi vurderer ikke, at den igangværende handelskrig på sigt vil føre til lavere vækst for de globale selskabers indtjening, men at man i stedet vil finde en politisk forhandlet løsning, som parterne kan leve med. Og tilsvarende under forsyningskrisen i '21 og i perioden med betydelige rentestigninger i '22-'23, så vil de største selskaber forventeligt klare sig bedst, fordi de vil kunne optimere deres vilkår overfor bl.a. underleverandører hurtigst og bedst.

Investering i unoterede aktiver. For den veldiversificerede investor vil flere af de unoterede aktivklasser bidrage til at skabe reduceret volatilitet, ligesom f.eks. kapitalfonde typisk skaber afkast over en længere periode og uden en tilsvarende påvirkning som de noterede aktieporteføljer pt. udsættes for. Og tilsvarende vil unoterede investeringer i f.eks. lån eller ejerskab af fast ejendom kunne bidrage til at sikre afkast og cash flow. Derfor er det for vores investorer, uanset om man investerer igennem Artha Invest selskaberne eller på tværs af aktivklasserne i kapitalfonde og igennem vores investeringer til fast ejendom, endnu en gang vigtigt at understrege vigtigheden af den veldiversificerede portefølje.

Links til faktaark



[Safe](#)



[Optimum](#)



[Responsible](#)



[Max](#)



[DMax](#)



[Fokus Aktier](#)



[Kredit-
obligationer](#)