



Kvartalskommentar

Finansielle og økonomiske highlights i Q2

30. juni 2026

BANKINVEST

Finansielt overblik

Redaktionen afsluttet 30. juni

I 2. kvartal har der været en væsentlig forbedring i den geopolitiske situation. Der er blevet indgået en foreløbig fredsaftale mellem USA og Iran, som også inkluderer genåbningen af Hormuzstrædet. Olieprisen har været afgørende for finansmarkederne, og den er kommet ned omkring niveauet fra før krigen. Det har mindsket inflationsfrygten og taget toppen af den mere hawkish centralbankprisning. Det har været et særdeles positivt kvartal på finansmarkederne. Indtjeningsvæksten har været markant og har drevet markedet fremad. Det har betydet, at det globale aktiemarked har givet et afkast på 13,6% målt i danske kroner.

S&P 500 har for året givet et afkast på 12,3% målt i danske kroner, efter et svagt første kvartal. AI fortsætter med at være et dominerende tema på aktiemarkedet. IT-sektoren, og særligt chipindustrien, har været i hopla i 2. kvartal og har drevet det amerikanske aktiemarked fremad. En stærk amerikansk indtjeningsmotor kører for alvor, og konsensus forventer nu, at indtjeningen vokser med 24%. Magnificent 7 aktierne har som gruppe ikke kunnet følge med det brede marked. Der sættes spørgsmålstejn ved rentabiliteten af deres markante AI investeringer.

Den positive stemning ses også i Europa, hvor Stoxx 600 har givet et afkast på 10,5% i år. Presset fra energipriserne er faldet i takt med den positive udvikling i Iran krigen, hvilket de europæiske aktier har nydt godt af. Det er ligeledes de europæiske IT-aktier, som har ført an i 2. kvartal.

Danske aktier fortsætter med at være udfordrede relativt til verdensmarkedet. Danske aktier er oppe med 2,7% for året.

Den lave IT-andel i det danske aktiemarked har betydet, at det danske marked ikke er blevet drevet op af IT sektoren og AI, som for eksempel det amerikanske marked.

Emerging markets aktier stormer frem og er oppe med 26,1% for året. Appetitten på emerging markets aktier har været stor, men med til historien hører, at særligt tre aktier har drevet størstedelen af afkastet. Chipaktierne Taiwan Semiconductor, SK Hynix og Samsung har bidraget med over halvdelen af afkastet. Faldende oliepriser har også hjulpet emerging markets aktierne.

Aktiemarkeder: Totalafkast siden 31.12

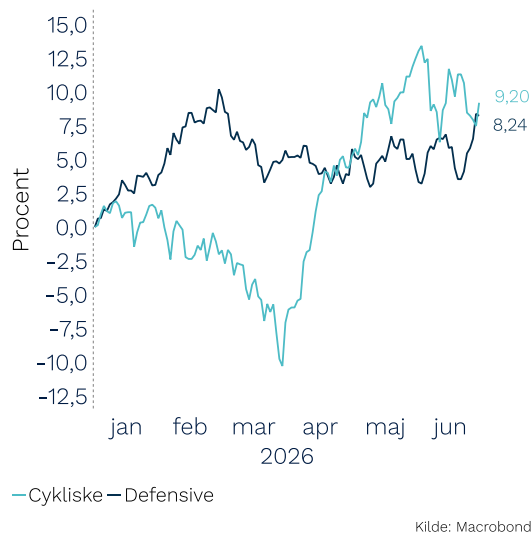


Kilde: Macrobond

I 1. kvartal var de defensive aktier klart overlegne de cykliske aktier. Det billede er blevet vendt på hovedet i 2. kvartal. De defensive aktier har bevæget sig sidelæns, mens de cykliske aktier har outperformat markant. Det betyder, at de cykliske aktier nu har givet et højere afkast for året end de defensive aktier. IT-sektoren har været en markant faktor, som har trukket de cykliske aktier op. Samtidig har udsigterne til fred og faldende oliepriser også løftet de cykliske dele af aktiemarkedet. Konjunkturbarmetrene tegner et billede af

en stærk fremstillingssektor, hvilket også har kunnet ses i industriaktierne.

Cykliske og defensive aktier i USA

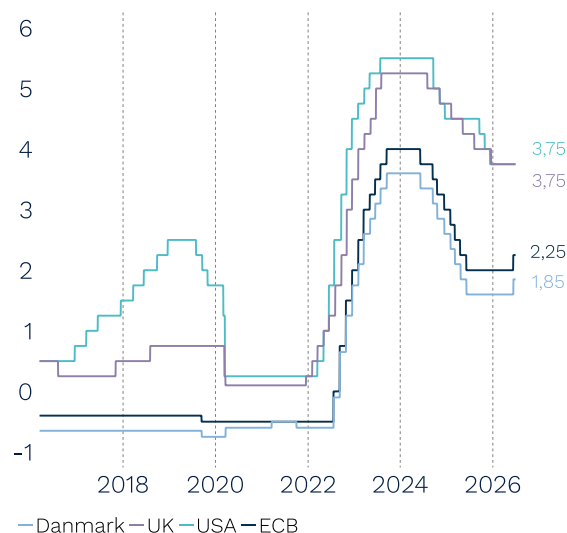


FED, den amerikanske centralbank, har fastholdt renten i intervallet 3,50% til 3,75% i 2. kvartal. Markedet havde tidligere prissat, at der skulle komme yderligere rentenedsættelser. Men det er blevet vendt rundt i 2. kvartal, hvor markedet nu forventer en renteforhøjelse i 2026. Det amerikanske arbejdsmarked var tidligere et bekymringspunkt, men har de seneste måneder vist pæn beskæftigelsesfremgang. Samtidig har højere oliepriser også skabt bekymring om fornyet inflation. Det seneste dot plot fra FED viste, at halvdelen af medlemmerne peger på en renteforhøjelse i 2026, mens den resterende halvdel mente, man enten skulle fastholde eller sænke renten.

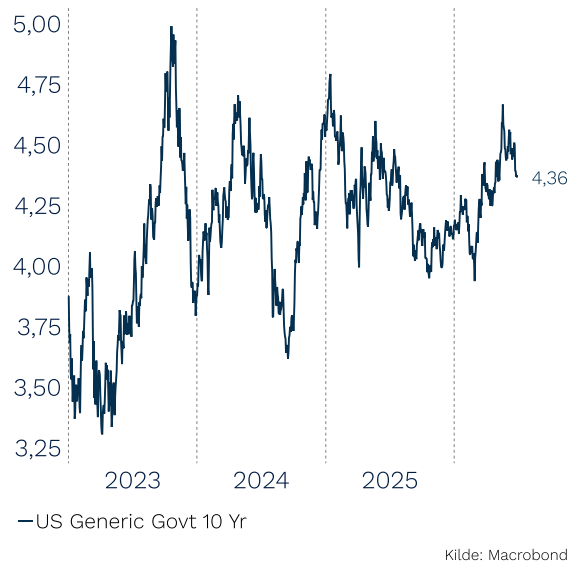
ECB, Den Europæiske Centralbank, har hævet renten en enkelt gang, og Danmarks Nationalbank har fulgt trop. Årsagen til renteforhøjelsen findes i Iran krigen, der sendte energipriserne op og skabte en frygt for højere inflation. En del af den frygt er mindsket, efter olieprisen er faldet tilbage og er nede på 73 dollar.

Den amerikanske 10-årige er faldet 9bp til 4,36% i løbet af 2. kvartal. Faldet i energipriserne har mindsket presset på renterne. Den forventede inflation over 10 år er faldet en anelse, hvilket også har presset renterne nedad.

Centralbankers renter



10-årige rente i USA



Den 10-årige tyske rente er faldet 28bp til 2,84%. Igen har olieprisen været en driver, som har presset renterne ned. Forventningerne har været, at en mere lempelig finanspolitik skulle få mere gang i

tysk økonomi, hvilket også ville løfte renteniveauet. Løftet af væksten er udeblevet, og det forventes, at tysk økonomi vokser med beskedne 0,6% i 2026. Tysk økonomi har igen vist sig at være følsom over for stigende energipriser.

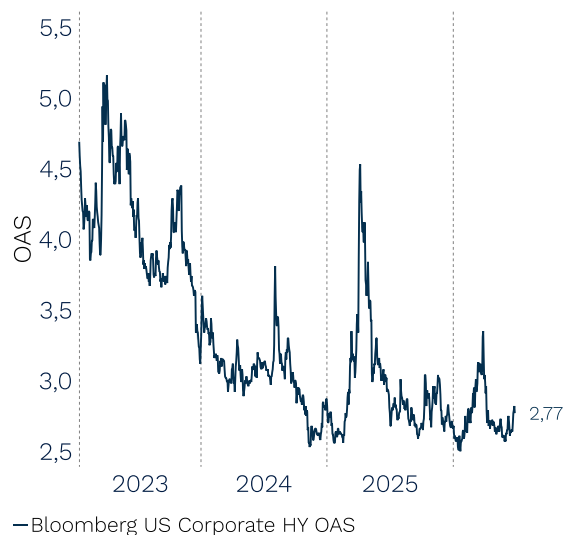
10-årige rente i Tyskland



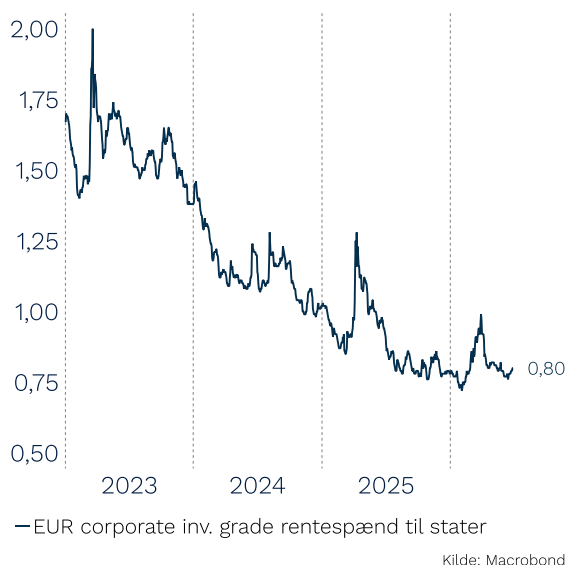
Tendensen har været, at merrenten på investment grade-obligationer er faldet de seneste år. Stigende statsgæld og mere lempelig finanspolitik har ført til en lavere præmie på kreditobligationer i forhold til statsobligationer. Derfor er niveauet også lavt i en historisk kontekst.

For amerikanske højrenteobligationer ser vi samme tendens med lavere kreditpræmie. Kreditpræmien er faldet 31bp til 277bp. Kreditkvaliteten vurderes fortsat at være fin, og konkursraten fastholdes på et lavt niveau. Private Credit, direkte udlån til virksomheder, ligger fortsat og ulmer. Stigende konkursrater samt udlån til softwarevirksomheder har skabt nervøsitet i markedet. Nervøsiteten ift. Private Credit risikoen har dog været aftagende og er ikke et dominerende tema på samme måde som i Q1.

USD Corporate High Yield kreditpræmie



EUR Corporate Inv. Grade kreditpræmie

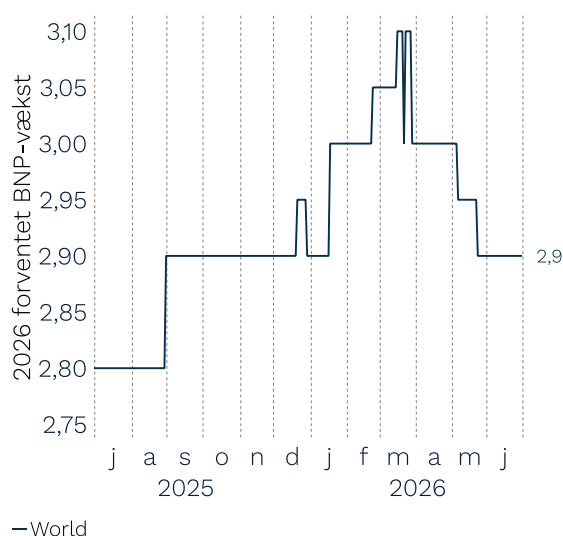


For europæiske investment grade-obligationer (virksomhedsobligationer med høj kreditkvalitet) er merrenten i forhold til statsobligationer faldet med 12bp til 80bp.

Økonomiske highlights

Verdensøkonomien vokser stadig i et pænt tempo. Krigen i Iran og de højere oliepriser har mindsket tempoet, så det nu forventes, at væksten lander på 2,9% i 2026. Det er en anelse lavere end de 3,1%, der blev forventet inden krigen startede.

World BNP-forventninger 2026



Kilde: Macrobond

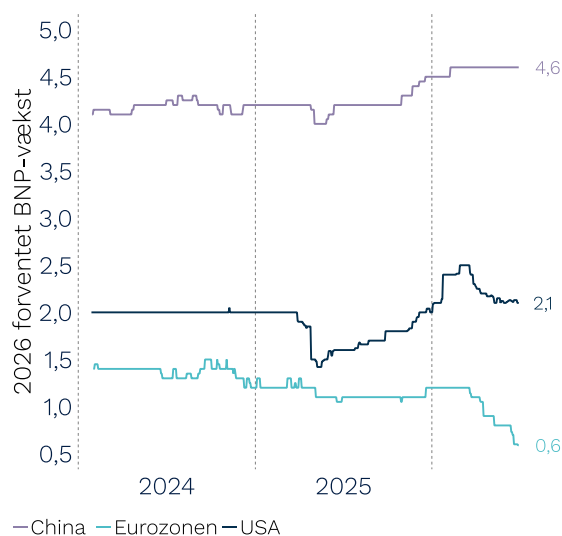
I USA er vækstestimerne for 2026 faldet i 2. kvartal. Det forventes nu, at væksten bliver 2,1% i stedet for 2,4%. Krigen i Iran har været længere end mange havde ventet, hvilket har slidt på økonomien med højere energipriser. Samtidig har reprisningen af FED, med udsigten til strammere pengepolitik, også fået økonomerne til at nedjustere deres estimer. Den amerikanske økonomi bliver dog fortsat drevet frem af en stærk produktivitetsvækst og innovation. Samtidig fortsætter den markante ekspansive finanspolitik med Trumps store skattepakke, som også er vækstfremmende.

I Europa tikker vækstestimerne fortsat ned. Konsensus blandt økonomer er en vækst på 0,6% i år. Derfor er der ikke for alvor gang i den europæiske vækstmotor. Stigende olie- og gaspriser rammer den

europæiske økonomi væsentligt hårdere end den amerikanske. Tidligere har industrien været særligt hårdt ramt af højere energipriser, men i konjunkturbarometrene begynder der at være mere optimisme at spore. En strammere pengepolitik har også været negativ for væksten. Der er dog også positive elementer i form af det europæiske fokus på 'strategisk autonomi'. Markante investeringer og finanspolitiske lempelser skal være med til at trække væksten op. Effekten herfra virker dog til at have været begrænset indtil videre i 2026. Størstedelen af effekten forventes først at ramme i 2027, hvilket kan give Europa et løft.

I Kina er vækstestimatet blandt økonomerne i Bloomberg på 4,6%. Kina kæmper fortsat med en todelt økonomi. Den indenlandske efterspørgsel er svag, mens industriproduktionen og eksporten klarer det godt. Ejendomsmarkedet er stadig en udfordring med faldende boligpriser. Den onde spiral skal vendes, hvilket kan styrke den indenlandske efterspørgsel. Der begynder at være tegn på, at en stabilisering af ejendomsmarkedet kan finde sted i 2027.,

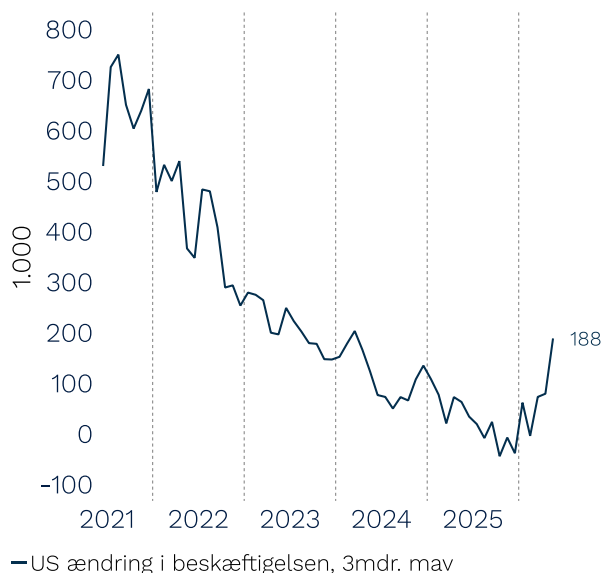
BNP-forventninger for 2026



Kilde: Macrobond

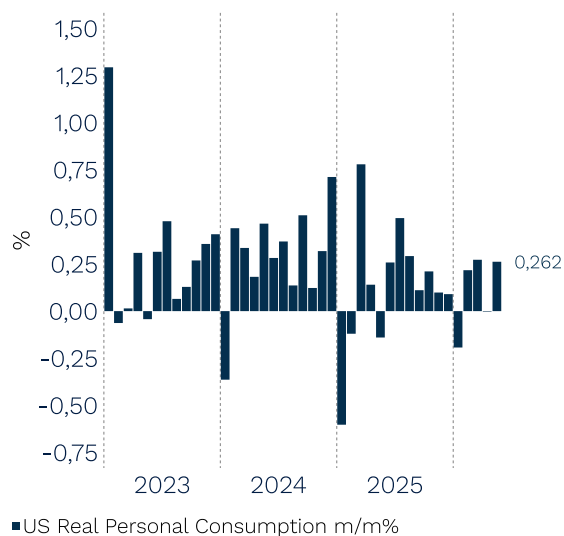
Arbejdsmarkedet i USA har været et bekymringspunkt i forhold til, hvordan AI disruption ville påvirke det. De seneste måneder har beskæftigelsesvæksten været markant stærkere end ventet med 188.000 nye job i gennemsnit, hvilket har skabt fornyet optimisme om styrken af arbejdsmarkedet. Arbejdsløsheden ligger på et lavt niveau på 4,3%. Jobefterspørgslen var frygtet at skulle falde på grund af automatisering og AI, men senest er der sket en stigning i antallet af jobåbninger. Samtidig er antallet af arbejdsløse, som søger om understøttelse, på et lavt niveau.

Igen er der beskæftigelsesvækst



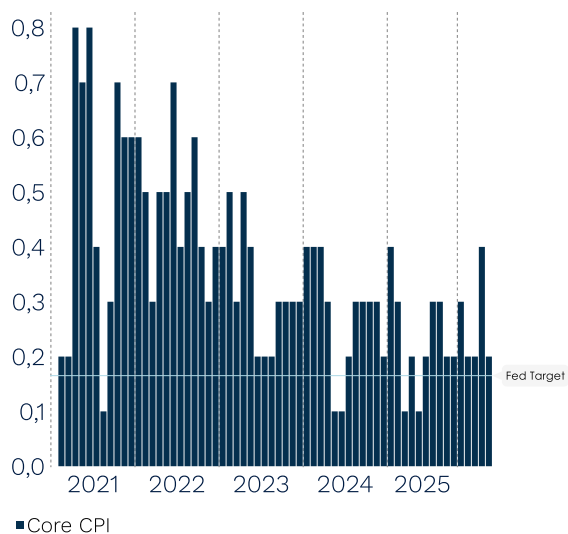
Udviklingen i privatforbruget er essentiel for væksten i USA, eftersom det udgør omkring 68% af BNP. Det faktiske forbrug har holdt sig pænt. Det er til trods for, at der har været modvind fra flere kanter. Højere oliepriser har været med til at udhule reallønsfremgangen og købekraften. Samtidig fortsætter forbrugertilliden med at være på et meget deprimeret niveau. Det skal dog siges, at tallene afspejler et polariseret USA, hvor demokratiske vælgere har markant lavere forbrugertillid end de republikanske vælgere.

Privatforbrug i USA, m/m



Kerneinflationen i USA er fortsat over FEDs målsætning, og stigningstakten er for høj. De højere oliepriser har skabt usikkerhed om inflationen, men effekten fra energipriserne på det underliggende inflationspres er begrænset. En stor del af inflationen har også senest været drevet af vareinflation efter Trumps told, som var en engangsstigning og derfor heller ikke et fortsættende inflationspres, men transitorisk.

Kerneinflation i USA, m/m



Udvikling på globale markeder ÅTD pr. 30. juni

Renter

	USA	Tyskland	UK	Japan
3-månedes Tbill	16 bp	20 bp	-1 bp	32 bp
2-årige renter	63 bp	39 bp	38 bp	19 bp
10-årige renter	20 bp	-1 bp	23 bp	62 bp

	EUR IG spænd	US HY spænd	EM stat spænd
Kreditspænd	2 bp	11 bp	-9 bp

Aktier

	S&P 500	Stoxx 600	OMX CC	Topix
Udviklede markeder	8,7%	8,0%	0,4%	17,2%
	Indien	Brasilien	Sydkorea	Kina
BRIC lande	-10,2%	7,5%	101,1%	-15,3%

Råvarer

	Industrimetaller	WTI	Ædelmetaller	Landbrugsvare
	6,5%	23,2%	-18,9%	2,3%

Valuta

EURvsUSD	EURvsJPY	EURvsGBP	EURvsSEK	EURvsNOK	EURvsCHF
-3,0%	0,5%	-1,2%	-2,9%	-4,6%	-0,9%

Bloomberg, BankInvest

Forventninger

Krigen i Iran har haft presset markederne, men for finansmarkederne tegner det til at krigen er ovre.olieprisen er faldet tilbage og trafikken begynder igen at flyde igennem Hormuzstrædet. Trods angreb har fundet sted efter fredsaftalen, så tegner der sig et billede af, at både USA og Iran er interesseret i fred, og vi vurderer, at hurdlen for større militære eskalationer er høj.

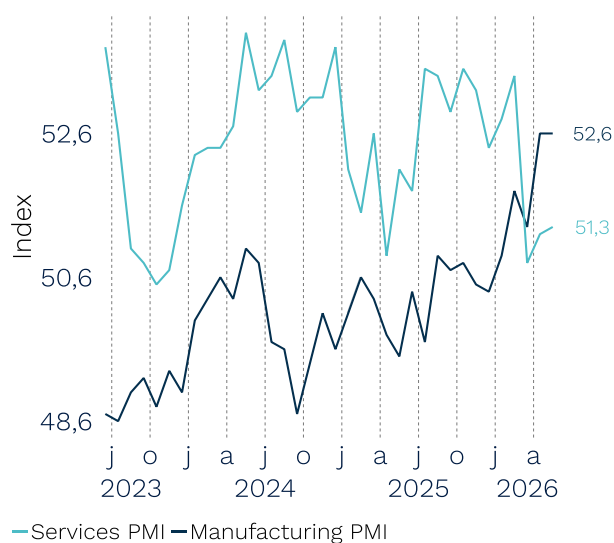
AI er det altoverskyggende tema på aktiemarkedet. Indtjeningsforventningerne stiger markant, og investeringerne i AI-infrastruktur er massive. De store udbydere af cloud-computing, Amazon, Alphabet, Microsoft og Meta konkurrerer hårdt om at sikre deres position i den fremtidige AI-drevne økonomi. At et selskab som Alphabet har fundet det nødvendigt at udstede nye aktier for at finansiere sine investeringer, siger noget om størrelsen i dette investeringsboom.

Vi tror på, at AI vil løfte produktiviteten og blive en væsentlig vækstdriver fremover. En af de frygtede bivirkninger ved AI-bølgen har været udsigten til markant stigende arbejdsløshed. Det er imidlertid ikke, hvad vi ser på arbejdsmarkedet lige nu. Beskæftigelsesvæksten har været solid de seneste tre måneder, og efterspørgslen efter arbejdskraft er steget. Vores vurdering er, at der vil ske en transformation, hvor klassiske jobfunktioner gradvist erstattes af nye jobs skabt af den AI-drevne økonomi. På trods af de seneste måneders stærke jobtal forventer vi stadig, at jobvæksten vil være moderat i 2026.

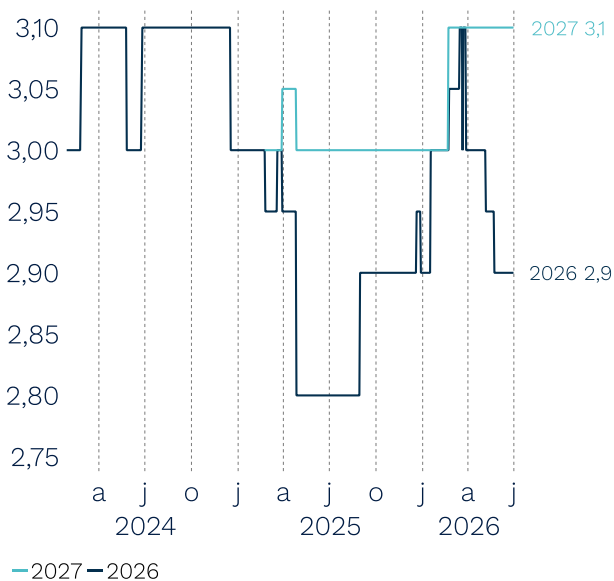
Vi forbliver konstruktive på verdensøkonomien. Økonomerne forventer, at den globale økonomi vokser med 2,9% i 2026. Det værste af modvinden fra energipriserne er væk, omend den ikke er forsvundet helt. En potentiel ny udfordring er udsigten til renteforhøjelser fra centralbankerne, men vi forventer ikke, at vi bevæger os ind i en større rentestigningscyklus. Vores forventning er, at FED fastholder renten i år, mens ECB leverer en til to renteforhøjelser. Den lempelige finanspolitik i USA, Europa, Kina og Japan udgør et solidt rygstød til den globale

økonomi, og investeringsboomet inden for AI, energi og forsvar bidrager yderligere til væksten. Det kommer også til udtryk i PMIs for fremstillingssektoren, der begynder at rykke på sig. Det er alt sammen med til, at vi forholder os overordnet set positivt til både makroøkonomien og markederne. Vi erkender dog, at geopolitikken og pengepolitikken kan blive en hæmsko, men ikke vores forventning.

Globale PMI's: Positive takter



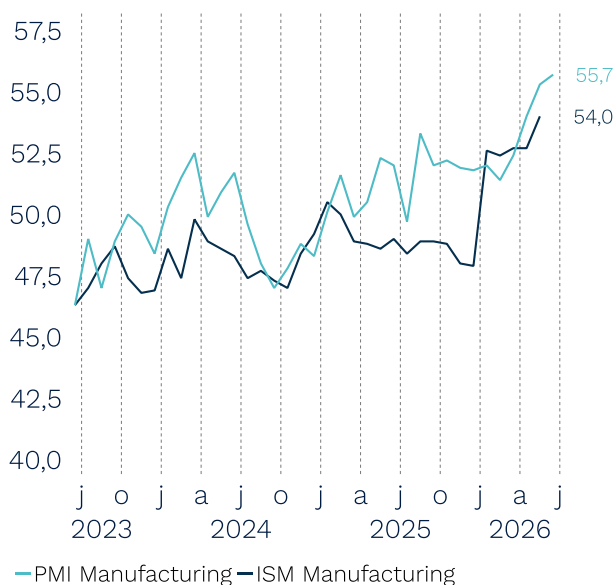
Forventet BNP-vækst globalt y/y%



Konjunkturbarometrene for servicesektoren viser fortsat fremgang. Virksomhederne melder

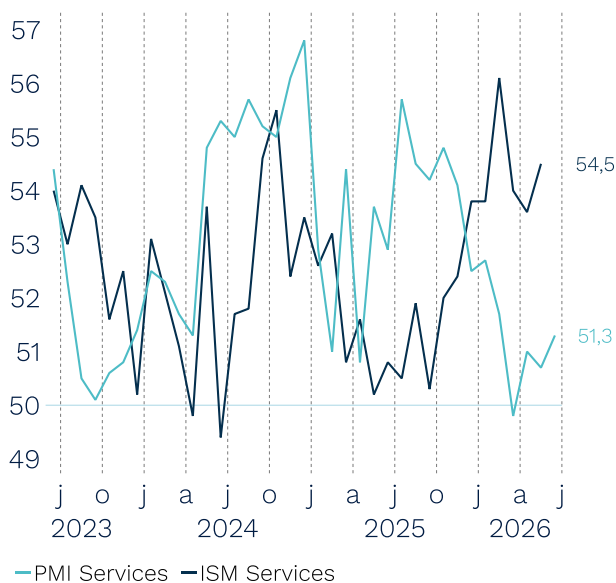
om solid aktivitet, men vedvarende prispres og en svag beskæftigelsesudvikling. I fremstillingssektoren accelererer væksten, på trods af at virksomhederne melder om højere energipriser og forstyrrelser i forsyningskæderne. Vi forventer, at den positive stemning fortsætter i både service- og fremstillingssektoren, og særligt industrien ser vi potentiale i. Faldet i energipriser give yderligere medvind.

Løft i fremstillingssektoren



Kilde: Macrobond

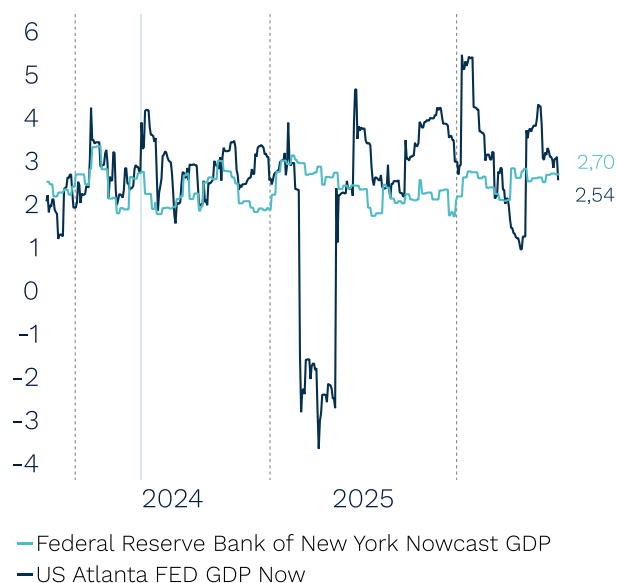
Fremgang i servicesektoren



Kilde: Macrobond

Atlanta Feds GDPNow peger på en vækst på 2,5% i Q2 2026, mens New York Fed estimerer 2,7%. Seneste forbrugs- og investeringstal har trukket Atlanta Feds estimat ned, men niveauet er fortsat solidt. Særligt private investeringer estimeres til at vokse med 8,5%.

Atlanta FED og NY FED Q2 BNP-estimer: Solid vækst



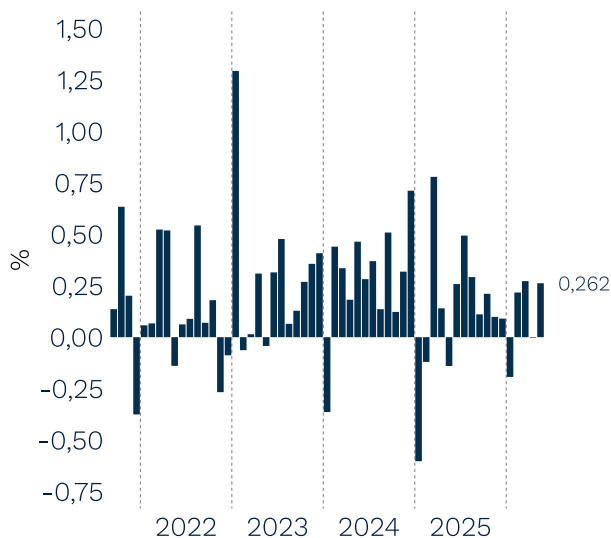
Kilde: Macrobond

Privatforbruget fortsætter med at vokse, senest med 0,1% reelt m/m. Benzinpriserne er fortsat en modvind, og der er stadig en påfaldende divergens mellem det faktiske forbrug og forbrugertilliden, der tegner et væsentligt mere dystert billede. Vi forventer, at realvæksten i privatforbruget lander omkring 2%, drevet af skattelettelser og en beskedent reallønsfremgang på 0,5-1,0%.

Stemningen på arbejdsmarkedet er samtidig bedre end mange økonomer havde frygtet. Bekymringerne om en markant AI-disruption af arbejdsmarkedet er fortsat ikke synlige i tallene. Nonfarm payrolls er de seneste tre måneder steget i gennemsnit med 188.000 om måneden, jobless claims holder sig på et lavt niveau, og jobåbningerne stiger igen. Det er bemærkelsesværdigt, da efterspørgslen efter arbejdskraft ellers har været faldende de seneste år. Den seneste udvikling på arbejdsmarkedet er stærkere end ventet. Vores forventning har været beskedent

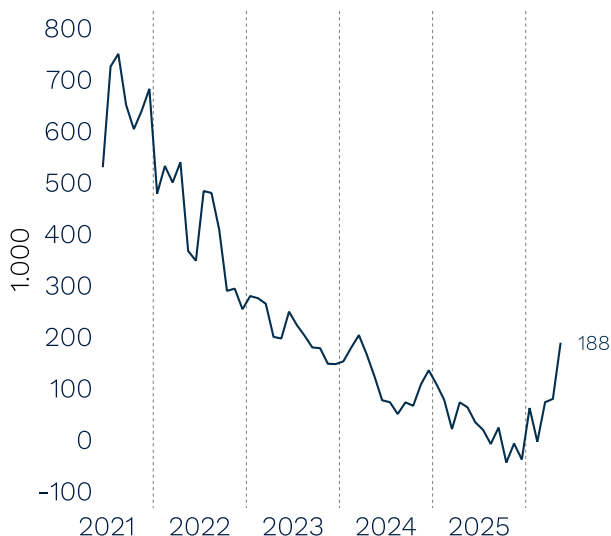
beskæftigelsesvækst i 2026, og det holder vi fast i. Vi tror fortsat på, at arbejdsmarkedet er i en transformationsfase, hvor virksomhederne holder igen med både ansættelser og afskedigelser, indtil billedet omkring AI-transformationen bliver klarere. Vi forventer positiv beskæftigelsesvækst, men ikke et egentligt boom. Den primære vækstdriver vil efter vores vurdering være produktiviteten snarere end beskæftigelsen.

Realvæksten i privatforbruget i et lavere tempo



Kilde: Macrobond

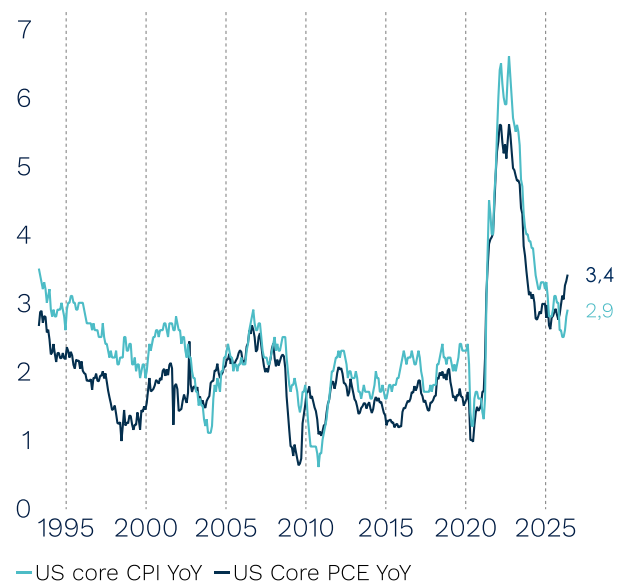
Igen er der beskæftigelsesvækst



Kilde: Macrobond

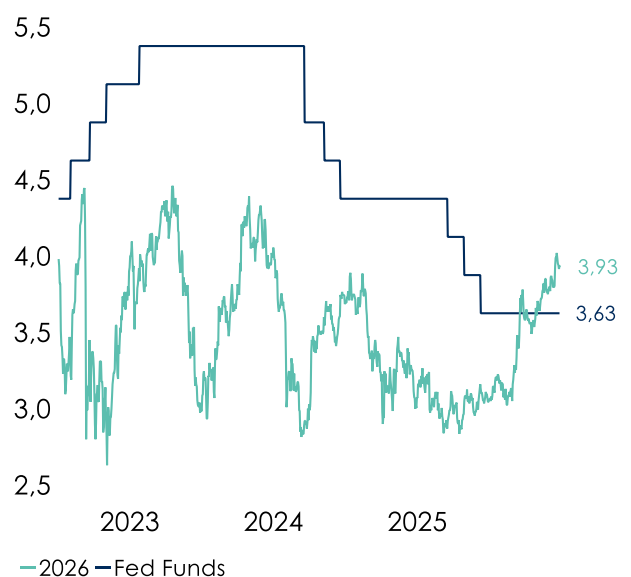
Core CPI har i gennemsnit ligget på 0,26% m/m de seneste tre måneder, og kom senest ud på 0,2% m/m. Stigningstakten er stadig for høj, men de 0,2% var opmuntrende sammenlignet med de 0,4% fra måneden før. Markedet er i højere grad begyndt at frygte et 'reflation-scenarie' efter den seneste styrke fra arbejdsmarkedet.

Kerneinflation er blusset op



Kilde: Macrobond

Forventninger til FED peger opad



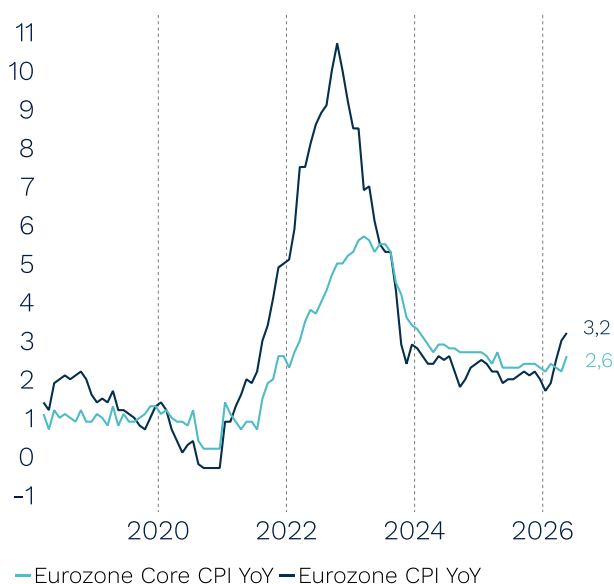
Kilde: Macrobond

Det stærkere arbejdsmarked presser FED, da inflation er for høj. Vores forventning er vi ser

en moderat beskæftigelses udvikling og ikke et opadgående inflationspres. Derfor er vores base case, at FED fastholder renten i år. Markedet forventer en enkelt renteforhøjelse fra FED i 2026.

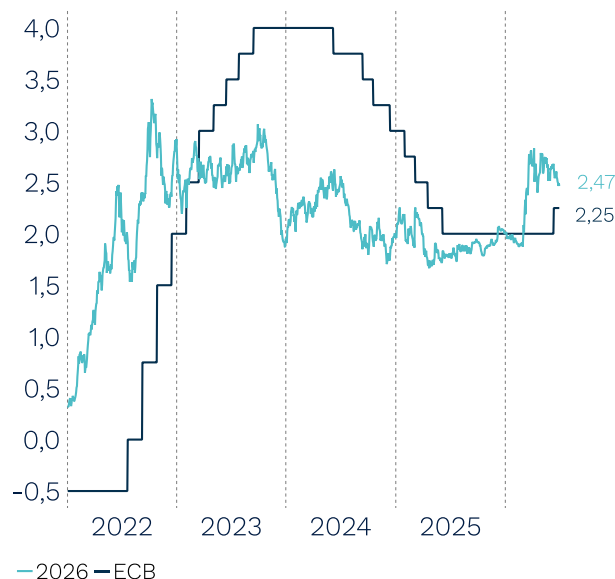
I Europa er inflationen steget til 3,2% for headline og 2,6% for kerneinflationen. Energipriserne har løftet headline-inflationen, mens effekten på kernen har været begrænset. Det lægger et pres på ECB, der nu befinder sig væsentligt over sin målsætning. Markedet priser 1-2 yderligere renteforhøjelser i løbet af 2026 end den renteforhøjelse vi fik i går. Det vurderer vi er for aggressivt. Vi ser det som et klassisk udbudschok på energimarkedet, som vi betragter som midlertidigt. Det underliggende inflationspres er ikke for stort. Væksten er beskeden, og lønstigningstakten er aftagende, hvilket er det vigtigste element for den underliggende inflation. Vores base case er 1-2 renteforhøjelser samlet fra ECB i år. Vi er dog opmærksomme på, at ECB kan have ændret reaktionsmønster efter 2022, hvor en tidligere stramning af pengepolitikken kunne have dæmpet inflationen.

Eurozone kerneinflation y/y%



Kilde: Macrobond

Forventninger til ECB peger op



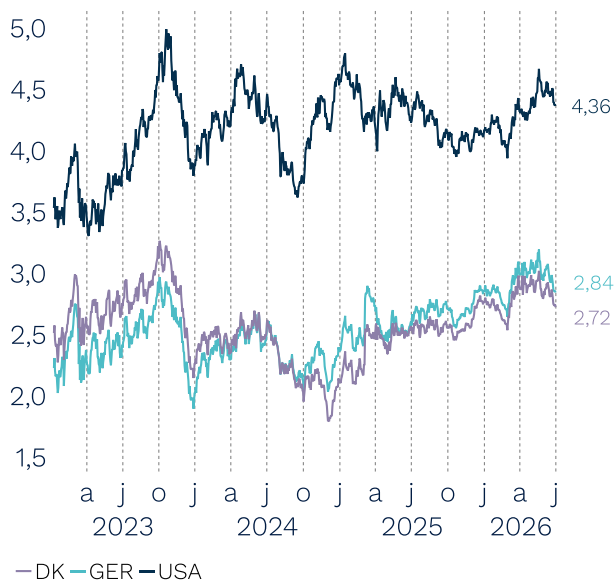
Kilde: Macrobond

Den 10-årige amerikanske statsrente ligger på 4,36%, påvirket af et stærkere arbejdsmarked og pres på inflationen fra stigende energipriser. Vi hæfter os ved, at den langsigtede inflationsforventning ligger stabilt omkring 2,3%, hvilket er afgørende for renteutviklingen. Udviklingen har også skubbet til markedsprisen af FED, men vi vurderer fortsat, at hurdlen for renteforhøjelser er høj. Vi forventer, at den 10-årige amerikanske rente ender året i intervallet 4,0-4,5%.

Den lempelige finanspolitik og statsgældens størrelse relativt til BNP er vi fortsat opmærksomme på. Vi mener, det medvirker til at indsnævre spændet mellem stats- og kreditobligationer, og vi holder øje med, om det udvikler sig til et tema i de kommende år, der kan presse markederne.

De europæiske renter har bevæget sig sidelæns den seneste måned, men befinder sig fortsat på højere niveauer end årets start. Den tyske 10-årige rente ligger på 2,84% og den danske på 2,72%. Olieprisen er fortsat den styrende faktor på kort sigt, indtil en fredsaftale er på plads. Vores fair value for den 10-årige tyske statsobligation ligger i intervallet 2,75-3,25%.

10-årige statsrenter i US, GE, DK



Kilde: Macrobond

Den forventede indtjeningsvækst for S&P 500 i 2026 er på 24,0%, drevet særligt af AI-temaet. Forventningerne til Semiconductors indtjening er steget markant, og sektoren er en af dem, der lige nu nyder mest godt af AI-udrulningen, understøttet af de store teknologivirksomheders massive investeringer i infrastruktur.

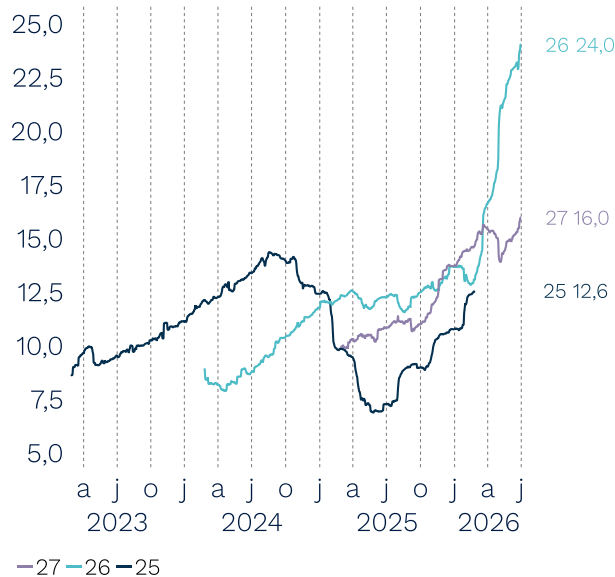
I en historisk kontekst handler det amerikanske aktiemarked på en høj 12-måneders forward P/E på 20,1, men de høje vækstrater i indtjeningen er med til at retfærdiggøre værdiansættelserne. Vi forholder os fortsat konstruktivt til AI og ser det som en markant driver af indtjeningen fremadrettet, med potentiale til at brede sig til flere sektorer uden for IT.

I emerging markets er der ligeledes en kraftig indtjeningsvækst, og i Europa er billedet det samme. For Stoxx 600 forventes indtjeningen at vokse med 13,6% i 2026, hvilket er markant efter næsten ingen vækst i 2025. Europæiske og emerging markets-aktier handler væsentligt billigere end amerikanske, men den amerikanske indtjeningsmotor har klart været den stærkeste, og IT udgør en større andel af indekset og handles på højere multipler.

Analytikerne har de senere år haft tendens til at være for optimistiske med de europæiske

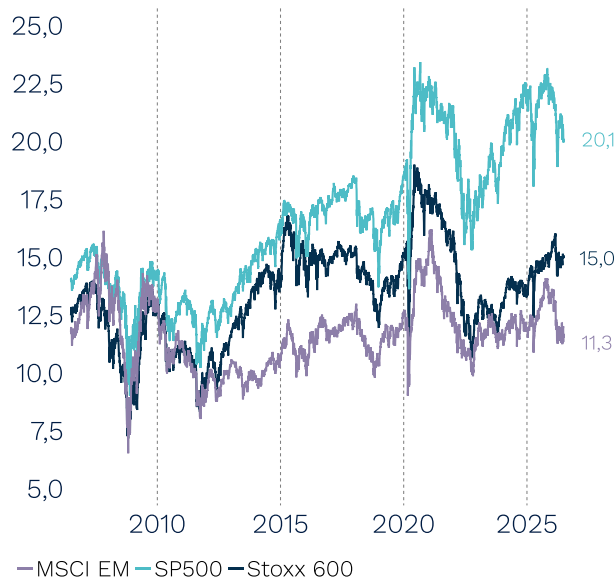
virksomheders indtjeningsevne. Vi ser også en vis tvivl om, hvorvidt indtjeningsvæksten når op på 13,6%, men er overbeviste om, at selv et lavere niveau kan give et flot afkast på europæiske aktier. Vi ser fortsat positivt på aktiemarkedet og forventer, at verdensmarkedet leverer et afkast i intervallet 10-15% i 2026.

S&P 500 EPS estimerne stiger



Kilde: Macrobond

12m forward Price Earnings Ratio



Kilde: Macrobond

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.