

Juli 2025

2. KVARTAL 2025:

Handelskrig, hvilken handelskrig? Første halvår af 2025 går på hæld på en positiv note. Det amerikanske aktiemarked satte i juni måned ny rekord og amerikanske statsobligationer fik fornyet medvind og har klaret det betydeligt bedre end de fleste andre toneangivende obligationsmarkeder rundt omkring i verden. Med andre ord, trods en historisk eskalering af international handelspolitik krydret med direkte konfrontation mellem Israel, USA & Iran, nærmer halvårsafkastene for de toneangivende amerikanske aktivmarkeder sig helt normale niveauer.

De makroøkonomiske udsigter

Der har været flere forskellige faktorer på spil bag svækkelsen af den amerikanske dollar. Under de værste dage af handelskrigen blev der utvivlsomt sat spørgsmålstegn ved tilliden til USA's grundlæggende institutioner. Dertil kom fokus på den tvivlsomme finanspolitik og det store internationale handelsunderskud. Men handelskrigen sænkede også vækstudsigterne og øgede recessionsrisikoen, hvilket sendte specielt de korte amerikanske renter ned. Samtidigt forcerede begivenhederne i USA et ryk i Europa, herunder især i Tyskland. Den forestående, historiske lempelse af tysk finanspolitik ændrede vækstudsigterne og gældsdynamikken betydeligt. Dette relative skifte giver sig mest udtryk i den betydelige indsnævring af renteforskellen mellem USA & euroområdet, hvilket i vores optik har været en afgørende drivkraft bag svækkelsen af den amerikanske dollar i 2025.

På vækstfronten forventer vi en periode med relativt lav vækst her hen over sommeren, hvilket betyder, arbejdsløsheden stiger en smule. Og selvom inflationen stiger i de kommende måneder drevet af højere importtold, har de seneste inflationsdata tydeligt understreget, at den underliggende inflation i USA er under kontrol. Dermed er det kun et spørgsmål om tid før den amerikanske centralbank, Federal Reserve, sætter renten ned. Og hvis arbejdsmarkedet lander en smule til den bløde side, er der ingen grund til, at føre stram pengepolitik om et år eller halvandet.

I Europa er usikkerheden på den korte bane stadig knyttet til konsekvenserne af handelskrigen og de er højst sandsynligt negative for væksten samtidigt med, inflationen nu er tæt på målsætningen. Det argumenterer for yderligere rentenedsættelser på den helt korte bane. Omvendt ser vi samtidigt frem til lempelsen af især tysk finanspolitik, hvilket øger væksten – potentielt ret markant. Disse udsigter skal ses i lyset af, arbejdsløsheden fortsat er rekordlav omkring 6%.

Og ser vi endnu længere frem, forventer ECB nu, at arbejdsløsheden falder til under 6% i 2027 hvilket vil være det laveste niveau nogensinde for euroområdet. Det forklarer dermed, hvorfor ECB mener, de er et "godt sted". Overrasker væksten negativt, kan de lempe yderligere, idet en stærkere euro og lavere råvarepriser giver dem ekstra pusterum på inflationsfronten. Omvendt kommer finanspolitikken snart med et positivt vækstboost, hvilket betyder, der potentielt er brug for fornyede renteforhøjelser, når den værste usikkerhed om handelskrigen er overstået. Lægger vi det hele sammen, vurderer vi, ECB er tæt på bunden for denne cyklus og kommer til at holde den ledende rente uændret i lang tid omkring det nuværende niveau på 2%.

Økonomiske og politiske kommentarer

De pæne afkast på amerikanske aktiver, er dog kun det overfladiske billede. Dels oplevede vi selvfølgelig historisk store udsving på markederne, da usikkerheden om handelskrigen var på sit allerhøjeste. Men den mest tydelige konsekvens af handelskrigen skal selvfølgelig findes i et andet marked, nemlig valutamarkedet. Den amerikanske dollar er således svækket markant og for uhedgede investorer har første halvår været alt andet end interessant. Således faldt den amerikanske dollar over 10% overfor fx euroen og dermed er faldet i dollaren mere end rigeligt til at trække det uhedgede afkast på fx det toneangivende amerikanske aktiemarkedsindeks, S&P500, der steg c. 5% i første halvår, i negativt territorie.

Alt det til trods, lukker første halvdel af 2025 på en bølge af fornyet optimisme omkring vækstudsigterne for USA og stigende tro på, at USA kan "lande blødt". Det kan virke paradoksalt givet de historiske begivenheder, men det giver rigtig god mening i vores optik. Så længe handelskrigen ikke resulterer i en recession, forlænger handelskrigen blot perioden med vækst under trend. Det betyder, at det stramme arbejdsmarked svækkes og måske endda ender en smule til den bløde side. Dermed reduceres det underlæggende inflationære pres og tillader centralbanken at føre pengepolitikken tilbage til neutral. Det er det scenarie de finansielle markeder nu er i gang med at indregne. Og selvom vi kan debattere den præcise timing af fx rentenedsættelserne, er det stadig et særdeles positivt scenarie for amerikanske aktier.

Og får vi ret, er der mere af det samme forude.

Den Europæiske Centralbank, ECB, sænkede den ledende rente til 2% ved mødet i juni. Den beslutning var ventet og i sig selv ikke overraskende. Den skal også ses i lyset af, ECB længe har kommunikeret, at de anser en "neutral" rente som værende i netop dette niveau. Tidligere på året opdaterede ECBs økonomer således deres estimater og konkluderede, at den neutrale rente ligger i niveauet 1.75% til 2.25%. Vi fristes derfor til at sige, ECB er "landet" og spørgs-

målet er så, om ECB ser behov for decideret lempelig pengepolitik. At dømme efter pressekonferencen ved juni-mødet er svaret på det spørgsmål pt "nej". ECB-chef Lagarde havde ikke store overraskelser med i ærmet, men der kom alligevel nogle klare budskaber – det vigtigste er, ECB mener, de er i "godt sted".

Udsigten for de finansielle markeder

Samtidigt er vores vækstprognoser stadig mere optimistiske end Konsensus og det, markedet indregner. Kombineret skaber det en positiv cocktail for såvel amerikanske aktier som amerikanske obligationer.

Det sagt, med de seneste rentefald i USA in mente, har markedet flyttet sig hurtigt mod dette scenarie. Markedet indregner nu flere og hurtigere rentenedsættelser end vi venter på den helt korte bane, hvilket betyder, at potentialet for rentefald er mere begrænset nu. Men det ændrer ikke ved det overordnede billede – USA undgår recession, arbejdsmarkedet løsner lidt op, væksten overrasker en smule positivt, inflationen aftager igen i løbet af 2026 og centralbanken lemper pengepolitikken. Det er et ganske positivt scenarie for amerikanske aktier og renter her ved indgangen til anden halvdel af 2025.

Får vi ret, er det mest markante skifte i de relative renteudsigter mellem USA og euroområdet bag os. Det efterlader mindre fremadrettet negativt pres på dollar fra denne front. Omvendt kæmper USA stadig med en betydelig ekstern ubalance, hvilket lægger fundamentalt nedadgående pres på dollaren især overfor euro. Det efterlader os i skrivende stund neutrale ift. den amerikanske dollar.

AKTIVALLOKERING: VI ØGEDE DEN TAKTISKE RISIKO

Vi startede juni med en betydelig taktisk overvægt i aktier. Vi øgede denne overvægt gennem måneden, idet vi vurderede, at usikkerheden omkring vores fortsat optimistiske afkastprognoser på aktier faldt. Det viste sig foreløbig som gode beslutninger.

Vi starter således andet halvår med en markant taktisk aktierovervægt. Får vi ret står vi overfor en fortsættelse af det nuværende miljø med stigende vækst til overraskende pæne niveauer sammen med inflation under kontrol og rentenedsættelser. Det er godt nyt for de globale aktiemarkeder.

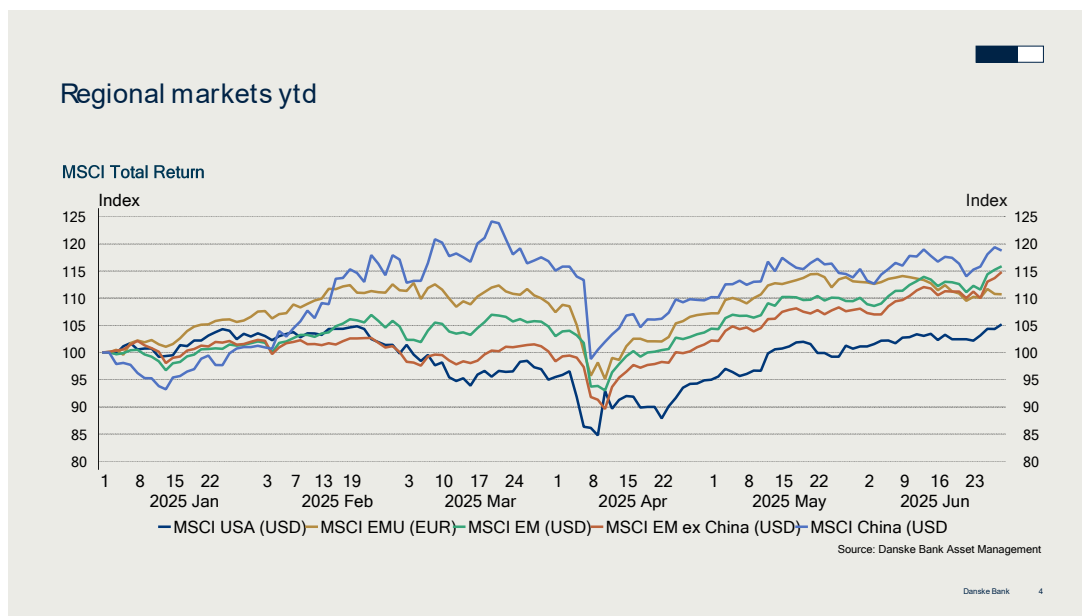
På nedenstående link kan du se den seneste opdatering fra Bo Bejstrup Chefporteføljemanager (3/7/2025):

[LINK](#)

Markedsudvikling

Udviklingen på de finansielle markeder

Udviklingen i globale aktier i 2025



Udvikling i forskellige statsobligationsrenter i USA og Europa

US government bond yields

USA: Interest rates



Danske Bank 5

German government bond yields

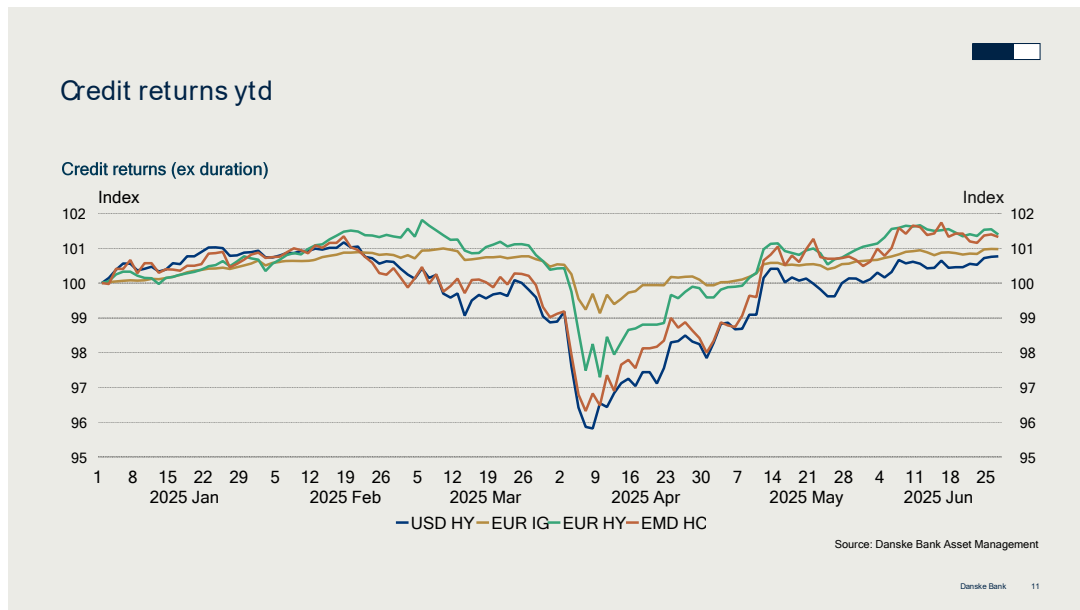
Germany: Interest rates



Danske Bank 6

Både de to- og tiårige statsrenter faldt i USA i første halvår, mens de helt lange renter kun steg marginalt. Således steg den amerikanske 30-årige statsrente c. 10bps i første halvår, mens tyske tilsvarende renter steg c. 50bps. Samtidigt er de daglige udsving i kurserne på de amerikanske markeder endnu engang kollapsede.

Udviklingen for forskellige dele af kreditmarkedet 2025

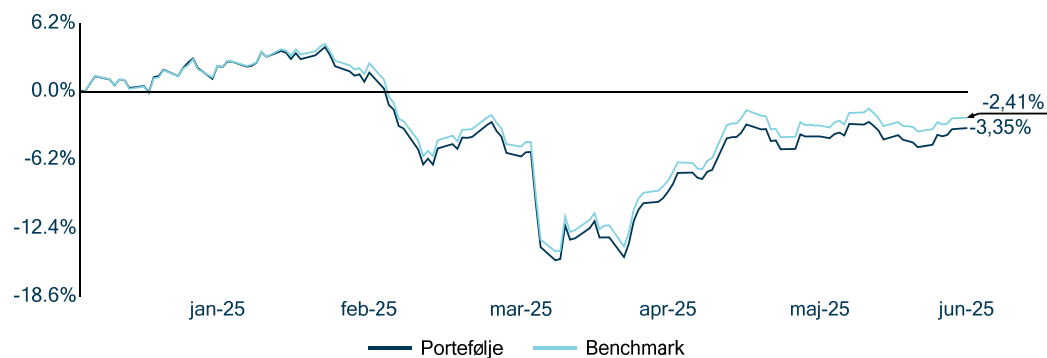


Afkastudvikling for SISA's investeringer

SISA VÆKST

Den del af SISA Vækst, der forvaltes af Danske Bank Asset Management, havde i andet kvartal 2025 et negativt afkast på 3,35%. Den overordnede allokering til aktier udgjorde godt 94,5% ved kvartalets udgang, mens omkring 5,6% var investeret i obligationer og en kontantbeholdning.

Afkastudvikling for SISA Vækst i 2025.

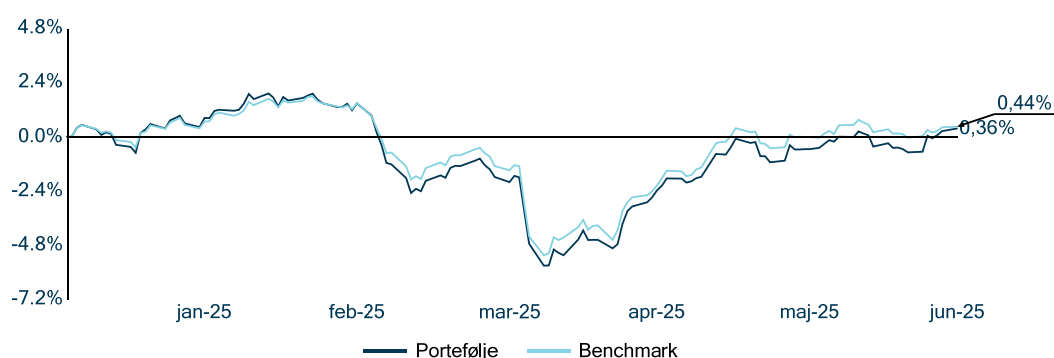


Kilde: Danske Bank

SISA STABIL

Den del af SISA Stabil, der forvaltes af Danske Bank Asset Management, havde i andet kvartal 2025 et positivt afkast på 0,36%. Den overordnede allokering til aktier udgjorde 40,8% ved kvartalets udgang, mens 59,2% var investeret i obligationer og en kontantbeholdning.

Afkastudvikling for SISA Stabil i 2025.



Kilde: Danske Bank

Disclaimer & Contact information

This publication has been prepared by Asset Management — a division of Danske Bank A/S ("Danske Bank"). Danske Bank is under supervision by the Danish Financial Supervisory Authority (Finanstilsynet).

This publication has been prepared for information purposes only and it is not to be relied upon as investment, legal, tax, or financial advice. The Reader must consult with his or her professional advisors as to the legal, tax, financial or other matters relevant to the suitability and appropriateness of an investment. It is not an offer or solicitation of any offer to purchase or sell any financial instrument. Whilst reasonable care has been taken to ensure that its contents are fair and true, and not misleading, no representation is made as to its accuracy or completeness and no liability is accepted for any loss arising from reliance on it. We accept no responsibility for the accuracy and/or completeness of any third party information obtained from sources we believe to be reliable but which have not been independently verified. Any reference herein to any financial instrument and/or a particular issuer shall not constitute a recommendation to buy or sell, offer to buy, offer to sell, or a solicitation of an offer to buy or sell any such financial instruments issued by such issuer.

Danske Bank (acting on its own behalf or on behalf of other clients), its affiliates or staff, may perform services for, solicit business from, hold long or short positions in, or otherwise be interested in the investments (including derivatives), of any issuer mentioned herein.

The publication has been prepared for selected potential professional/qualified clients and is not publicly distributed. The publication must be read in conjunction with the oral presentation provided by Asset Management — a division of Danske Bank A/S. The publication is not intended and not suitable for any (potential) retail clients. The publication may not be further distributed or shared with any third party without Danske Bank A/S' prior written consent.

Historical performance information depicted herein is not indicative of future performance or investment returns, and actual events or conditions may not be consistent with and may differ materially from those depicted or expected in the publication.

Neither this document nor any copy of it may be taken or transmitted into the United States of America, its territories or possessions (the 'United States') or distributed directly or indirectly in the United States or to any U.S. person (as defined in Regulation S under the U.S Securities Act of 1933, as amended), including any national or resident of the United States, or any corporation, partnership or other entity organised under the laws of the United States. Any information or opinions contained herein are not intended for distribution to or use by any person in any jurisdiction or country where such distribution or use would be unlawful.

This material has been created for use by prospective Professional Investors in Austria, Belgium, Denmark, Finland, France, Germany, Luxembourg, the Netherlands, Norway, Sweden, Switzerland and the United Kingdom. In Switzerland, this document is intended exclusively for qualified investors pursuant to Art.10 Para.3, 3bis and 3ter of the Swiss Collective Investment Schemes Act (CISA) and independent asset managers as per Art. 3 Para.2 lit c CISA with country of residence in Switzerland. It is not intended for any investor who is not considered as a qualified investor and may not be made available or distributed publicly to non-qualified investors.

Copyright © Danske Bank A/S. All rights reserved. This publication is protected by copyright and may not be reproduced in whole or in part without permission. If funds are marketed it must be ensured that the funds have marketing permits in these jurisdictions.

Danske Bank Asset Management — a division of Danske Bank A/S
Holmens Kanal 2-12
DK-1092 Copenhagen, Denmark
Company reg. no.: 61 12 62 28
Tel. +45 45 13 96 00
Fax +45 45 14 98 03
<https://danskebank.dk/asset-management>