

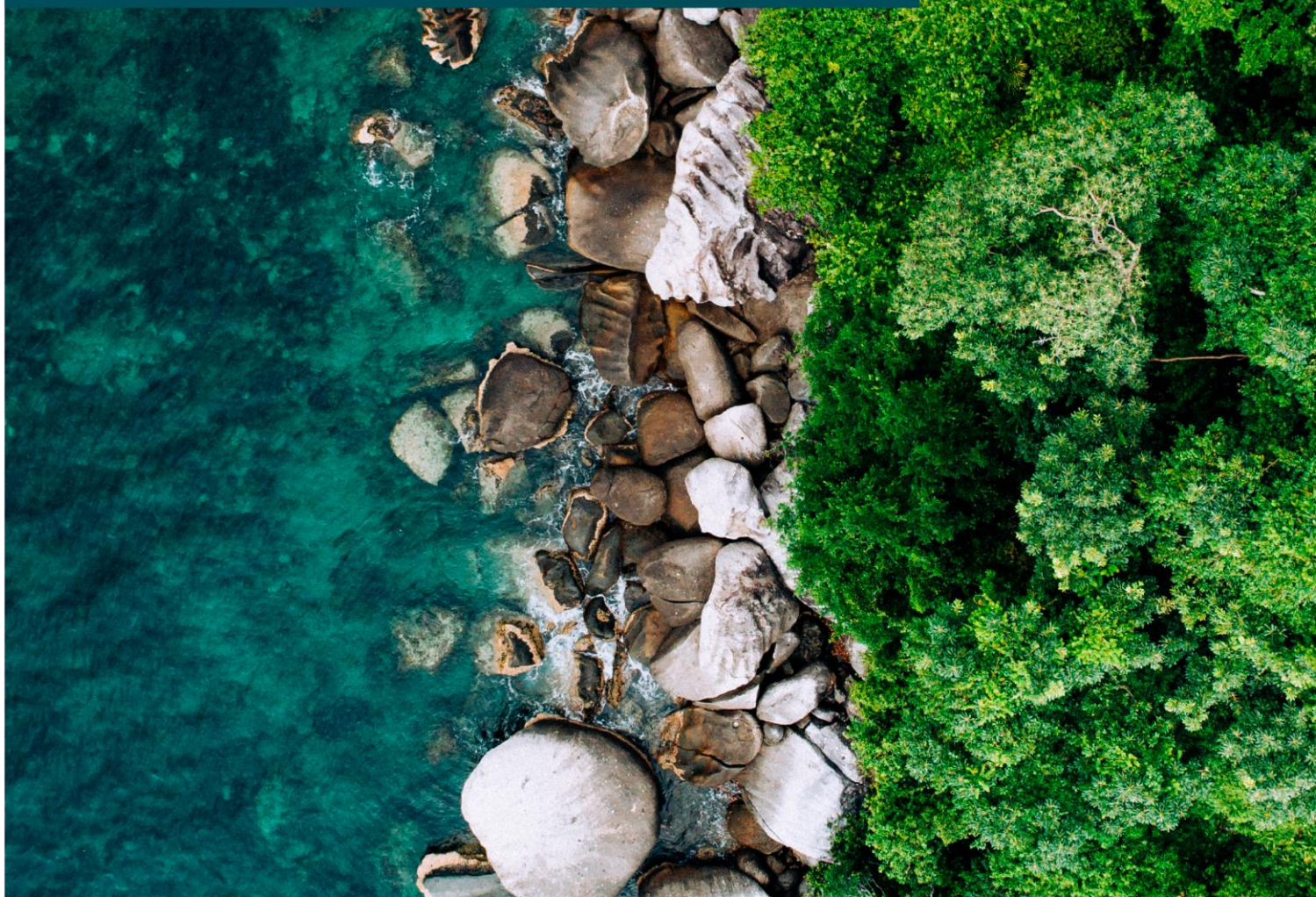
# BankInvest Multi-Asset

## Kvartalskommentar Q1

31. marts 2025

**BANK I NVEST**

Handler  
med omtanke





## Finansielt overblik

### Redaktionen afsluttet 31. marts

I 1. kvartal har der været en negativ udvikling på aktiemarkedene, som er nede med 5,2%. Verdensmarkedet har oplevet en korrektion på ca. 10%. Trumps handelskrig og offentlige besparelser har skabt usikkerhed om vækstudsigterne for den amerikanske økonomi, hvilket har presset de amerikanske markeder. Kigger vi mod Europa, er billedet dog helt anderledes, hvor aktiemarkedet har haft en positiv udvikling. Forventninger om store finanspolitiske investeringer i bl.a. Tyskland har bidraget til en stærk start på året for europæiske aktier. Samtidig sår investorer tvivl om, hvorvidt USA's 'exceptionalisme' har peaket, hvorfor mange investorer har vendt blikket mod Europa og Kina.

S&P 500 har i 1. kvartal givet et negativt afkast på 9,0% i danske kroner. Det kommer ovenpå et stærkt 2024 med et afkast på 33%. Det er særligt de vækstorienterede aktier, som har været udfordret. Magnificent 7-aktierne har været presset af vækstudsigterne og de høje værdiansættelser. Dette har medvirket til, at de defensive aktier har klaret sig bedst i 1. kvartal i USA.

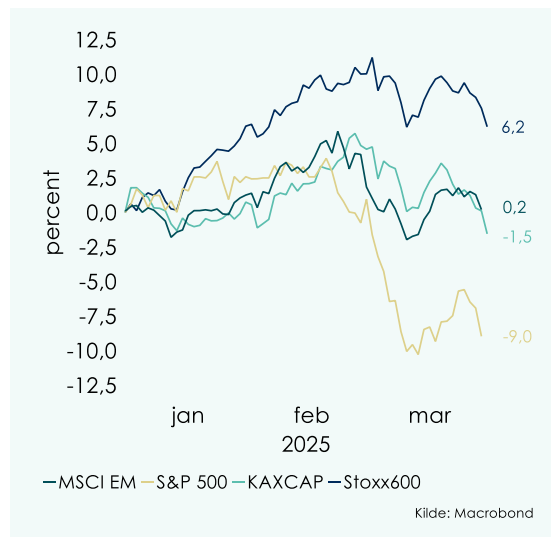
Stoxx600 har givet et afkast på 6,2% i 1. kvartal. Europæiske aktier fører an for året, hvilket ellers ikke har været tendensen de senere år. Årsagerne kan blandt andet findes i den lavere prisfastsættelse af europæiske aktier relativt til amerikanske aktier. Derudover har narrativet om Europa ændret sig, hvor for få investeringer og overregulering tidligere har præget billedet. Det ser investorerne anderledes på nu, senest med den tyske investeringspakke på mindst 500 mia. til infrastruktur og forsvar, der forbedrer det fremtidige vækstbillede. Handelskrigen har også vist sig indtil videre

at have større konsekvenser for det amerikanske aktiemarked end for det europæiske.

Danske aktier er nede med 1,5% for året og har ikke kunnet følge med resten af det europæiske marked. Sundhedssektoren, som udgør en stor del af det danske marked, har ikke nydt godt af den positive stemning i Europa. Novo Nordisk har også haft et udfordrende kvartal.

Emerging markets-aktier har i 1. kvartal givet et afkast på 0,2%, hvilket er positivt sammenholdt med verdensmarkedet. Det kinesiske aktiemarked har haft rigtig positive takter i 1. kvartal. Regeringen forbereder finanspolitiske stimuli, der skal styrke den indenlandske efterspørgsel og øge forbruget. Kinesiske teknologiaktier har nydt godt af rapporten fra DeepSeek, der viste effektiv brug af computerchips, hvilket bekræftede Kinas tilstedeværelse i teknologikapløbet. Efter et stærkt aktieår for Indien i 2024, har starten på 2025 været mere vanskelig.

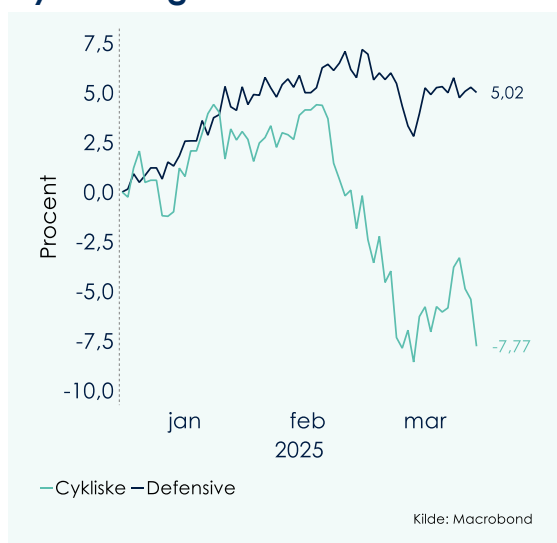
### Aktiemarkeder: Totalafkast siden 31.12



Defensive aktier har klaret sig markant bedre end cykliske aktier i 1. kvartal i USA. Det var særligt under korrektionen, som

startede i slutningen af februar, at cykliske aktier for alvor begyndte at underperforme. Vækstbekymringerne har særligt ramt de mere cykliske dele af aktiemarkedet, som ellers steg kraftigt gennem 2024. I Europa er historien dog helt anderledes, da de cykliske aktier har outperformat. Markedet er modsat USA ikke korrigeret, samtidig med planer om finanspolitiske stimuli, der særligt vil komme de cykliske dele af aktiemarkedet til gode.

### Cykliske og defensive aktier i USA



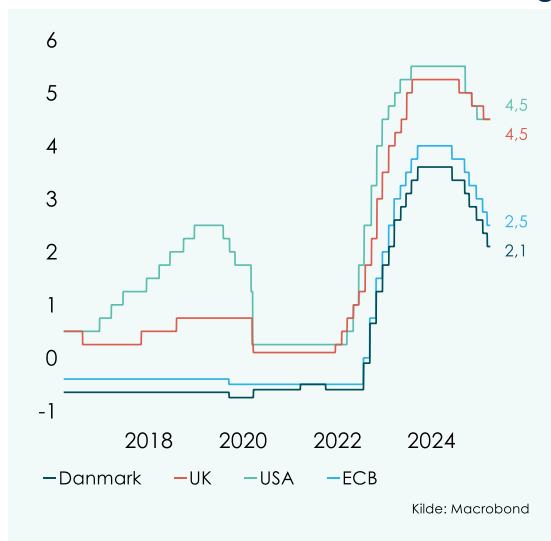
FED, den amerikanske centralbank, har fastholdt renten i 1. kvartal. Arbejdsmarkedet har vist sig at være relativt stærkt, og faldet i kerneinflationen er begyndt at stagnere på et for højt niveau. Der er dog kommet usikkerhed om handelskrigens omfang og effekt på væksten og inflationen.

ECB, Den Europæiske Centralbank, og Danmarks Nationalbank har nedsat renten to gange i løbet af 1. kvartal. Bank of England lavede en enkelt rentenedsættelse i kvartalet.

Markedet forventer yderligere rentenedsættelser i de kommende kvartaler. For FED forventes 3

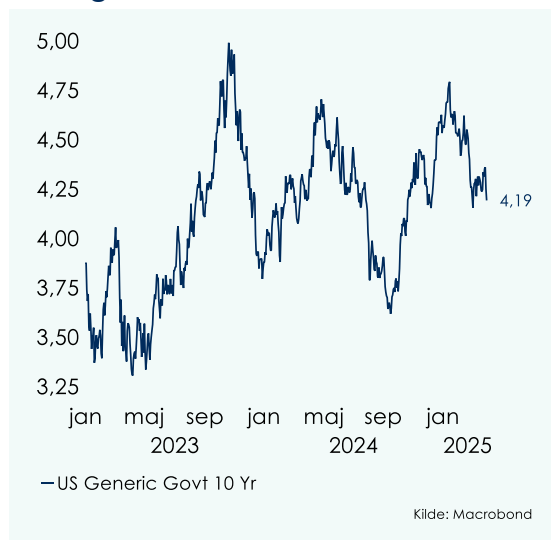
rentenedsættelser for året, hvilket vil sende renten ned på 3,75-4%. Det er en anelse lavere end ved årets indgang, hvor markedet prisede to rentesænkninger. For ECB forventer markedet yderligere 2 rentenedsættelser i år.

### Centralbankers renter: Rentesænkninger



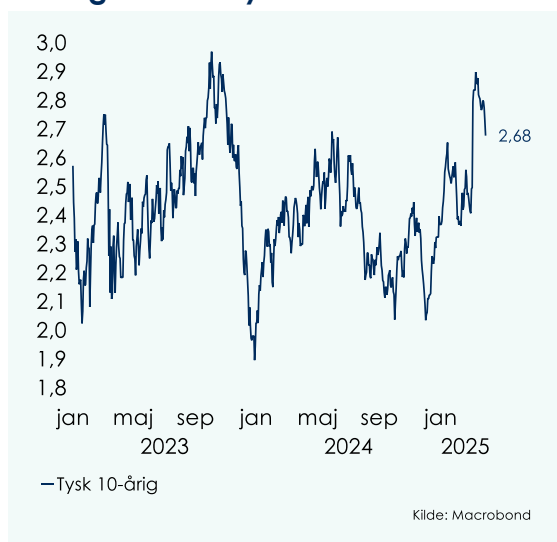
I 1. kvartal er den amerikanske 10-årige rente faldet med 38bp til 4,19%. Inflationen synes under kontrol, og usikkerhed om vækst og handelskrig har været med til at presse renterne ned.

### 10-årige rente i USA



Den 10-årige tyske rente er steget med 31bp til 2,68%. Den finanspolitiske pakke i Tyskland på 500 milliarder euro sendte renten i vejret. Det forventes, at investeringer i Tyskland vil øge væksten på sigt, hvilket har hævet renteniveauet. Det har også betydet, at rentekurven er stejlet, altså at de længere renter er steget mere end de korte. Forskellen mellem en tysk 10-årig og 2-årig rente er på 71bp, hvilket i en historisk kontekst stadig er i den lave ende. De danske renter er ligeledes steget, dog en anelse mindre end de tyske.

### 10-årige rente i Tyskland



For europæiske investment grade-obligationer, virksomhedsobligationer med høj kreditkvalitet, er merrenten i forhold til statsobligationer faldet med 8bp. Dermed er renterne på investment grade-obligationer ikke steget tilsvarende statsobligationer. Niveauet for merrenten på investment grade befinder sig historisk set på et lavt niveau. Afkastet på kreditobligationer af høj kvalitet har i 1. kvartal været på 0,1%.

### EUR Corporate Inv. Grade kreditpræmie



For amerikanske højrenteobligationer er kreditpræmien, forskellen til statsobligationer, steget 53bp. Renten på højrenteobligationer er steget, mens rentes på amerikanske statsobligationer er faldet, hvilket har øget kreditpræmien. Usikkerheden omkring væksten har øget kreditpræmien. Niveauet for merrenten for højrenteobligationer befinder sig stadig på et lavt niveau.

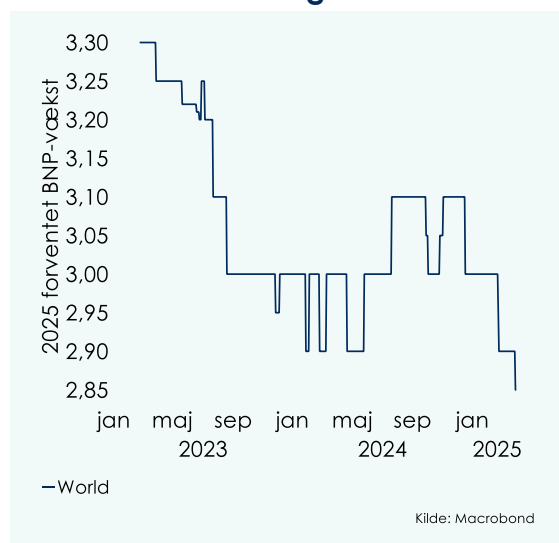
### USD Corporate High Yield kreditpræmie



## Økonomiske highlights

Verdensøkonomien viser fortsat pæn fremgang. Vækstestimerne for 2025 er blevet nedrevideret af analytikerne i løbet af kvartalet, ifølge Bloomberg. Væksten forventes at være en anelse under niveauet for 2024.

### World BNP-forventninger 2025



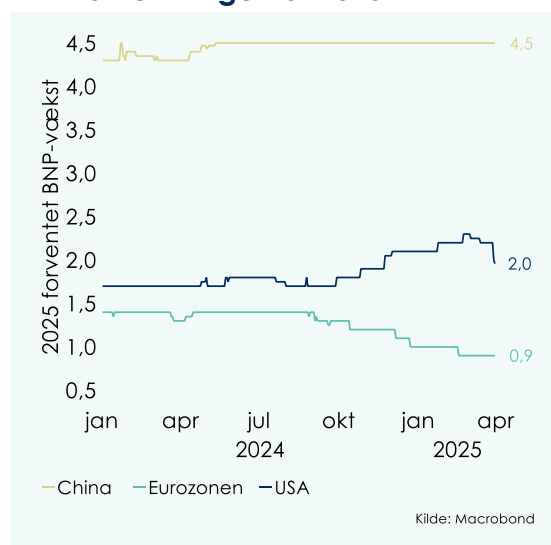
Vækstestimerne for 2025 i USA er faldet i 1. kvartal fra 2,1% til 2,0%, hvilket også er en nedgang fra væksten i 2024. Der har været mange bekymringer for vækstudsigterne. Det skyldes blandt andet handelskrigen samt en indikator fra Atlanta FEDs 'GDP Now', der viste negativ vækst. Dette skyldtes dog forskydninger i importen grundet toldsatser, som skabte frygt. Samtidig skifter narrativet omkring den økonomiske styrke ofte, når der ses en korrektion på aktiemarkedet.

Væksten i eurozonen forventes at være 0,9% i 2025. Det er fortsat ret moderate vækstestimer fra analytikerne. Der er begyndende positive vinde, som strømmer ind over Europa i form af nye reformer og store investeringer, der kan trække væksten i en positiv retning. Spørgsmålet er, om det først påvirker væksten i 2026 og

fremadrettet. Handelskrigen spiller også ind på vækstudsigterne i Europa, men det er endnu usikkert, hvad omfanget af den bliver. Fremstillingssektoren i Europa synes i bedring, jf. signalet fra de seneste konjunkturbarometre.

I Kina er vækstestimerne for 2025 fortsat på 4,5%, under det officielle mål på 5%. Den kinesiske regering har fortsat et mål om at få forbrugerne til at forbruge mere og spare mindre op. I den henseende vil Kina implementere målrettede foranstaltninger for at stimulere forbruget. Det afspejler Kinas skiftende fokus mod at stimulere indenlandsk forbrug for at imødegå økonomiske udfordringer. Eksporten ud af Kina er fortsat på et fornuftigt niveau.

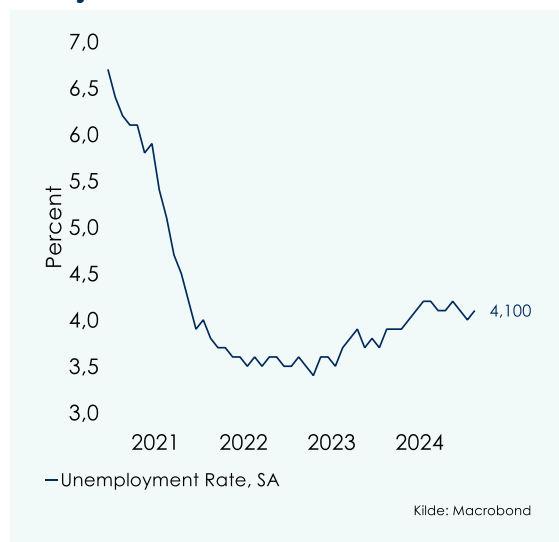
### BNP-forventninger for 2025



Arbejdsmarkedet i USA er fortsat stærkt ind i 1. kvartal. Arbejdsløsheden ligger på 4,1%, hvilket stadig er et stærkt arbejdsmarked. Recessionsfrygten har været stigende, men det har ikke afspejlet sig i de faktiske tal for arbejdsmarkedet. De ugentlige 'jobless claims', arbejdsløse som søger understøttelse, er fortsat på lave niveauer. Beskæftigelsen er vokset med en pæn kadence, der ligner niveauet fra før coronakrisen. DOGE, Department of

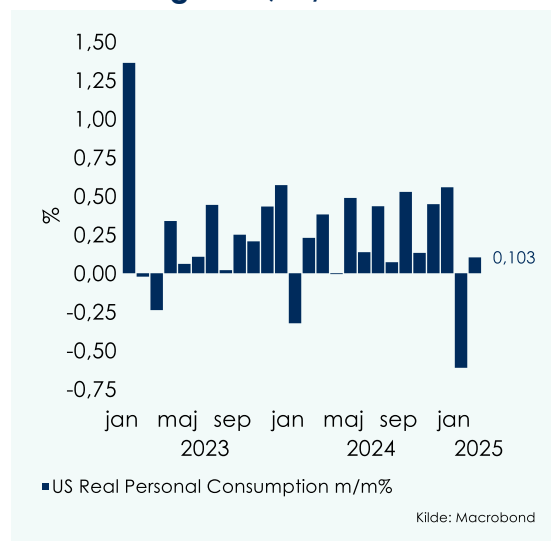
Government Efficiency, er begyndt på offentlige nedskæringer, hvilket ikke er kommet til udtryk i de samlede beskæftigelsestal eller 'jobless claims'.

### Arbejdsløshedsrate i USA



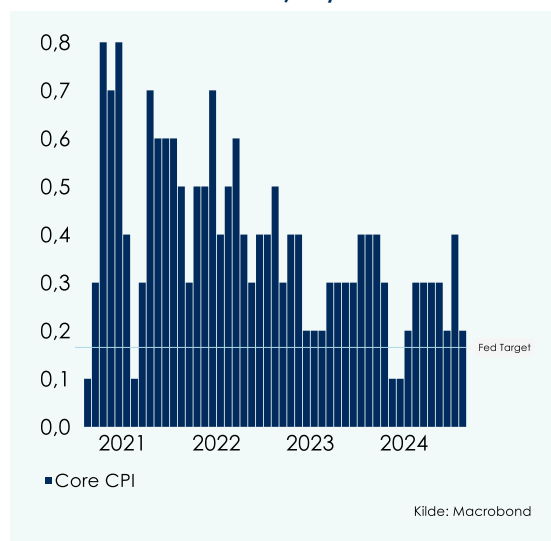
Udviklingen i privatforbruget er essentiel for væksten i USA, eftersom det udgør omkring 68% af BNP. Privatforbrugets udvikling var rigtig stærk gennem 2024. I januar 2025 faldt privatforbruget imidlertid måned over måned. I februar var der en lille stigning, men en lavere stigningstakt end i 2024. Forbrugertilliden er faldet i løbet af 1. kvartal til et lavt niveau. Korrektion på aktiemarkedet, høje fødevarerpriser og politisk uro har presset forbrugertilliden ned. Reallønsfremgangen er dog fortsat positiv, hvilket er essentielt for forbrugerne.

### Privatforbrug i USA, m/m



Kerneinflationen, inflationen uden fødevarer og energi, i USA er stadig for høj. De seneste tre måneder har den månedlige stigningstakt i gennemsnit været 0,29%. For at nå FEDs målsætning om en inflationsrate på 2% skal den månedlige stigningstakt ned på 0,17%. Der er altså fortsat et stykke ned til målsætningen. Handelskrigen med øgede tariffer har to umiddelbare effekter: højere pris på import og lavere efterspørgsel, hvilket er to modsatrettede effekter på inflationen. Inflationen fra todsatser vil dog være transitorisk og ikke et længerevarende inflationspres.

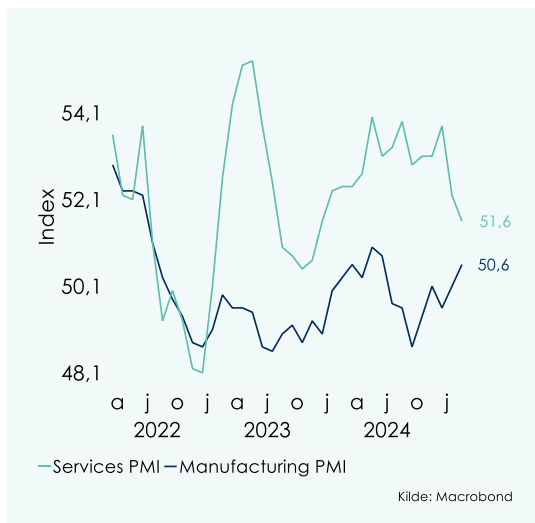
### Kerneinflation i USA, m/m





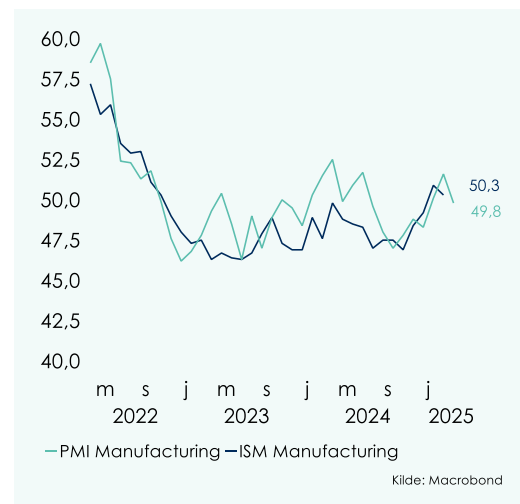
fortsat med en vis usikkerhed ift. handelskrigens omfang. Vores hovedscenarie for 2025 er en 'slowdown', en periode med økonomisk fremgang men i et lavere tempo. Vi ser en fremstillingssektor, hvor konjunkturbarometrene, PMI's, peger på væsentlig bedre stemning. Modsat er stemningen i servicesektoren blevet en anelse mere negativ.

### Globale PMI's: Blandede signaler



USA er også den senere tid kommet mere i fokus med politikken 'America First', som har til formål, at varerne produceres indenlandsk. I servicesektoren er stemningen fortsat god og fører an. Servicesektoren beskæftiger størstedelen af amerikanerne, hvorfor udviklingen er essentiel.

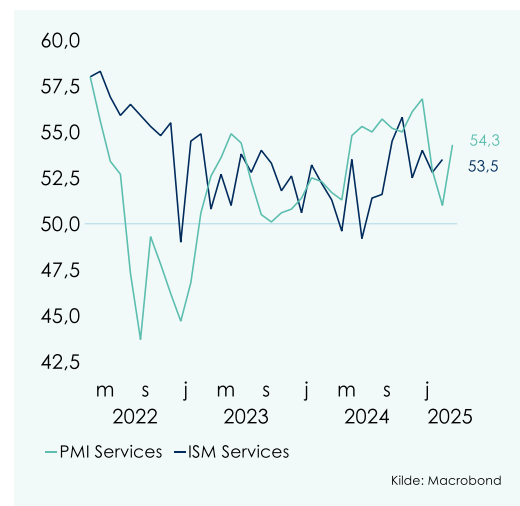
### ISM & PMI for industrien er kommet over 50



### Forventet BNP-vækst globalt y/y%



### Servicesektoren klarer sig fortsat bedre



Konjunkturbarometrene for den amerikanske økonomi viser også en bedre stemning i industrien. Det kommer efter en periode, hvor fremstillingssektoren har haltet efter servicesektoren. Fremstillingssektoren i

Seneste estimater fra Atlanta FED og New York FED tegner to vidt forskellige billeder af den økonomiske udvikling. Atlanta FEDs BNP-indikator peger på negativ vækst, men her findes en god forklaring i, at virksomheder



har forøget importen forud for eventuelle toldsatsler, hvilket ikke er et udtryk for lavere underliggende vækst. New York FEDs estimat mener vi giver et mere retvisende billede af den økonomiske udvikling på nuværende tidspunkt, da vi vurderer, at økonomien er et godt stykke fra et recessionsscenario.

### Atlanta FED og NY FED Q1 BNP-estimer tegner forskellige billeder

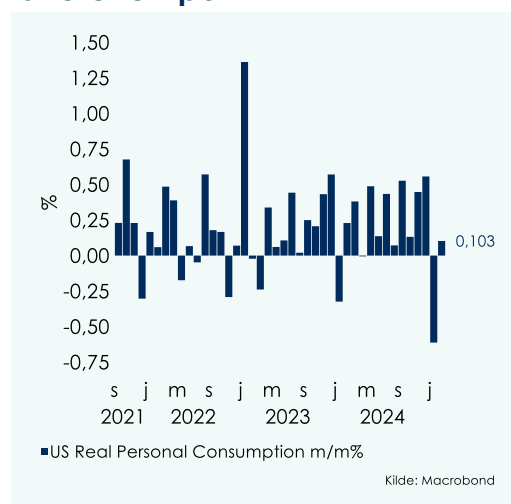


Det bliver altafgørende, at vi undgår en negativ spiral, som sætter sig i virksomheder og husholdninger. Det kan tilbageholde forbrug og i stedet føre til øget opsparring. Vi har set et klart fald i forbrugertilliden, trods et stærkt arbejdsmarked med lav ledighed. Opgørelsen af privatforbruget for januar viste et tydeligt tilbagefald. Der var dog en lille fremgang i februar. I 2024 var privatforbruget rigtig stærkt. Positivt er, at indkomsterne vokser pænt, og der er en positiv reallønsfremgang, hvilket i bund og grund driver væksten i privatforbruget.

Offentlige nedskæringer med DOGE og Musk har ført til fyringer af ansatte i statsapparatet. Her er tale om ca. 3 millioner ansatte, hvilket er en meget lille del af det samlede arbejdsmarked. Det er dog ikke et udtryk for en tendens med lavere efterspørgsel efter arbejdskraft. De seneste

tre måneders gennemsnit af antal skabte jobs er på 200.000, hvilket er en højere kadence end i 2. halvår af 2024. Samtidig har jobåbninger stabiliseret sig, og ISM Service peger på et løft i beskæftigelseskomponenten.

### Realvæksten i privatforbruget i et lavere tempo



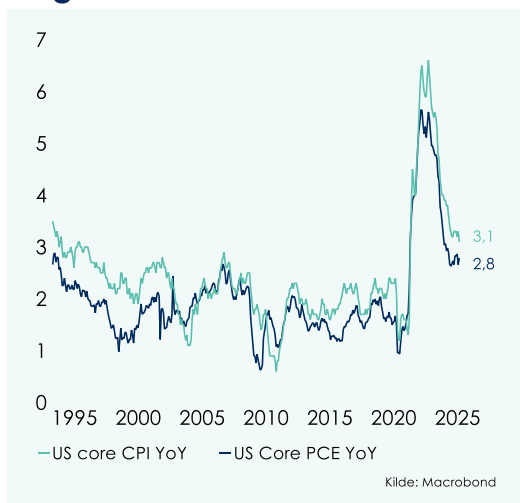
### Vækst i beskæftigelsen er drejet mere positivt igen



Forrige måneds stigning i kerneinflationen på 0,4% m/m var alt for høj. Den seneste inflationsrapport fra februar viste 0,2% m/m, hvilket gør, at gennemsnittet over de seneste tre måneder er 0,29%. Inflationen skal gerne begynde at trende yderligere

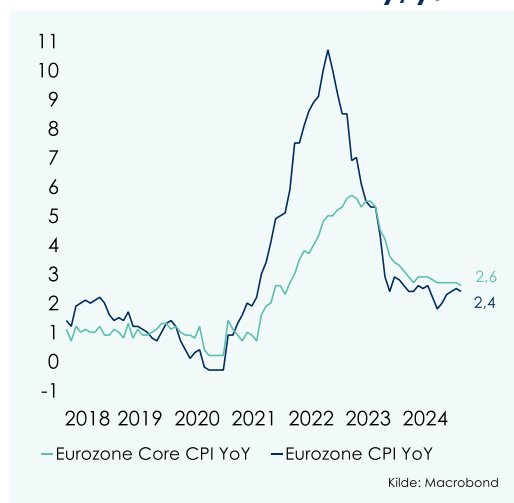
nedad, for at FED kan lempe pengepolitikken yderligere. For Trumps todsatser vil afvejningen være, at inflationen nok ikke vil falde så meget som ventet, mens væksten kan blive lavere end ventet. Det vil være en balancegang for FED, der fortsat skal have øjnene rettet mod inflationen. Vi forventer fortsat, at renten bliver sat ned to gange á 25bp, hvilket vil få FED Funds i niveauet 3,75-4,0%. Markedet forventer nu tre rentenedsættelser, hvilket er sket i takt med usikkerheden omkring væksten.

### Faldet i den årlige kerneinflation er stagneret

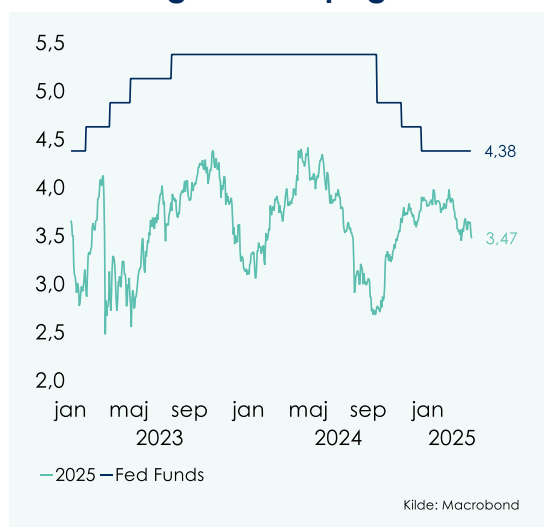


Kerneinflationen i eurozonen er senest faldet til 2,6% y/y. Vi forventer, at kerneinflationen vil falde til ca. 2%. Den stærkere euro skærer lidt af importpriserne. Eurozonen har været vidne til et større paradigmeskifte. Gældsbremsen i Tyskland bliver reformeret, hvilket åbner op for de finanspolitiske sluser. ECB er naturligvis opmærksom på, at den økonomiske politik bliver mere vækstfremmende og kan skabe et højere inflationspres. Så der kan komme mere varsomhed fra ECB. Vi forventer, at den korte rente kommer ned på 2% i 2025. Markedet priser også et fald i den korte rente til det niveau.

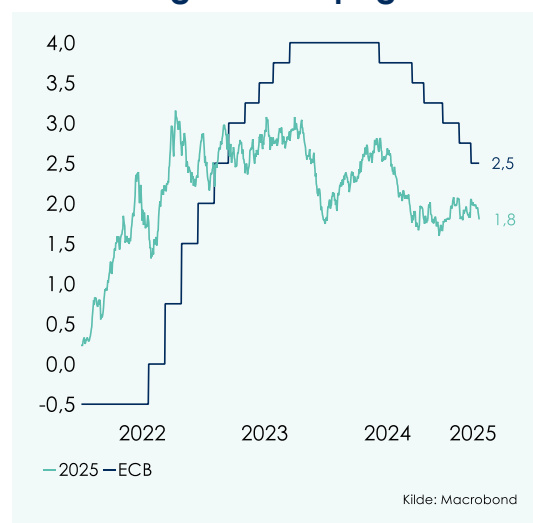
### Eurozone kerneinflation y/y%



### Forventninger til FED peger ned



### Forventninger til ECB peger ned



Vi ser fair value for den 10-årige amerikanske rente mellem 4-5%. Den ligger i øjeblikket på 4,19%, hvilket er i den nedre del af intervallet. Risikoen for lavere renter eksisterer, hvis en større økonomisk afmatning finder sted, hvilket dog ikke er vores forventning.

For den tyske 10-årige rente vurderer vi, at fair value ligger mellem 2,5-3,5%. Vi har ændret estimatet opad som følge af den større gældsætning i Tyskland, hvilket vil have en positiv afsmittende effekt på væksten over de kommende år.

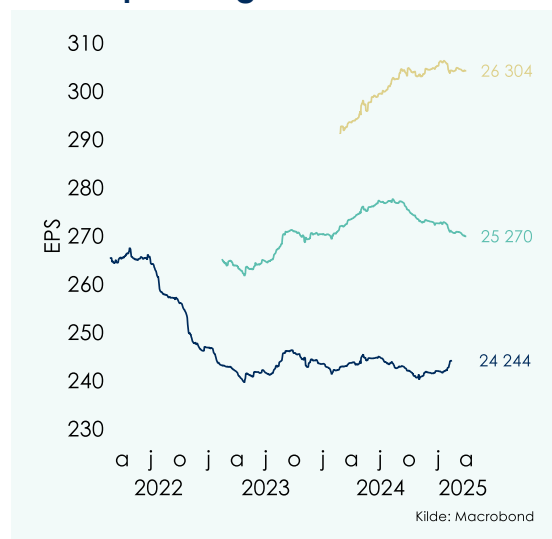
### 10-årige statsrenter i US, GE, DK



Aktiemarkedene har været under pres siden toppen i S&P 500 den 19. februar. Vækstbekymringer og handelskrig har også påvirket indtjeningsestimaterne. Særligt estimatet for 2025 har rykket sig i en negativ retning, men estimaterne for 2026 holder sig fortsat oppe. Vi er dog fortsat positive på indtjeningsvæksten fremadrettet. Vi ser fortsat en pæn vækst i verdensøkonomien i 2025, stabile til lavere inflationsrater i USA og Europa, lavere korte renter i FED og ECB og rimelig stabile lange renter. Udsigterne er også et godt vækstår i 2026 med Trumps fremadrettede skattesænkninger i USA og stimulerende politikker i Kina og Europa.

Bevægelsen ned i aktier indebærer, at valuation på nogle områder fremstår mere attraktive. Kigger vi på 12 måneders forward P/E, er niveauet faldet på S&P 500 og ganske betragteligt på Magnificent 7. Der hersker dog fortsat usikkerhed med indtjeningsestimaterne, men for nu kan der være investorer, som begynder at få appetit for denne type aktier igen. Vi er fortsat positive på aktier fremadrettet og forventer, at afkastet på MSCI AC World lander mellem 5% og 10% i DKK i 2025.

### S&P500 EPS estimerne bevæger sig nedad på marginalen



### 12m forward Price Earnings Ratio: Mag7 er faldet en hel del



## Disclaimer

Materialet er produceret af BankInvest-koncernen (BankInvest) og skal anses som markedsføringsmateriale. Formålet med materialet er at give generel information og skal ikke betragtes som en investeringsanbefaling. Eventuel omtale af selskaber og værdipapirer skal alene ses i forhold til eventuelle afdelings portefølje- og risikoprofiler. BankInvest påtager sig intet ansvar for nøjagtigheden af de angivne informationer, hvad enten de er leveret af BankInvest selv eller hentet fra offentligt tilgængelige kilder, som BankInvest vurderer pålidelige. BankInvest er ikke ansvarlig for dispositioner eller unndladelser foretaget på baggrund af informationerne. BankInvest anbefaler sagkyndig og professionel vejledning ved investeringsbeslutninger. Yderligere oplysninger om BankInvest findes på [www.bankinvest.dk](http://www.bankinvest.dk)