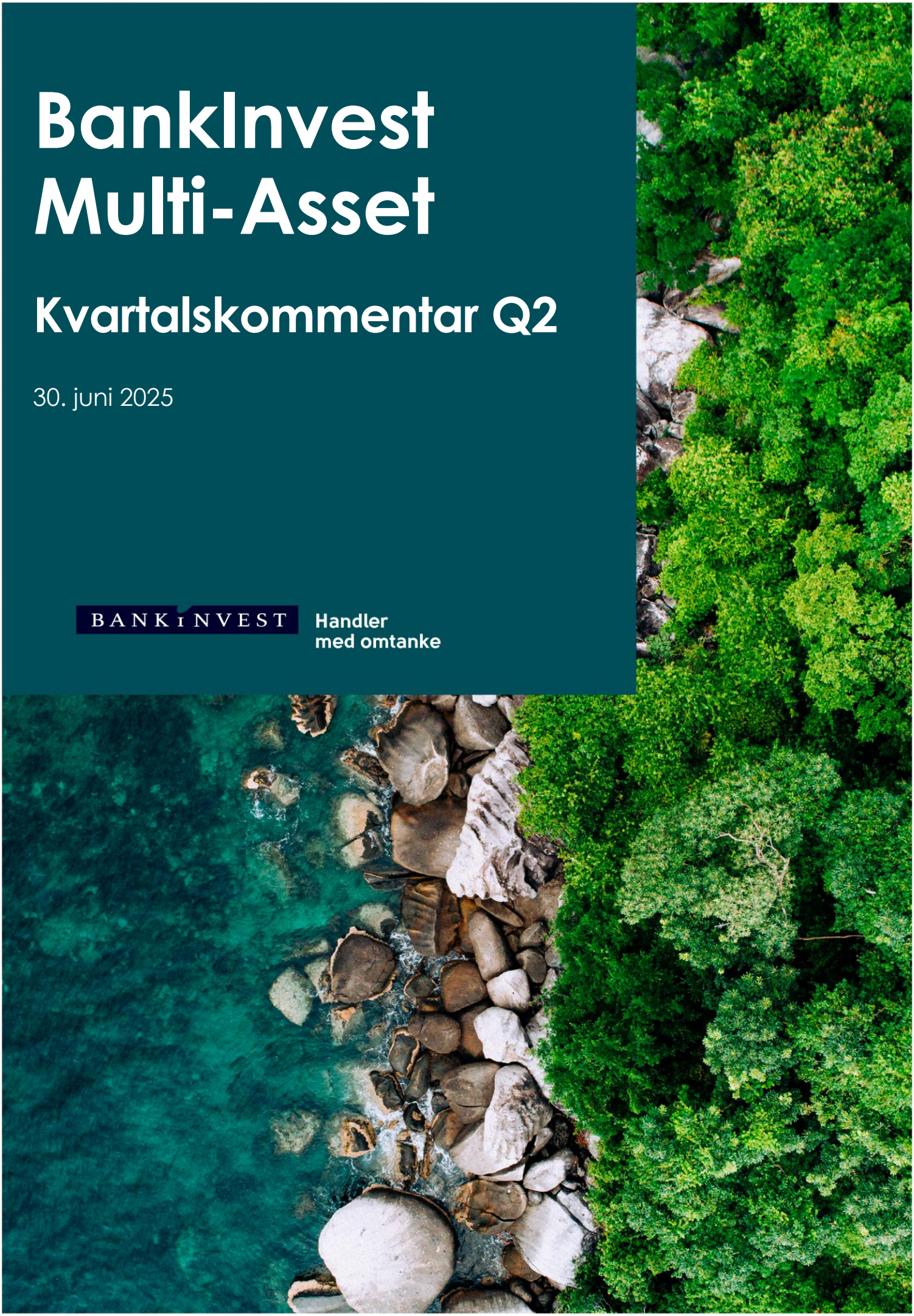
BankInvest Multi-Asset

Kvartalskommentar Q2

30. juni 2025

BANKINVEST Handler med omtanke



Finansielt overblik

Redaktionen afsluttet 30. juni

I 2. kvartal har det været en rutsjebanetur på aktiemarkederne. Trumps handelskrig eskalerede markant i starten af kvartalet og sendte aktiemarkedet yderligere ned med 10%, ovenpå korrektionen i 1. kvartal. De høje toldsatser kom som en overraskelse for markedet og skabte betydelig usikkerhed om vækstudsigterne for verdensøkonomien, hvilket forstærkede recessionsfrygten. Samtidig voksede tvivlen om tilliden til USA, hvilket også begyndte at påvirke obligationsmarkedet med stigende renter – en udvikling, der var uventet i lys af recessionsfrygten. Som reaktion satte Trump toldsatserne på en 90-dages pause for de fleste handelspartnere, hvilket udløste et lettelsens suk på markedet og førte til markante stigninger, da investorerne så tegn på, at Trump ikke ville køre økonomien i sænk. Herefter har handelskrigen udviklet sig mere positivt, idet USA og Kina har indgået en rammeaftale for deres samhandel. Aktiemarkedet har oplevet en stærk genopretning, i takt med at recessionsfrygten er forsvundet fra investorernes radar.

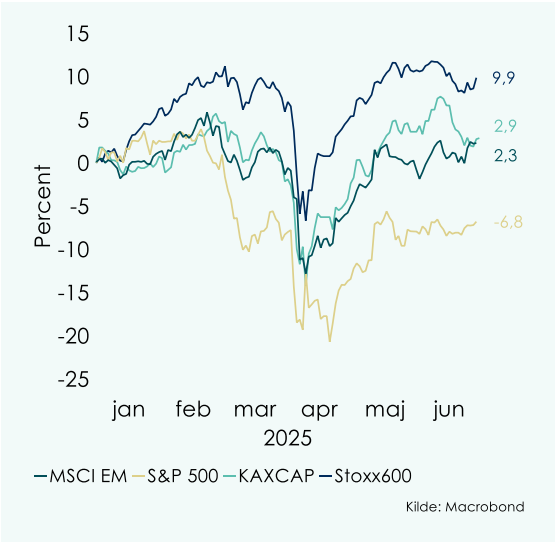
S&P 500 har i år givet et afkast på -6,8% i danske kroner. Den amerikanske dollar er blevet yderligere svækket i 2. kvartal og er faldet med 11% i 2025, hvilket er hovedårsagen til det negative afkast på amerikanske aktier. Vækstorienterede og cykliske aktier har oplevet en stærk genopretning efter 1. kvartal og har været den primære drivkraft bag aktiemarkedets udvikling, efter markedet nåede bunden. Samtidig har Magnificent 7 fået en oprejsning efter en stærk regnskabssæson og en øget investorappetit for vækstaktier.

Stoxx 600 har fortsat sin opadgående trend og har i år leveret et afkast på 9,9%. Europæiske aktier ligger i front for 2025, selvom outperformancen primært skete i 1. kvartal. Investorer melder om en stigende tendens til at allokere flere investeringer mod Europa frem for USA. Samtidig står Europa over for massive investeringer i forsvar og infrastruktur, hvilket bidrager til et forbedret vækstbillede på længere sigt. Dette kommer efter flere år, hvor Europa har haltet efter USA.

Danske aktier har oplevet et pænt comeback efter et udfordrende 1. kvartal og er oppe med 2,9% for året. Sundhedssektoren, der udgør en betydelig del af det danske marked, forbliver under pres, hvilket har begrænset den samlede optur.

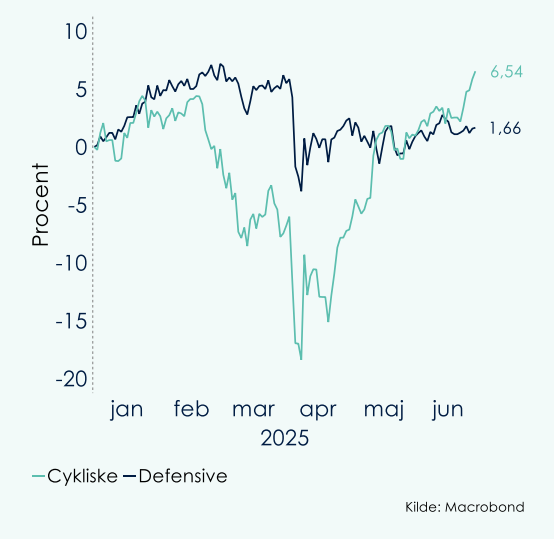
Emerging markets-aktier har givet et afkast på 2,3% i 2025, og udviklingen har været sidelæns i 2. kvartal. I Kina forsøger regeringen fortsat at stimulere den indenlandske efterspørgsel og øge forbruget.

Aktiemarkeder: Totalafkast siden 31.12



Cykliske aktier har oplevet et markant comeback i forhold til defensive aktier. Ved starten af 2. kvartal havde defensive aktier et forspring på 12 procentpoint år-til-dato sammenlignet med cykliske aktier. Bekymringerne om global vækst, der begyndte i 1. kvartal og blev forstærket under handelskrisen, er siden blevet dæmpet, hvilket har gavnet de cykliske dele af aktiemarkedet. For 2025 har cykliske aktier præsteret bedre end defensive aktier.

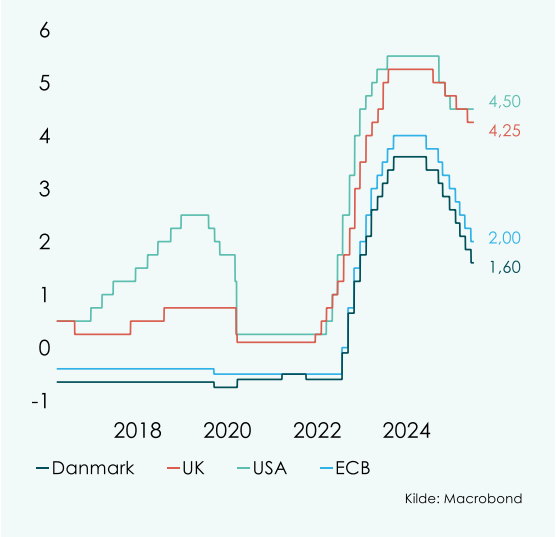
Cykliske og defensive aktier i USA



Den amerikanske centralbank, Federal Reserve (FED), har fastholdt renten på 4,5 % i 2. kvartal. Arbejdsmarkedet forbliver overordnet robust, men begynder at vise svaghedstegn. Inflationen har udviklet sig mere positivt end forventet, men usikkerheden omkring inflationen som følge af handelskrisen har fået FED til at afvente.

Den Europæiske Centralbank (ECB) og Danmarks Nationalbank har hver især nedsat renten 2 gange i 2. kvartal, hvilket bringer det samlede antal rentenedsættelser for 2025 op på 4. Bank of England foretog én rentenedsættelse i kvartalet.
Markedsprisningen indikerer forventninger om, at FED vil sænke renten to-tre gange i løbet af 2025, hvilket stemmer overens med FEDs egne renteforventninger. For ECB forventes yderligere én rentenedsættelse i år.

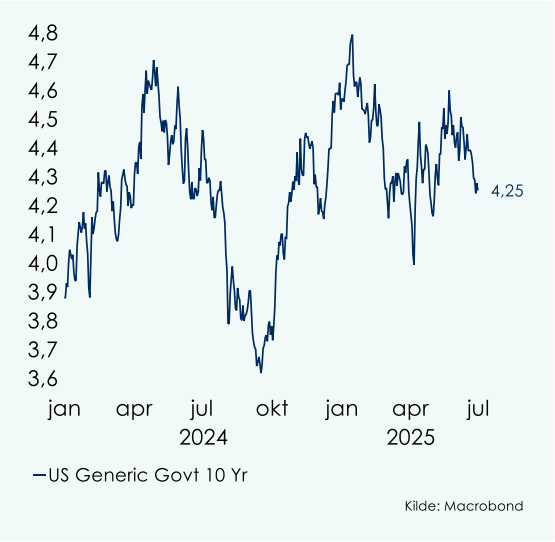
Centralbankers renter: Rentesænkninger



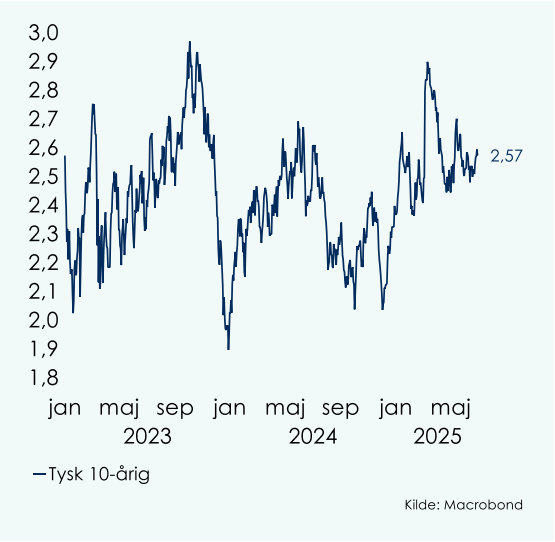
I 2. kvartal er den amerikanske 10-årige statsrente steget til 4,25%. Renten oplevede betydelige udsving i løbet af kvartalet. Indledningsvis sendte recessionsfrygt under handelskrisen renten under 4%, mens faldende tillid til USA's kreditkvalitet senere i perioden pressede renten over 4,5%. Niveauet har siden stabiliseret sig. Inflationen fremstår under kontrol, men der hersker fortsat usikkerhed omkring handelskrigens udvikling og konsekvenserne af Trumps omfattende skattepakke, "Big Beautiful Bill".

Den 10-årige tyske statsrente er faldet til 2,59%, trods forventninger om en omfattende finanspolitisk pakke i Tyskland på 500 milliarder euro, der endnu afventer implementering, men forventes at kunne stimulere væksten på længere sigt. Rentekurven er blevet stejlere, idet de lange renter er steget relativt mere end de korte. De danske statsrenter har ligeledes oplevet et fald.

10-årige rente i USA



10-årige rente i Tyskland



Merrenten for europæiske investment grade-obligationer, virksomhedsobligationer med høj kreditkvalitet, er faldet 5bp i forhold til statsobligationer. Dermed er renterne på investment grade-obligationer faldet mere end renterne på statsobligationerne. Under handelskrisen i 2. kvartal steg merrenten markant, men den er siden faldet tilbage. Historisk set befinder merrenten for investment grade-obligationer sig på et lavt niveau. Afkastet på kreditobligationer af høj kvalitet har i 2025 været 1,6%.

EUR Corporate Inv. Grade kreditpræmie

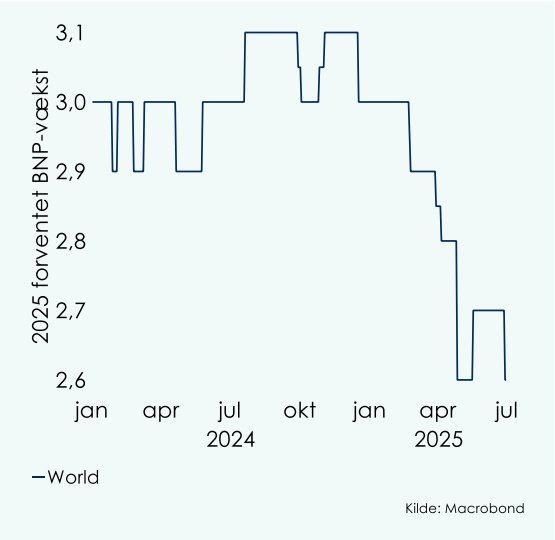
Kreditpræmien for amerikanske højrenteobligationer, forskellen i forhold til statsobligationer, er faldet med 55bp. Renten på højrenteobligationer er faldet, mens renten på amerikanske statsobligationer er steget, hvilket har reduceret kreditpræmien. Usikkerheden omkring væksten under handelskrisen øgede kreditpræmien midlertidigt, men den er siden faldet tilbage. Merrenten for højrenteobligationer befinder sig på et lavt niveau.

USD Corporate High Yield kreditpræmie

Økonomiske highlights

Verdensøkonomien fortsætter sin fremgang, om end i et lidt langsommere tempo. Vækstestimaterne for 2025 er nedjusteret fra 2,9% til 2,6%, primært som følge af handelskrisen, der har dæmpet forventningerne til den globale vækst.

World BNP-forventninger 2025

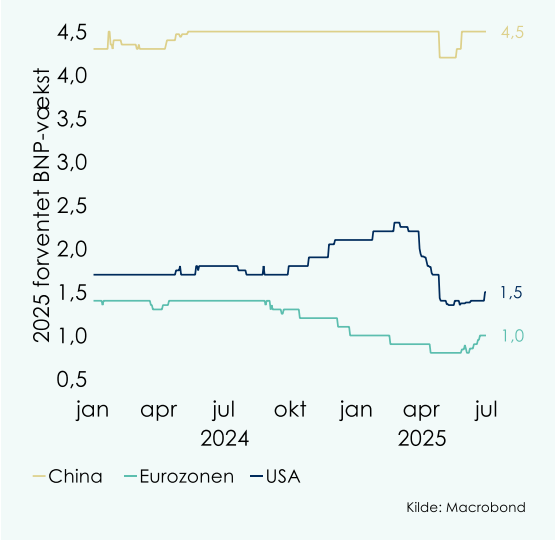


I USA er vækstestimaterne for 2025 nedjusteret med 0,4 procentpoint til 1,5%. Bekymringerne omkring vækstudsigterne, primært drevet af handelskrisen, har været betydelige, men er siden stabiliseret. Yale Budget Lab estimerer, at de højere toldsatser har en negativ effekt på BNP på 0,7%. En vækst på 1,5% er relativt beskeden for amerikanske standarder, især efter en vækst tæt på 0 % i 1. kvartal. Dog peger indikatorer som Atlanta FEDs GDPNow og New York FEDs Nowcast på en solid vækst i 2. kvartal.

I Europa er vækstforventningerne opjusteret marginalt fra 0,9% til 1,0%. Trods moderate vækstrater understøttes udsigterne af nye reformer og investeringer, som forventes at løfte væksten, især fra slutningen af 2025 og fremefter. Med de nuværende toldsatser forventes en begrænset negativ effekt på væksten. Konjunkturbarometre indikerer en bedring i fremstillingssektoren.

I Kina er vækstestimaterne uændrede på 4,5%, hvilket ligger under regeringens mål om 5%. Udfordringer med øget opsparing og reduceret forbrug blandt forbrugerne fortsætter. Regeringen forsøger at stimulere den indenlandske efterspørgsel. Som verdens produktionscenter blev Kina hårdt ramt af de høje toldsatser under handelskrisen, men eksporten har stabiliseret sig på et fornuftigt niveau efter en aftrapning af toldsatserne.

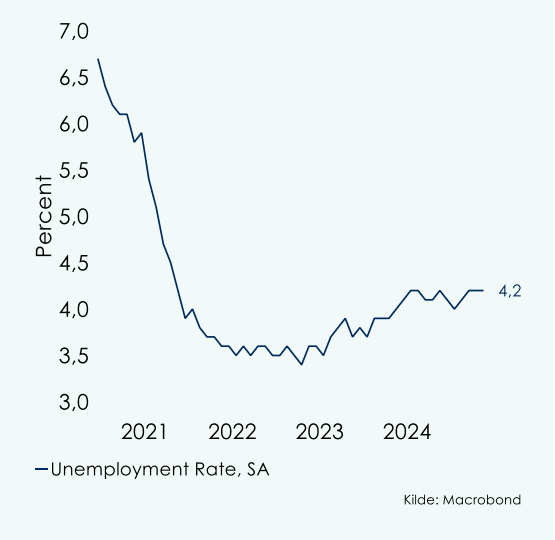
BNP-forventninger for 2025



Det amerikanske arbejdsmarked forbliver robust, om end med tegn på afmatning. Arbejdsløshedsraten er steget til 4,2%, hvilket stadig er lavt i en historisk kontekst. Recessionsfrygten, der var markant i starten af 2. kvartal, er siden blevet dæmpet og afspejles ikke i arbejdsmarkedets faktiske data. De ugentlige jobless claims, der måler antallet af arbejdsløse, som søger understøttelse, er steget til moderate niveauer. Jobefterspørgslen fortsætter med at køle af, men beskæftigelsen vokser stadig på et fornuftigt niveau, i tråd med præ-coronakrisen. Department of Government Efficiency (DOGE) var et centralt

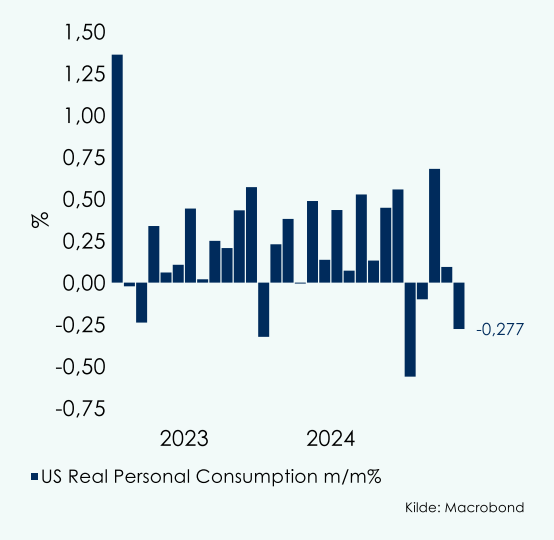
diskussionsemne i 1. kvartal, men interessen er forsvundet. Planerne om store offentlige nedskæringer viste sig vanskelige at gennemføre, og efter Elon Musks tilbagetræden som frontfigur er projektet i ro for nu.

Arbejdsløshedsrate i USA



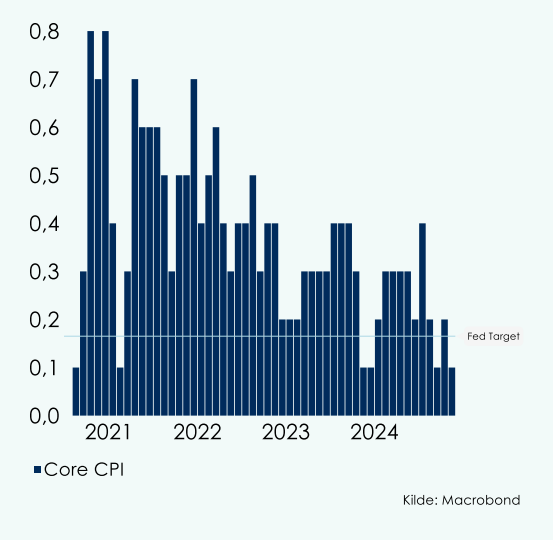
Privatforbruget, der udgør cirka 68% af USAs BNP, er afgørende for den økonomiske vækst. Udviklingen har været svingende fra måned til måned, men følger fortsat en langsigtet opadgående trend. Forbrugertilliden har ligget på lave niveauer, men forbrugerne har fortsat deres forbrug. De seneste forbrugertillidsdata indikerer øget optimisme, dog fra et meget lavt udgangspunkt. Forbrugerrundspørger afslører en polarisering i USA, hvor republikanere vurderer den økonomiske situation positivt, mens demokrater er væsentligt mere pessimistiske. Reallønsvæksten forbliver positiv og understøtter privatforbrugets udvikling.

Privatforbrug i USA, m/m



Kerneinflationen, eksklusive fødevarer og energi, har de seneste måneder overrasket positivt med månedlige stigningstakter på 0,1% og 0,2%. Dermed er inflationen ikke steget kraftigt, som mange frygtede på grund af de højere toldsatser. Der er dog fortsat risiko for, at toldsatserne kan føre til højere inflation i de kommende måneder. Inflationen nærmer sig nu Federal Reserves målsætning, hvilket kan bane vejen for rentesænkninger i 2. halvår af 2025 og ind i 2026.

Kerneinflation i USA, m/m



Udvikling på globale markeder 2. kvartal pr. 30. juni

Renter

	USA	Tyskland	UK	Japan
3-måneds Tbill	-2 bp	-29 bp	-33 bp	5 bp
2-årige renter	-16 bp	-20 bp	-39 bp	-9 bp
10-årige renter	4 bp	-17 bp	-20 bp	-6 bp

	EUR IG spænd	US HY spænd	EM stat spænd
Kreditspænd	-5 bp	-55 bp	-27 bp

Aktier

	S&P 500	Stoxx 600	OMX CC	Topix
Udviklede markeder	10,0%	1,8%	4,1%	7,3%
	Indien	Brasilien	Rusland	Kina
BRIK lande	7,9%	5,1%	0,0%	2,5%

Råvarer

Industrimetaller	WTI	Ædelmetaller	Landbrugsvarer
-0,7%	-8,3%	15,5%	-4,6%

Valuta

EURvsUSD	EURvsJPY	EURvsGBP	EURvsSEK	EURvsNOK	EURvsCHF
8,4%	4,1%	2,2%	-1,3%	3,8%	-2,1%

Bloomberg, BankInvest

Forventninger

Næsten tre måneder efter Trumps "Liberation Day" den 2. april, hvor udsigten til tårnhøje toldsatser rystede markederne, er tilgangen blevet mere pragmatisk og konstruktiv. Lavere toldsatser og igangværende handelsforhandlinger understreger, at USA ikke ønsker et kollaps i den internationale handel. Der er dog fortsat usikkerhed omkring handelskrigens afslutning og de tilhørende forhandlinger. Den 90-dages toldpause, som USA indførte for de fleste handelspartnere i april, udløber 9. juli. Indtil videre er kun få handelsaftaler indgået, men ifølge finansminister Scott Bessent er en forlængelse af fristen mulig for lande, der viser samarbejdsvillighed. For Kina blev en rammeaftale bekræftet 27. juni 2025, der uddyber handelsforhandlingerne fra maj. De nuværende toldsatser videreføres: 55 % på kinesisk import til USA (20 % fentanyl-told, 10 % reciprok told, 25 % fra Trumps første præsidentperiode) og 10 % på eksport til Kina. Kina leverer sjældne jordarter, og USA fjerner visse gengældelsesforanstaltninger.

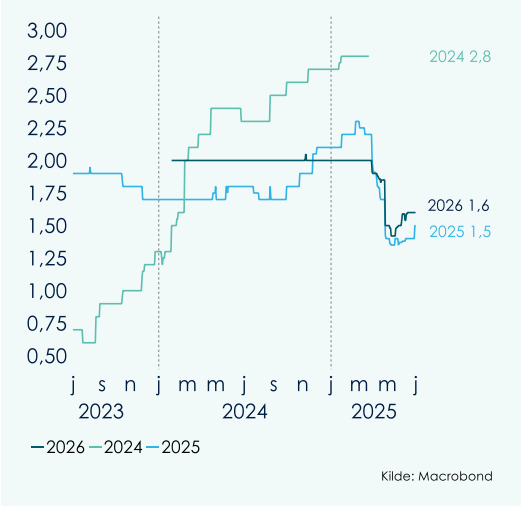
De finansielle markeder har gjort et stærkt comeback, drevet af forventninger om, at toldsatserne ikke får store økonomiske konsekvenser. Vores basisscenarie er, at de negative effekter af toldsatserne opvejes af den medvind, verdensøkonomien oplever på andre områder, såsom robust privatforbrug og stabiliserende vækstindikatorer.

Geopolitiske spændinger er tiltaget, men vi forventer ikke en eskalering. Dette gælder krigen i Mellemøsten, konflikten i Ukraine og USA's engagement i NATO, hvor en vis stabilitet fortsat ventes.

USA

Vækstforventningerne for den amerikanske økonomi har stabiliseret sig for 2025 og viser tegn på en marginal stigning for 2026. Vi vurderer, at konsensusestimatet for 2026 på nuværende tidspunkt er for lavt. Forventningen om, at Trumps omfattende skattepakke, "Big Beautiful Bill", vedtages i Senatet snarligt, ventes at have en vækstfremmende effekt og styrke økonomien i 2026 og de efterfølgende år. Derfor forventer vi, at væksten vil overstige 2% i 2026, og at konsensusestimaterne blandt analytikere vil blive opjusteret i løbet af 2. halvår 2025.

Konsensus BNP-vækst i USA er stabiliseret efter et større fald



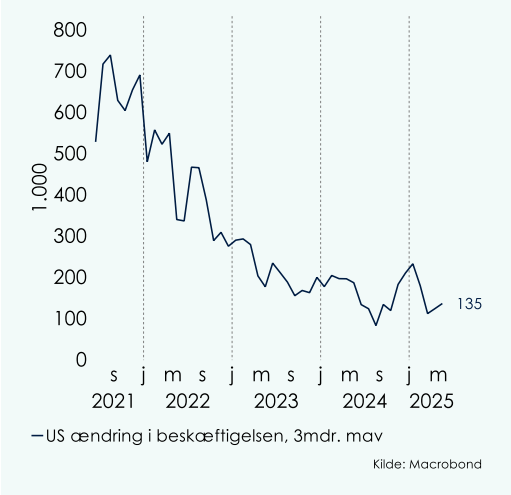
Atlanta FEDs GDPNow-indikator peger på en vækst på 2,9% for 2. kvartal 2025, hvilket sandsynligvis er en overestimering, i modsætning til de for lave estimater i 1. kvartal. En betydelig gulimport har trukket væksten ned. Konsensus blandt økonomer er en annualiseret kvartalsvækst på 2,1 %, hvilket vi anser for realistisk.

Atlanta Fed GDPNow ligger højt

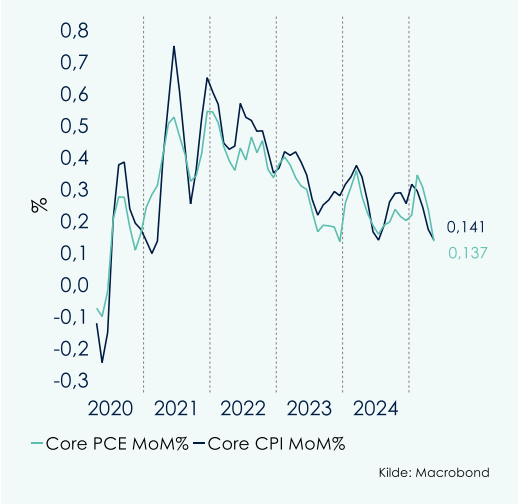
Analytikere vurderer en 37,5% sandsynlighed for en recession, men vi anser dette for at være for højt. Den øgede pragmatisme i handelsforhandlingerne og de seneste økonomiske data indikerer ikke en økonomi på vej mod recession. Arbejdsmarkedet opretholder en fornuftig beskæftigelsesvækst over de seneste måneder. Vi har noteret en lille stigning i initial jobless claims, men niveauet er ikke på et recessionært niveau.

Sandsynlighed for recession i USA er 37,5% ifølge konsensus

Nonfarm Payrolls: Rimelig kadence den seneste tid

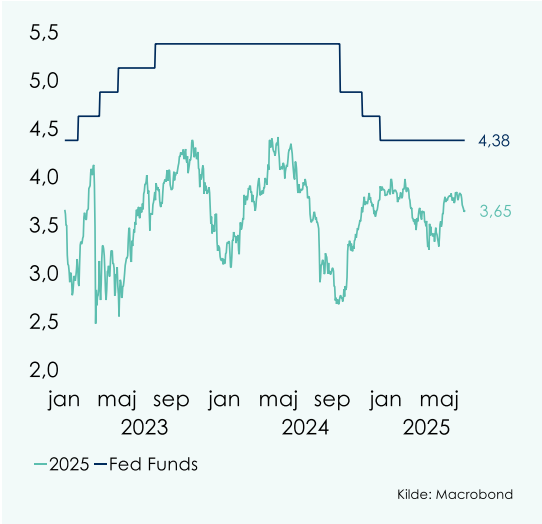


Mere afdæmpede prisstigninger (m/m 3 mdrs. glidende gennemsnit)



På inflationssiden har de seneste data budt på positive overraskelser. I den seneste måned steg kerneinflationen, eksklusive fødevarer og energi, med 0,1%, mens det 3-måneders glidende gennemsnit ligger på 0,14%. Core PCE, Federal Reserves foretrukne inflationsmål, er også på lave 0,14%. Trods forventninger om øget inflationspres i 2. halvår 2025 som følge af højere toldsatser og en svækket dollar, vurderer vi, at den underliggende inflationstrend forbliver stabil og nærmer sig Federal Reserves 2%-mål. Dette understøtter udsigten til rentesænkninger. Markedet forventer to-tre rentenedsættelser fra Federal Reserve i 2025, hvilket vi anser for realistisk. På længere sigt forventes den korte rente at falde til 3% fra det nuværende interval på 4,25-4,50%.

Forventninger til FED peger ned



Eurozonen

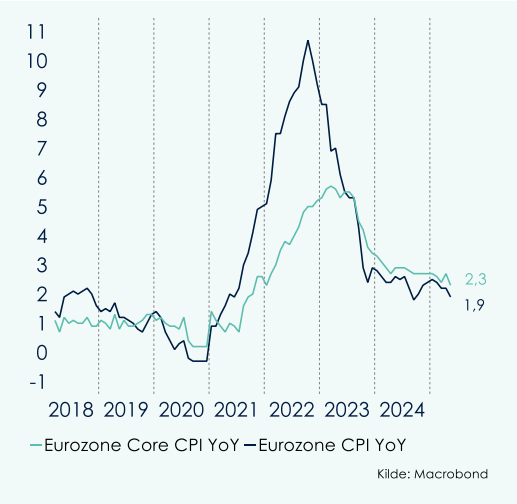
Den forventede toldsats mod Europa er 10%, dog med visse undtagelser. Dette niveau anses for håndterbart for de europæiske økonomier. Dollarsvækkelsen har skabt udfordringer i form af reduceret konkurrenceevne, men vi vurderer, at det ikke vil føre til en væsentlig nedgang i BNP-væksten. Konsensusforventningen til BNP-væksten er 1,0% for 2025 og 1,1% for 2026. Vi anser 2025-estimatet for realistisk, men ser potentiale for højere vækst i 2026, i lighed med udsigterne for USA. Den kommende

finanspolitiske lempelse, særligt i Tyskland, forventes at blive en væsentlig vækstdriver i 2026 og fremefter.

Kerneinflationen er faldet til 2,3% år-til-år, mens den samlede inflation ligger på 1,9%. ECB har dermed nået sit mål om at nedbringe inflationen, og udsigterne er positive. Med moderat vækst og stabil løninflation forventer markedet yderligere én rentenedsættelse i 2025, hvilket vi vurderer som realistisk.

Euro BNP-vækst: Konsensus for 2025 på senest 1,0%, 2026 på 1,1%

Eurozone inflation under 2%



Obligationsmarkedet

Inflationsudviklingen har været moderat i USA og Europa, hvilket også har været medvirkende til den mere stabile udvikling på obligationsmarkedet. Den 10-årige amerikanske rente ligger senest på 4,25%, hvilket er indenfor vores fair value interval på 4-5%. I Tyskland er den 10-årige rente på 2,57%, hvilket er i den lave ende af vores fair value interval. Vi løftede intervallet tidligere på året pga. den mere gældsfinansieret tysk økonomisk politik.

10-årige statsrenter i US, GE, DK

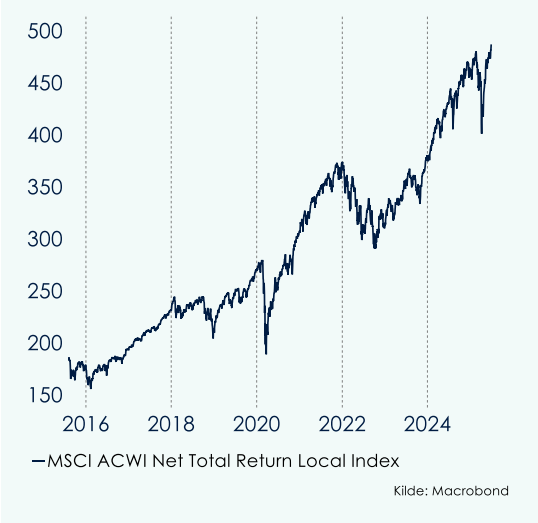
Forventninger til de korte renter mener vi ligger fornuftigt priset. Rentekurven er også begyndt at stejle, så investorerne bliver belønnet for at købe obligationer med længere løbetider.

For nærværende ser vi ikke noget større skift i renteniveauet, men der er altid en risiko til stede. Det kunne f.eks. være en overraskende recession som trak renteniveauet ned eller bekymringer om den amerikanske statsgæld, der løftede renterne. Vi forventer ingen af scenarierne, men er opmærksomme på risiciene. På kreditmarkederne er merrenten til statsobligationer fortsat på et lavt niveau, hvilket vi forventer fortsætter resten af året med de positive vækstudsigter ind i 2026.

Aktiemarkederne

Aktiemarkederne er kommet stærkt igen efter bunden i april. Måler vi indekset i lokal valuta, så er vi næsten tilbage på kursrekorden. Set fra en DKK-investor er afkastet fortsat negativt for året, grundet kursfaldet på dollaren på over 10%. Vi mener også, at det er rationelt at markedet er kommet stærkt igen. Scenariet med stagflation er blevet skiftet ud med at kunne se en mere positiv vækstbane forude.

Aktiemarkedet er næsten tilbage på toppen igen, målt i lokal valuta

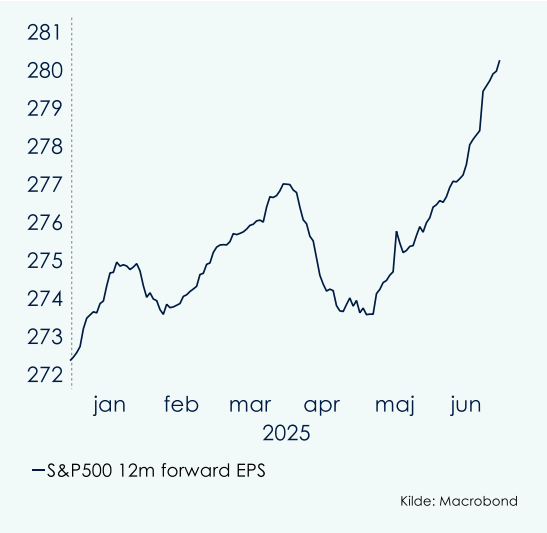


Aktiemarkedet har taget sådan et ryk, at det også begynder at handle på høje multipler. S&P 500 handler med en 12 måneder Forward P/E på 22,0. Risikopræmien i aktier ift. lange statsobligationer er stort set 0%. Dog vurderer investorerne også en risiko ved amerikanske statsobligationer ift. den stigende statsgæld i USA.

Markedet har brug for positive inputs, hvis det skal drives højere fra nuværende niveauer. Det kunne være handelsaftaler eller en bedring i den geopolitiske situation. Vi står overfor en regnskabssæson, der starter d. 15. juli, hvilket også potentielt kan være en positiv katalysator for markederne.

EPS-forventningerne på S&P 500 stiger pænt igen. Det er afgørende for kursudviklingen fremadrettet, at indtjeningen følger med. Vi vurderer dog ikke, at den høje valuation bliver en hindring for en positiv kursudvikling over de kommende 6-12 måneder.

S&P500 12m forward EPS stiger igen



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 afdelingers 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 undladelser foretaget på baggrund af informationerne. BankInvest anbefaler sagkyndig og professionel vejledning ved investeringsbeslutninger. Yderligere oplysninger om BankInvest findes på www.bankinvest.dk

BANKINVEST **Handler med omtanke**