Kvartalskommentar

Finansielle og økonomiske highlights i Q1

27. marts 2026

BANKINVEST

Finansielt overblik

Redaktionen afsluttet 27. marts

I 1. kvartal har de finansielle markeder været præget af geopolitisk usikkerhed. Året startede positivt med optimisme på de finansielle markeder med udsigt til stærk indtjeningsvækst og finans- og pengepolitiske lempelser. Stemningen på markedet ændrede sig dog. Først var det Trump, som ville overtage Grønland og truede med højere toldsatser. Derefter var det krigen i Iran, der sendte oliepriserne i vejret og skabte usikkerhed om inflation og vækst. Centralbankerne er blevet priset mere hawkish og følger udviklingen i energipriserne og inflationsudviklingen tæt. Det har betydet, at det globale aktiemarked er faldet med 1,5% i år målt i danske kroner.

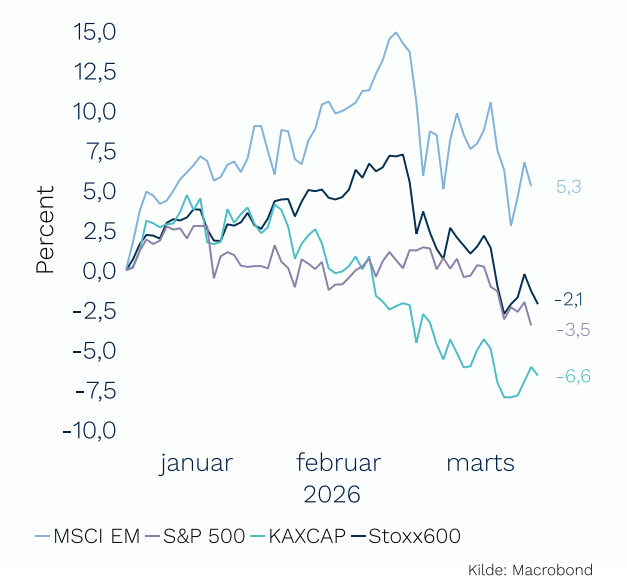
S&P 500 har i 1. kvartal givet et negativt afkast på 3,5% målt i danske kroner. En stærkere dollar har mindsket faldet, da korrektionen er på 7% målt i dollars. SaaSapocalypse, AI disruption af Software-as-a-Service (SaaS) industrien som er drevet af hurtige fremskridt inden for AI-agenter, har været et dominerende tema på aktiemarkedet i 1. kvartal. Det har betydet, at IT-sektoren i USA har været udfordret og de defensive aktier har klaret det bedst i 1. kvartal i USA. Magnificent 7 aktierne er i årets start også efter det brede marked. Bekymringer om overinvesteringer har været et tema.

Stoxx600 har givet et afkast på -1,6% i 1. kvartal. Europæiske aktier startede året stærkt, men er siden Iran-krigen blevet presset af stigende energipriser. Europa er fortsat afhængig af energiimport, hvorfor de stigende olie- og gaspriser rammer hårdt. Markedet har fået et flashback til 2022, hvor der var markante stigninger i energipriserne. De europæiske forsvarsaktier har været et af kvartalets vindere.

Danske aktier har haft et udfordrende kvartal og er nede med 6,4% for året. Sundhedssektoren er fortsat under pres, og Novo Nordisk har haft endnu et udfordrende kvartal.

Emerging markets-aktier har i 1. kvartal givet et afkast på 5,3% og fører an for året. Starten af året for emerging markets aktier var rigtig stærk og tidligere på året oppe med 15%, men Iran-krigen har trukket markedet ned. Stemningen omkring emerging markets har været positiv, og særligt den lavere værdiansættelse har trukket investorer til.

Aktiemarkeder: Totalafkast siden 31.12

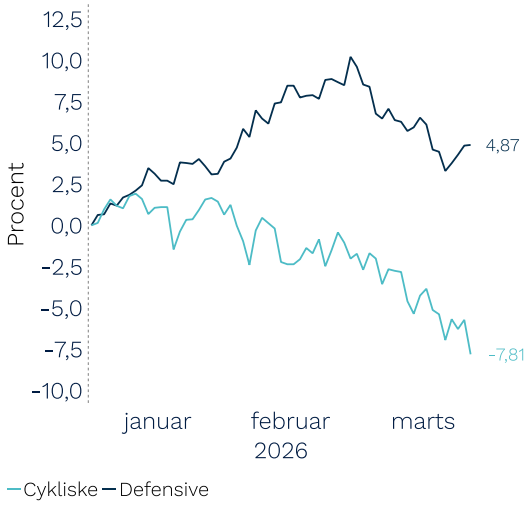


Kilde: Macrobond

Defensive aktier har klaret sig markant bedre end cykliske aktier i 1.kvartal i USA. En faktorrotation i forbindelse med AI-disruption af software-selskaber satte gang i underperformance af cykliske aktier og sidenhen har krigen i Iran påvirket risikovilligheden i markedet. Samtidig er de stigende energipriser begyndt at skabe vækstbekymringer, som har ramt de mere cykliske dele af aktiemarkedet. De seneste

konjunkturbarometre peger på bedring i fremstillingssektoren, men er ikke noget som har løftet de cykliske aktier.

Cykliske og defensive aktier i USA



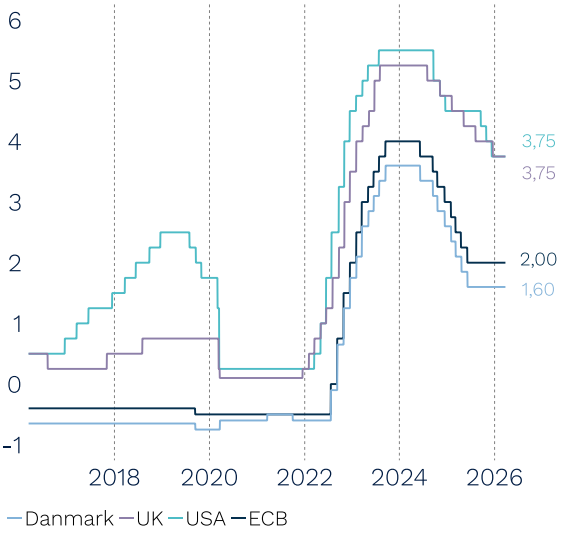
Kilde: Macrobond

FED, den amerikanske centralbank, har fastholdt renten i intervallet 3,50-3,75% i 1. kvartal. Centralbanken leverede 3 rentenedsættelser i slutningen af 2025, men har nu sat yderligere lempelser på pause. FEDs fokus er delt mellem et svækket arbejdsmarked og inflationsrisikoen fra de højere oliepriser. Det seneste dot plot har peget på en enkelt rentenedsættelse, men markedsprisningen balancerer 0 og 1 renteforhøjelse i år. Varigheden af krigen og udviklingen i olieprisen bliver en afgørende faktor.

ECB, Den Europæiske Centralbank, og Danmarks Nationalbank har ligeledes fastholdt renten i 1. kvartal. Iran-konflikten har skabt risiko for højere inflation, hvorfor markedet nu priser 3 renteforhøjelser ind for 2026.

Den amerikanske 10-årige er steget 29bp til 4,45% i løbet af 1. kvartal. Stigende energipriser som følge af krigen har drevet renten op. Niveauet begynder også at være en faktor som presser risikovilligheden i markedet.

Centralbankers renter: Uændret



Kilde: Macrobond

10-årige rente i USA

Kilde: Macrobond

Den 10-årige tyske rente er steget 26bp til 3,12%. Igen har oliepriserne været en væsentlig driver til de højere renter. De finanspolitiske lempelser med afskaffelsen af gældsbremsen er fortsat en faktor, der understøtter et højere renteniveau. Rentekurven er fladet i løbet af 1. kvartal, hvilket vil sige de 2-årige renter er steget mere end de 10-årige renter. Det kommer efter en periode, hvor kurven har stejlet, hvor de længere renter er steget, mens de

kortere renter har været faldende. Forskellen mellem en tysk 10-årig og 2-årig rente er faldet til 37bp. De danske renter er ligeledes steget i 1. kvartal.

10-årige rente i Tyskland

Kilde: Macrobond

EUR Corporate Inv. Grade kreditpræmie

Kilde: Macrobond

For europæiske investment grade-obligationer, virksomhedsobligationer med høj kreditkvalitet, er merrenten i forhold til statsobligationer steget med 14bp til 92bp. Merrenten på investment grade-obligationer er faldet markant de seneste år, men den seneste geopolitiske uro har øget præmien. Niveauet er fortsat på et lavt niveau i en historisk kontekst.

For amerikanske højrenteobligationer er kreditpræmien, forskellen til statsobligationer, steget 43bp til 308bp. Der er to primære årsager til den højere kreditpræmie og ligesom med obligationer af høj kreditkvalitet, så har krigen i Iran spillet en væsentlig rolle. Samtidig er Private Credit universet, direkte udlån som ikke er fra bankerne, begyndt at ulme. Stigende konkursrater, samt udlån til software-virksomheder, der risikerer at blive disruptet af AI, har gjort markedet nervøst. Det har medført en højere kreditpræmie på højrenteobligationer. Niveauet for kreditspændet er fortsat lavt.

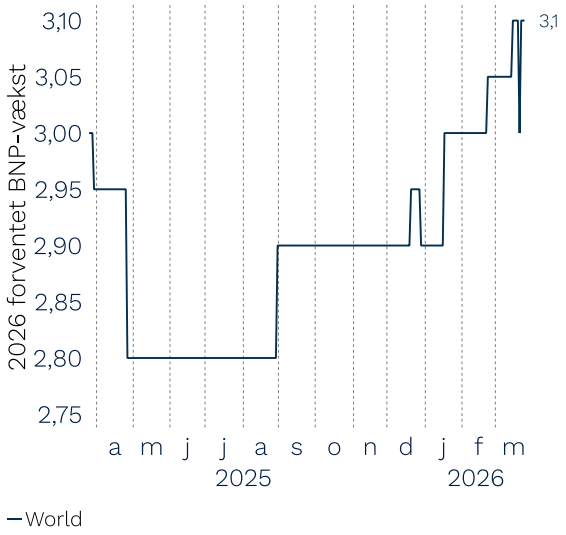
USD Corporate High Yield kreditpræmie

Kilde: Macrobond

Økonomiske highlights

Verdensøkonomien er fortsat i fremgang, men udsigterne er blevet mere usikre med krigen i Iran. Vækstestimaterne for 2026 ligger senest på 3,1%, hvilket er en anelse under niveauet for 2025. Den globale økonomi er udfordret af udbudschok på oliemarkedet. De højere energipriser slider på økonomien.

World BNP-forventninger 2026



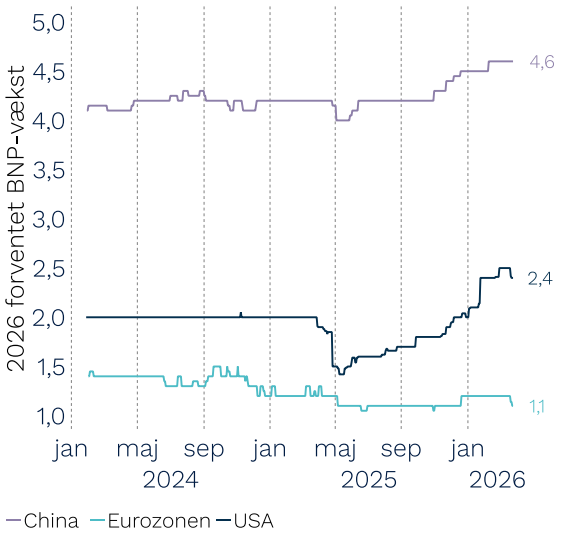
Kilde: Macrobond

I USA er vækstestimaterne for 2026 steget i 1. kvartal fra 2,0% til 2,4%. Da det så bedst ud var estimaterne oppe på 2,5%, men de højere oliepriser og hårdere prisning af FED har fået økonomerne til at nedjustere deres estimater. Oliepriserne er fortsat en usikkerhedsfaktor for væksten. Modsat er den ekspansive finanspolitik med Trumps store skattepakke fortsat en vækstfremmende faktor.

I Europa forventes væksten at være moderat i 2026. Økonomenerne forventer en vækst på 1,1%, hvilket er 0,1%-point lavere end ved årets start. Stigende olie- og gaspriser rammer den europæiske økonomi væsentlig hårdere end den amerikanske, da Europa er nettoimportør af energi. Særligt den europæiske industri blev hårdt ramt senest, da energipriserne var høje. Der er fortsat positive vinde der strømmer ind over Europa med fokus på strategisk autonomi. Finanspolitiske lempelser, særligt i Tyskland, begynder at slå igennem i løbet af året. Investeringer forventes at vokse markant, hvilket kan give et løft til produktiviteten. Den helt store effekt af investeringer forventes dog først at ramme i 2027. Fremstillingssektoren i Europa viser dog nu positive takter jf. signalet fra de seneste konjunkturbarometre.

I Kina er vækstestimatet blandt økonomerne i Bloomberg på 4,6%. Kina har senest ændret deres officielle vækstmål fra 5% til intervallet 4,5-5%, hvilket er det laveste mål siden 1991. Kinas økonomi fortsætter med at være todelt: den indenlandske efterspørgsel er svag, men eksporten og de teknologiske kræfter er i en positiv udvikling. Ejendomsmarkedet fortsætter med at være et problem med faldende boligpriser, det skal stabiliseres før der kan komme gang i den indenlandske efterspørgsel.

BNP-forventninger for 2026

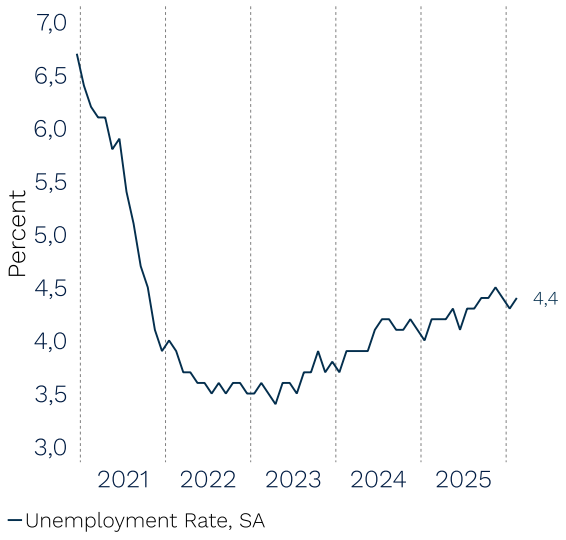


Kilde: Macrobond

Arbejdsmarkedet i USA viser fortsat svaghedstegn. Arbejdsløsheden er steget til

4,4%, hvilket stadig på overfladen er et relativt stærkt arbejdsmarked. Men beskæftigelsesvæksten har de seneste måneder været omkring nulpunktet, og dermed er beskæftigelsen ikke en driver for væksten som vi tidligere har set. Der er frygt for et svagere arbejdsmarked, særligt med automatiseringer og AI som kan erstatte jobs. Lige nu står arbejdsmarkedet dog i et vadested, hvor der i høj grad føres en "No Hire, No Fire" politik. Det er også hvad initial jobless claims viser, at arbejdsløse som søger understøttelse, ligger på et lavt niveau. Samtidig er jobefterspørgslen i form af jobåbningerne også moderat faldende.

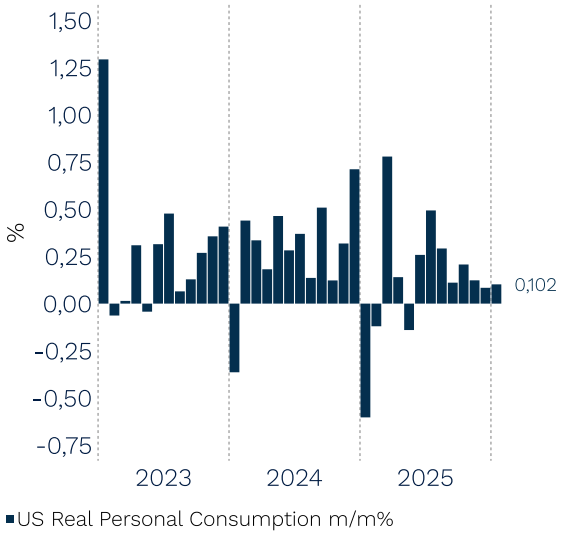
Arbejdsløshedsrate i USA



Kilde: Macrobond

Udviklingen i privatforbruget er essentiel for væksten i USA, eftersom det udgør omkring 68% af BNP. Forbrugertilliden har været lav, men det faktiske forbrug har holdt sig pænt. De seneste måneder har fremgangen i privatforbruget været mindre. Reallønsfremgangen er positiv, men højere benzinpriser kan potentielt udhule noget af købekraften, hvis krigen varer ved.

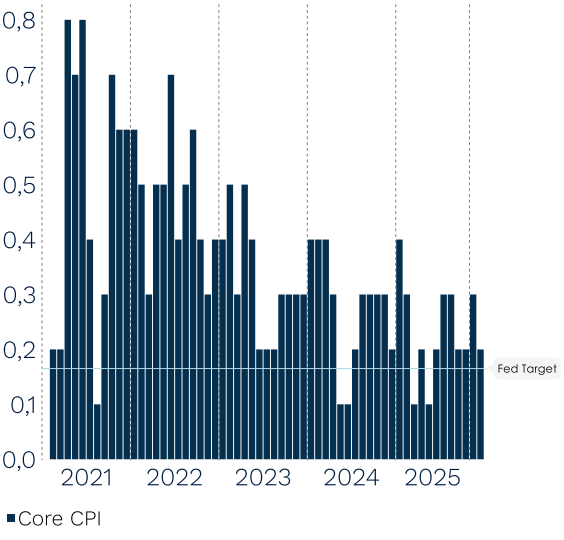
Privatforbrug i USA, m/m



Kilde: Macrobond

Kerneinflationen i USA er fortsat over FEDs målsætning. Kerneinflationen bevæger sig i den rigtige retning. De højere oliepriser har skabt usikkerhed med inflationen. Inflationen fra energipriser er engangs-prishop, som har begrænset påvirkning på det underliggende inflationspres. Derfor må vi også formode, at FED kan se igennem de stigende oliepriser, hvis krigen ikke er længerevarende og vi dermed kan undgå 2. runde effekter.

Kerneinflation i USA, m/m



Kilde: Macrobond

Udvikling på globale markeder ÅTD pr. 27. marts

Renter

	USA	Tyskland	UK	Japan
3-måneds Tbill	6 bp	2 bp	7 bp	20 bp
2-årige renter	54 bp	64 bp	85 bp	21 bp
10-årige renter	29 bp	27 bp	57 bp	32 bp

	EUR IG spænd	US HY spænd	EM stat spænd
Kreditspænd	14 bp	42 bp	16 bp

Aktier

	S&P 500	Stoxx 600	OMX CC	Topix
Udviklede markeder	-5.4%	-2.7%	-8.3%	7.1%
	Indien	Brasilien	Sydkorea	Kina
BRIK lande	-13.6%	13.4%	29.1%	-7.7%

Råvarer

Industrimetaller	WTI	Ædelmetaller	Landbrugsvarer
2.4%	64.5%	-6.9%	8.7%

Valuta

EURvsUSD	EURvsJPY	EURvsGBP	EURvsSEK	EURvsNOK	EURvsCHF
-1.9%	0.1%	-0.7%	-1.1%	-5.8%	-1.3%

Bloomberg, BankInvest

Forventninger

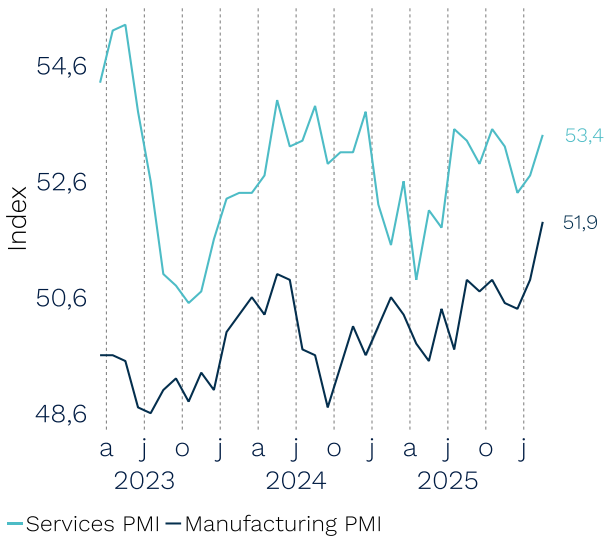
Verden fortsætter med at være præget af geopolitiske spændinger. Senest er det krigen i Iran, der fylder på radaren. Krigen har medført et markant udbudschok på oliemarkedet, efter Hormuzstrædet i praksis har været lukket. Trods begyndende indikationer om en potentiel våbenhvile, er usikkerheden fortsat stor. Der er ingen tvivl om, at de stigende olie- og gaspriser kan mærkes i økonomien. Spørgsmålet er, hvor længe krigen og implikationer i energimarkedet varer ved.

Vi hæfter os ved, at Trump er begyndt at række ud til Iran om en våbenhvile og er meget optaget af at få Hormuzstrædet åbent igen. Iran har indset, at de højere energipriser er måden de rammer Trump på. Det er vores base case, at det ikke bliver en langvarig konflikt. Vi erkender, at risikoen for et stagflationsscenarie er stigende med de højere energipriser som rammer væksten og øger inflationen.

Afgørende bliver det hvor længe konflikten strækker sig. Før krigen i Iran var der ellers pæn optimisme at spore, særligt med AI-revolutionen der kører. Massive investeringer i hele AI-industrien og infrastrukturen, er en markant vækstdriver. Samtidig ser vi også AI som et væsentligt produktivitetsboost, der vil drive væksten fremad. AI vil overtage nogen af de nuværende jobs på arbejdsmarkedet, men historisk har nye store teknologier skabt flere nye jobs.

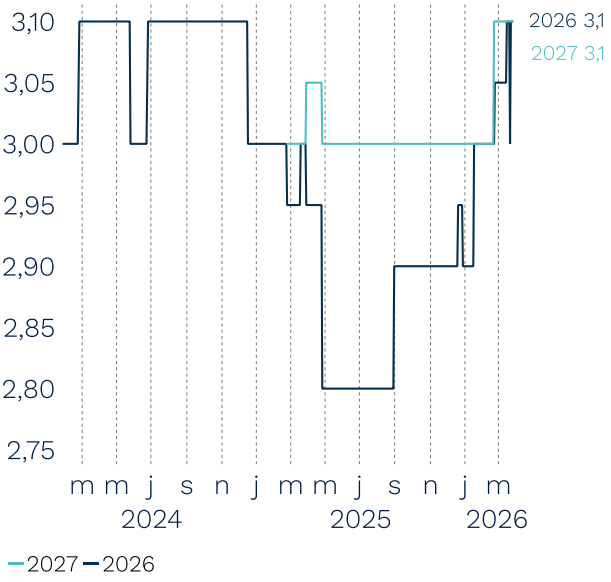
Analytikerne forventer, at den globale økonomi vokser med 3,1% i 2026. Det vurderer vi som et realistisk scenarie, men med en vis usikkerhed ift. varigheden af krigen i Iran. Vi er dog fortsat optimistiske på den globale økonomi og tror ikke de høje energipriser sætter en stopper for fremgangen i den globale økonomi. De globale PMIs viser positive takter fra både fremstillings- og servicesektoren. Vi forventer, at medvinden fra den ekspansive finanspolitik fortsat vil være en kraftig driver af væksten fremad. Investeringerne i forsvar og energi vokser hurtigere end tidligere. Fra centralbankerne får vi ikke den samme medvind, som man forventede ved årets indgang. Markedet priser nu både rentestigninger fra FED og ECB, men vi forventer ikke, at det bliver en markant modvind. Geopolitikken kan blive en hæmsko, og vi vurderer løbende risiciene herfra, men vores syn forbliver positivt.

Globale PMI's: Positive takter



Kilde: Macrobond

Forventet BNP-vækst globalt y/y%

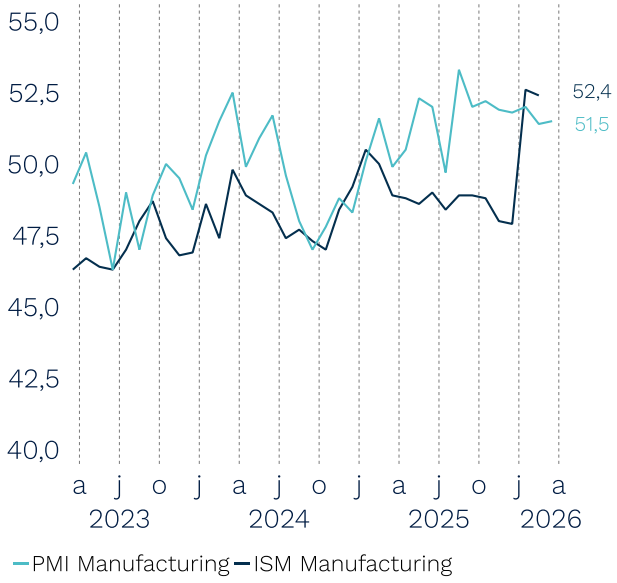


Kilde: Macrobond

Konjunkturbarometrene for den amerikanske økonomi viser en bedre stemning i fremstillingssektoren, der har haltet efter servicesektoren. Det lavere renteniveau sammenholdt med den gunstige erhvervspolitik

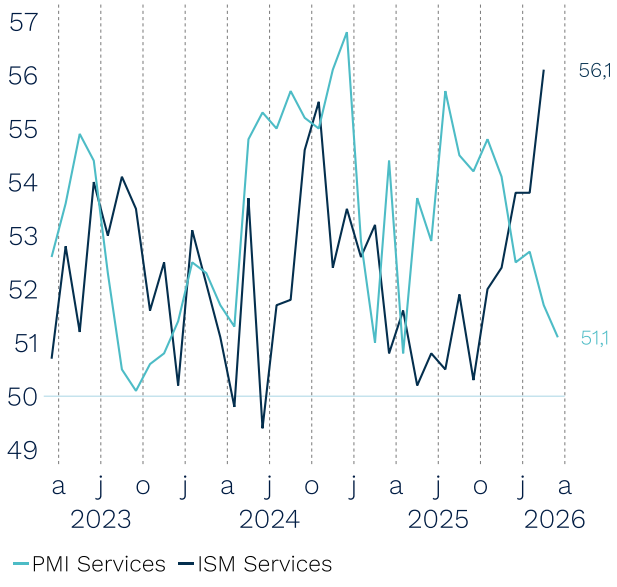
som bliver ført i USA, er med til at drive fremstillingssektoren frem. I servicesektoren er der stor divergens mellem ISM og PMI for services. Begge er enige om fremgang i servicesektoren, men hastigheden varierer mellem de to. Generelt tegner konjunkturbarometeret et stærkt billede af fremstilling- og servicesektoren, hvilket vi forventer kommer til at være tilfældet i resten af 2026.

Løft i fremstillingssektoren



Kilde: Macrobond

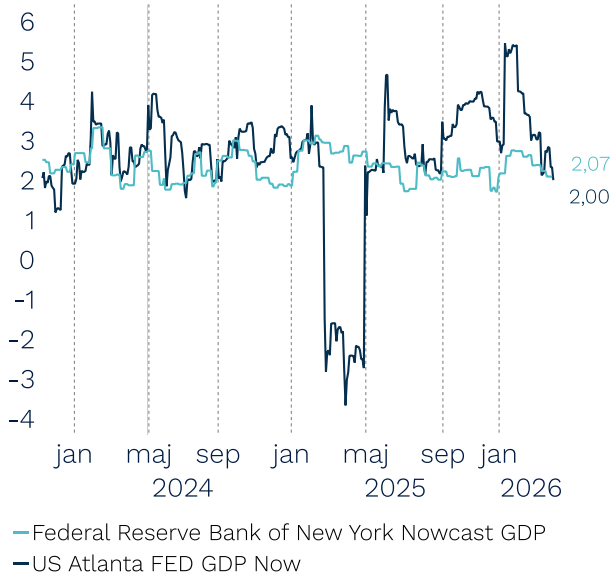
Fremgang i servicessektoren



Kilde: Macrobond

Seneste estimater fra Atlanta FED og New York FED tegner en solid vækst på omkring 2%. Vi vurderer fortsat vækstbilledet er konstruktivt. Den lavere beskæftigelsesvækst har været med til at trække estimaterne ned, hvor Atlanta FED ellers har ligget på omkring 3%.

Atlanta FED og NY FED Q1 BNP-estimater: Solid vækst

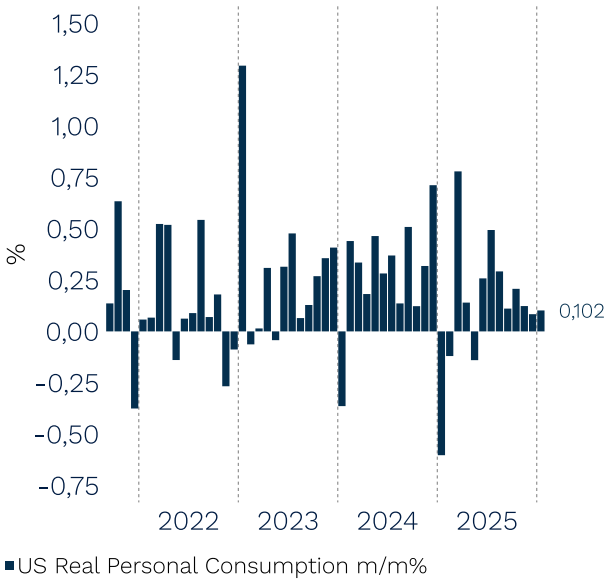


Kilde: Macrobond

Realvæksten i privatforbruget sker i et lavere tempo. Vi forventer, at realvæksten i privatforbruget kommer ud over 2% i 2026. De positive drivers vi ser, er reallønsfremgangen på 1-2% og skattelettelser fra Trumps One Big Beautiful Bill. Der er risiko for at de stigende oliepriser kan udhule reallønsvæksten, om end det ikke er vores base case. Væksten i privatforbruget får ikke samme bidrag fra arbejdsmarkedet som tidligere. Tidligere var der en pæn beskæftigelsesvækst, som var en væsentlig driver af privatforbruget. Dynamikken på arbejdsmarkedet gør, at vi ikke forventer beskæftigelsesvæksten bliver en væsentlig driver af privatforbruget i år.

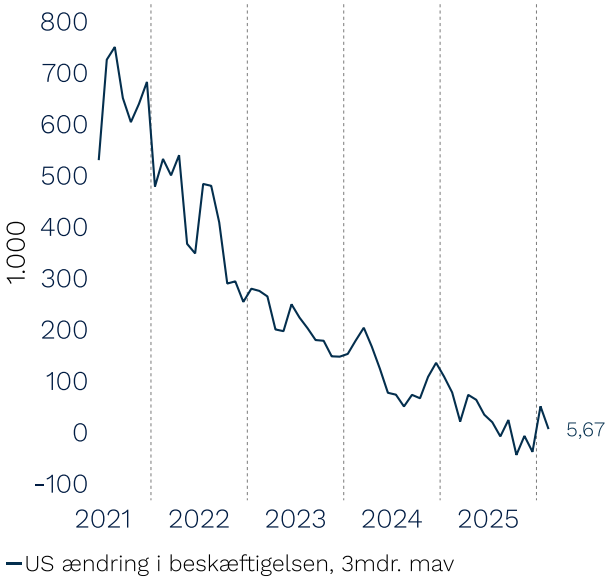
De seneste 3 måneder har der i gennemsnit været en beskæftigelsesvækst på 5.000 personer. Det er ret lavt også når vi kigger tilbage historisk, hvor beskæftigelsen har vokset støt. Det sætter igen spørgsmålstegn ved styrken af arbejdsmarkedet.

Realvæksten i privatforbruget i et lavere tempo



Kilde: Macrobond

Ingen beskæftigelsesvækst

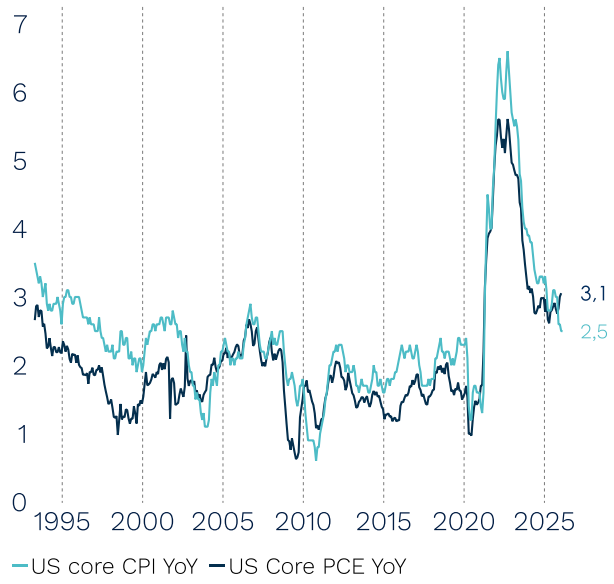


Kilde: Macrobond

Vi ser dog ikke et arbejdsmarked som er ved at falde fra hinanden. Initial jobless claims er på et lavt niveau og jobefterspørgslen er lav, så vi er i et regime med "No Hire, No Fire". Det tror vi kommer til at fortsætte igennem 2026, hvor vi vil se en begrænset beskæftigelsesvækst. AI er med til at gøre virksomhederne tilbageholdende med ansættelser for nu. Vi tror, at en stærkere produktivitetsvækst kan opveje det svagere arbejdsmarked.

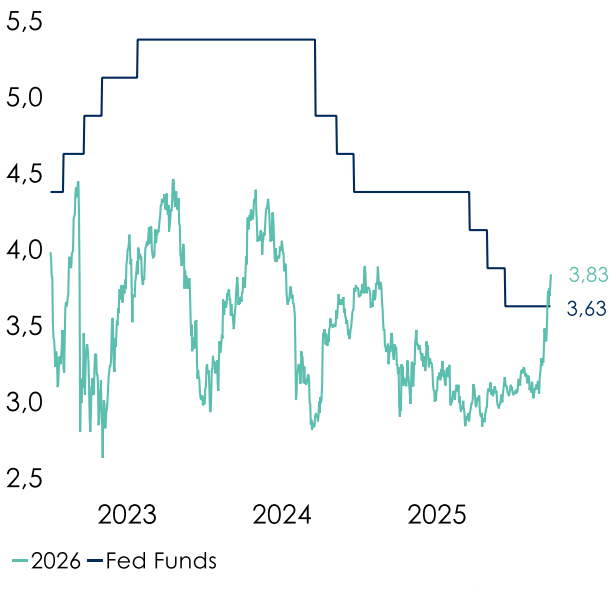
Kerneinflationen er fortsat for høj, men retningen er rigtig. Forhøjede energipriser kan sætte sig i inflationsforventninger. Vi forventer, at det primært vil ramme headline-inflationen. Der kan forekomme visse spillover-effekter til kerneinflationen, men dem forventer vi vil være forholdsvis begrænsede. Risikoen for større effekter er der dog, hvis forstyrrelserne af oliemarkedet bliver langvarige.

Kerneinflation bevæger sig nedad



Kilde: Macrobond

Forventninger til FED peger ikke længere nedad

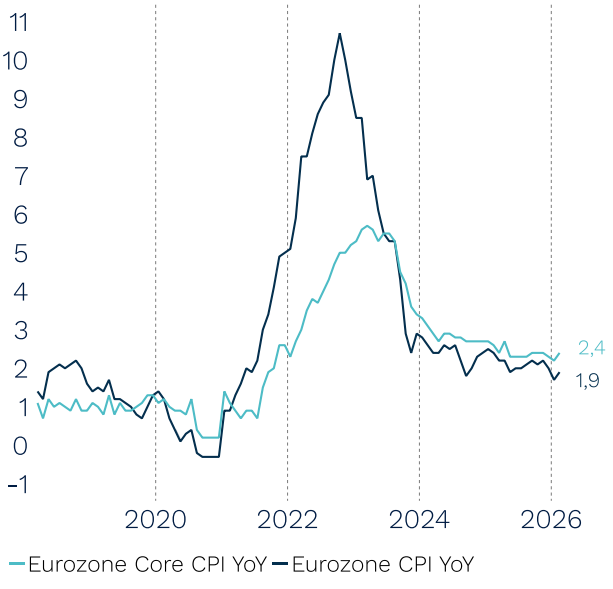


Kilde: Macrobond

Markedet ligger og balancerer mellem en 0 og 1 renteforhøjelser i år. Vi forventer ikke, at FED kommer til at sætte renten op. Det er et klassisk udbudschok, hvor effekten på kerneinflationen er begrænset. Om end vi godt kan se, at det betyder, at FED bliver mere afventende ift. potentielle rentenedsættelser.

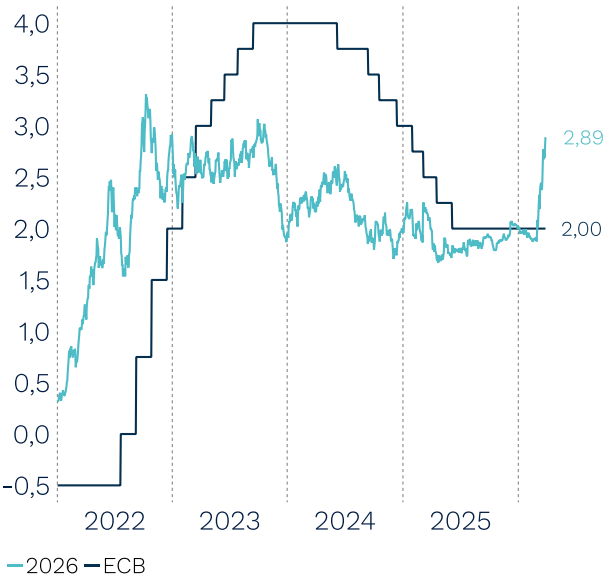
Kerneinflationen i eurozonen ligger senest på 2,4% y/y. Lønstigningstakten peger fortsat tydeligt nedad, og væksten er moderat. Stigende olie- og gaspriser kan løfte inflationen, men vi vurderer at effekten i første omgang er begrænset på kerneinflationen. Hvis krigen varer ved, så er der en risiko for 2. runde effekter, som sætter sig i det underliggende inflationspres. Markedet priser nu 3 renteforhøjelser ind for ECB i 2026, det vurderer vi er for mange. Vi mener, at det fortsat primært er et udbudschok i energimarkedet, og derfor er der ikke behov for markante stramninger. Reaktionsfunktionen fra ECB kan dog have ændret sig efter 2022, hvor flere mente, at ECB var for langsomme til at sætte renten op efter krigens start i Ukraine. Det afgørende bliver, hvor lang tid udfordringerne på energimarkedet fortsætter.

Eurozone kerneinflation y/y%



Kilde: Macrobond

Forventninger til ECB peger op

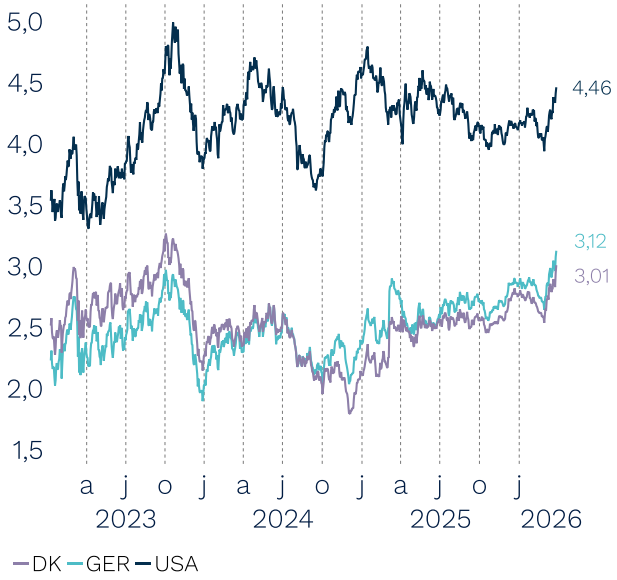


Kilde: Macrobond

Vi ser fair value for den 10-årige amerikanske rente mellem 4-5%. Den ligger i øjeblikket på 4,46% og er trukket op af krigen i Iran. Den amerikanske administration har udtrykt, at det er vigtigt at holde renteniveauet nede grundet deres store gæld. Det er medvirkende til, at vi ikke forventer stigende renter herfra. Vi forventer, at den amerikanske 10-årige ender året i intervallet 4-4,5%. Det stigende budgetunderskud er ofte et tema, men vi forventer ikke, at det bliver en driver for renteniveauet i 2026. Det er afgørende, at inflationsforventninger forholder sig stabilt.

For den tyske 10-årige rente vurderer vi, at fair value ligger mellem 2,5-3,5%. Den seneste uro i Mellemøsten har presset renten op i 3,13%, samtidig har kurven fladet i perioden. Vores forventning er, at vi ville holde os i den nedre del af intervallet 2,5-3,0%. Vi mener, at der skal mere gang i den europæiske vækstmotor, hvis vi for alvor skal op i den høje del af intervallet. På kort sigt kan der dog være en del turbulens ift. krigen i Iran.

10-årige statsrenter i US, GE, DK



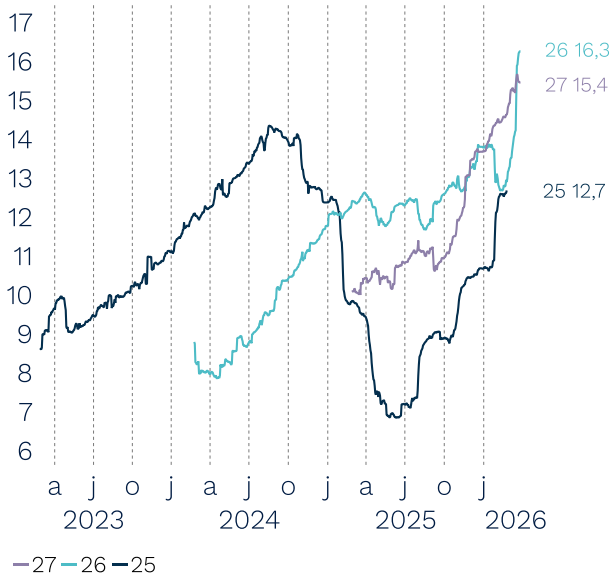
Kilde: Macrobond

Aktiemarkederne er senest blevet presset af krigen i Iran og de stigende energipriser. Tidligere på året var det Software-aktierne som var under et stort pres, og senest blev de igen presset efter en ny lancering fra Anthropic. Indtjeningsmotoren ser dog stærk ud. I 2026 forventes indtjeningen at vokse 16,3% for S&P 500. Det er ret markant og samtidig er forventningerne også positive ind i 2027 med 15,4%. Aktuelt handler det amerikanske aktiemarked til en 12-måneders forward P/E på 19,3. Prissætningen på Magnificent 7-aktier er også faldet markant, men handler fortsat dyrere end det brede marked med en forward P/E på 23,6. Investorerne har frygtet, at de store teknologigiganter overinvesterer i AI. Vi vurderer det som en nødvendighed for at sikre sin fremtidige position i markedet. Samtidig forbliver vi også positive på indtjeningsperspektiverne i markedet, særligt inden for teknologi-aktier.

Vi erkender dog, at værdiansættelserne fortsat er høje i en historisk kontekst, selvom de er kommet ned. Det, sammen med et positivt markedssentiment, har også gjort markedet mere sårbart over for korrektioner. Vi udelukker ikke, at vi kan se korrektioner fremadrettet, men vi mener stadig trenden peger opad for aktiemarkedet.

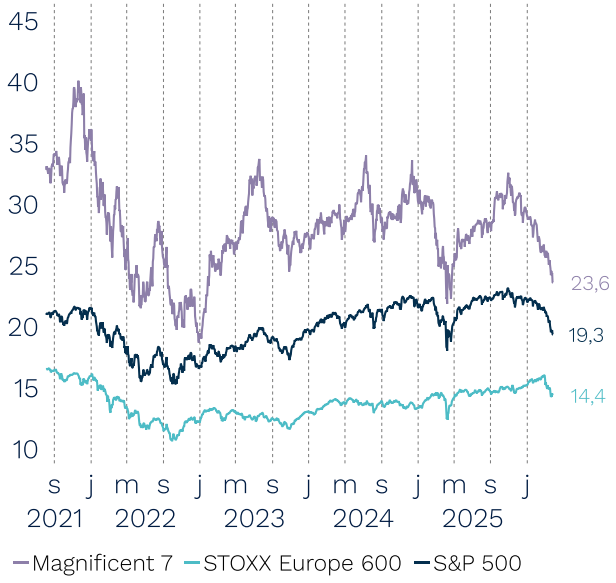
Europæiske aktier er udfordret af højere energipriser. De handler fortsat billigt ift. de amerikanske aktier med en forward P/E på 14,4. Vi tror, at finanspolitikken og de markante investeringer kan løfte de europæiske aktier. Overordnet set er vi fortsat positive på aktiemarkedet og forventer, at afkastet på verdensmarkedet vil lande i intervallet 5-10% i år.

S&P 500 EPS estimaterne stiger



Kilde: Macrobond

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



Kilde: Macrobond

BANKINVEST

Materialet er produceret af BankInvest-koncernen (BankInvest) og skal anses som markedsføringsmateriale.

Formålet med materialet er at give generel information om udviklingen i investeringsproduktet og skal ikke betragtes som en investeringsanbefaling. Eventuel omtale af selskaber og værdipapirer skal alene ses i forhold til investeringsproduktets portefølje- og risikoprofil. BankInvest tager forbehold 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.

Tallene i materialet er historiske og tidligere afkast og/eller kursudviklinger kan ikke anvendes som pålidelig indikator for fremtidige afkast og/eller kursudvikling. Investeringsbeslutninger bør ske på baggrund af prospekt, vedtægter og central information. Informationen findes på bankinvest.dk.