



Markedssyn

Investeringsstrategi og forventninger

9. december 2025

BANKINVEST

Indledning

2025 er ved at komme til ende. Et år der er endt bedre end hvad de fleste havde forventet tilbage i januar. Og et år der endte markant bedre end hvad vi alle frygtede tilbage i april.

Vi går ind i 2026 med en positiv forventning til væksten og aktiemarkederne. Mange af de medvinde som vi så i 2025, forventer vi også vil gøre sig gældende næste år. Det vil sige ekspansiv finanspolitik, lempeligere pengepolitik, og et investeringsboom stort set uden dets lige. Kombinationen af disse faktorer vil understøtte en rigtig pæn indtjeningsvækst i virksomhederne. Primært i USA. Men også i Europa og Emerging Markets.

Når dette er sagt, så kommer aktier ikke til at stige i en lige linje næste år. Der kommer naturligvis korrektioner. Og de bliver nok noget mere frekvente end hvad vi så op gennem 2023, 2024, og 2025. Forklaringen er at vi har set i skifte i sentimentet. For første gang i snart 5 år ser vi en meget stor konsensus for at verden er på vej i en bedre retning. Økonomerne er positive på væksten og investorerne er overvægtede aktier. Dette er i sig selv problematisk. For det er, når der er for stor enighed om et givent udfald, at reaktionerne på modsatrettede bevægelser ofte bliver store. Sagt med andre ord: Markederne kommer i 2026 til at være ekstra følsomme overfor de mindste tegn på svækkelse.

Vi mener dog ikke at dette skal påvirke ens allokering her i december 2025. For de tilbagefald vi ser i markedet, kommer til at være stort set umulige at time. I stedet er vi fortalere for at have nogle klart definerede regler for hvornår man trækker sig ud af markedet. Så bliv i momentum indtil det forsvinder.

Vi går også ind i et interessant 2026 i politiske termer. Det primære, for de finansielle markeder, er det amerikanske midtvejsvalg. Det er vores forventning at Trump administrationen vil gøre alt hvad der står i deres magt for at sikre republikanerne vinder valget. Og dette mener vi man skal have i mente gående ind i 2026. For det er farligt at kæmpe mod en

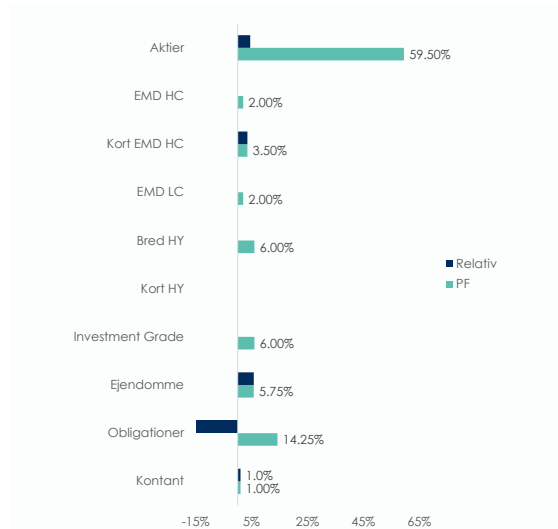
administration som gør alt hvad de kan for at holde væksten oppe.

Samlet set et positivt view gående ind i næste år.

Allokering

Vi er tilbage i en overvægt til aktier.

Relativ og absolut allokering af modelporteføljen



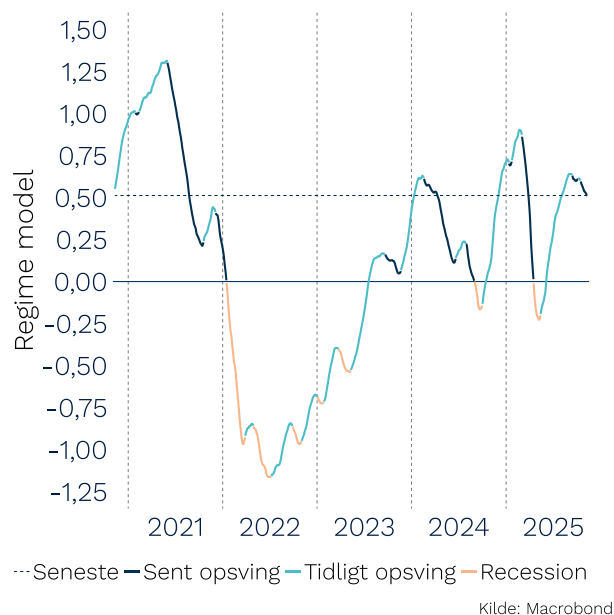
Dette efter vi kortvarigt gik neutral over november måned.

Det er vores forventning vi går en stærk afslutning i møde på 2025. Sentiment blev sendt langt ned over november måned. Og vi går nu ind i hvad der tegner til at blive en stærk december måned.

Bevægelsen opad vil i vores øjne blive forstærket af en rentesænkning fra FED. Markedet vil i vores øjne se igennem eventuel hawkish kommunikation i takt med at investorerne mindre og mindre lægger vægt på Powell. Fokus kommer i alt højere grad til at ligge på den nye FED formand. En person som næsten med garanti vil være mere dovish anlagt.

Ser vi på vores regimemodell har den været igennem et par udsving. Men i skrivende stund ser det ud til at vi atter er på vej ind i det vi kalder Expansion eller tidligt opsving.

Regimemodellen er på vej til at vende rundt - Ind i Expansion



Dette er understøttet af at vi atter ser en meget kraftig cyklisk rotation.

Cykliske aktier outperformer igen



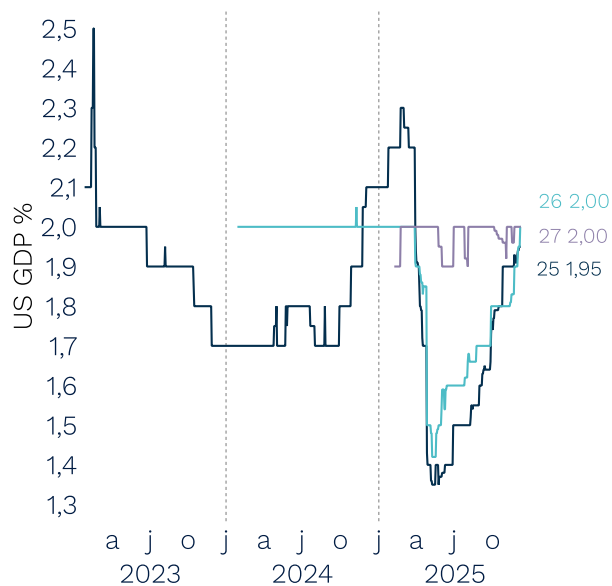
Det er vores forventning, at denne rotation vil forsætte gående ind i 2026. Forklaringen er at vi ser ind i et vækstopsving over første halvår af 2026 som vil blive forstærket af at USA åbner op igen.

I lyset af dette har vi fastholdt vores høje allokering af aktier som netop scorer højt på

tidligt opsving. Det vil sige vi har en høj allokering til cykliske, lav kvalitets aktier.

Det er også værd at bemærke i forlængelse heraf at vi ser vækstestimerne revideres kraftigt op i disse dage. Noget der yderligere understøtter vores offensive allokering.

Vækstestimerne revideres stadig op

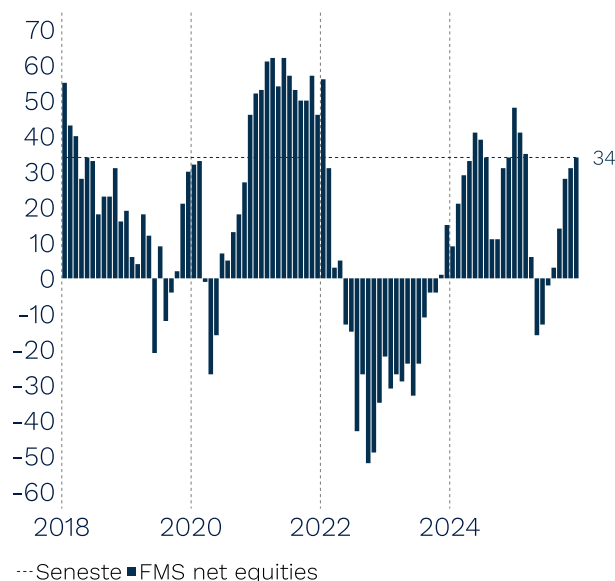


Kilde: Macrobond

Vi havde tidligere troet vi skulle øge vores allokering til mere kvalitetsaktier. Men i lyset af alt det ovenstående udskyder vi dette. Det synes nu mere sandsynligt at vi i stedet vil øge vores cykliske allokering. For dette har vi dog behov for lidt yderligere bekræftelse på opsvinget.

Det der primært bekymrer os i øjeblikket, er den konsensus der i øjeblikket er omkring opsvinget. Ser vi på Bank of Americas Fund Manager Survey, bemærker vi at flere og flere investorer er tilbage i en overvægt til aktier.

Institutionelle investorer har fået købt risiko



Kilde: Macrobond

Dette betyder at vi går en periode i møde, hvor vi må forvente en højere følsomhed overfor negative nyheder. Det er dog isoleret set ikke nok til at få os til at ændre allokering. Som set i 2021 kan vi godt gå en lang periode i møde med høj risikovillighed i markedet. Men hvor aktier stiger samtidigt. Vi er dog opmærksomme på risikoen ved det.

Samlet set går vi en interessant periode i møde. Indtil videre med en relativt offensiv allokering.

Makro og markederne

På vej ind i 2026 er der overvejende medvind til verdensøkonomien. Det er den gode nyhed! Finanspolitikken drejer i mere lempelig retning i USA, Kina, Japan og Tyskland. Pengepolitikken er enten stabil, som i Europa med lave renter. Eller på vej mod endnu lavere renter, som i USA. Der kører en dereguleringsbølge hen over Trumps USA. Og presset for deregulering er voksende dag for dag i EU/Europa. Positivt! Energipriserne er kommet langt ned, tænk oliepriser og naturgas. Forsvarsinvesteringerne stiger betydeligt globalt (på godt og ondt). Energiinvesteringerne vokser mere end den samlede realvækst, mest i grøn energi. Og så er der hele den bredspektrede teknologiske 'revolution'. 4IR. Kært barn har mange navne. Nogen mener at vi stadig er i 3IR. Det spiller ingen rolle. Det afgørende er, at vi ser det teknologiske boom omkring os, fra AI til Blockchain til Genteknologi og robotter. Vi tror på, at den her acceleration i og fusion mellem teknologier i det fysiske, biologiske og digitale rum kører videre for fuld fart. Det betyder masser af innovation og investeringer. Frugterne bliver høstet gradvis i form af øget udbud af varer og tjenester og et løft i velstanden samlet set. Som investor er det virkelig opløftende at se, at bundlinjerne styrkes kvartal for kvartal.

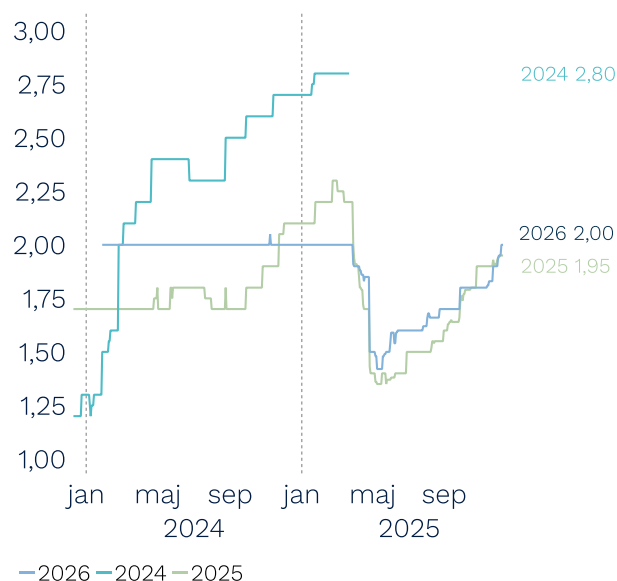
Og så er der den dårlige nyhed! Hele det geopolitiske klima er mildest talt spændt. Lad os se, hvor Ukraine-krigen ender henne. Odds peger på under 50% sandsynlighed for en våbenhvile inden slutningen af 2026. Men det ligger og bølger op og ned. Vores 'geopolitiske base case' for 2026 er egentlig uændret ift. 2025: 'status quo' i Ukraine (krigen fortsætter med en rimelig fastfrosset frontlinje), status quo i NATO-samarbejdet (USA ryger ikke ud af NATO, og indtager fx ikke Grønland), status quo mht. Taiwan (Beijing angriber ikke øen eller laver en fuldkommen handelsblokade) og en form for status quo i Mellemøsten (ingen oliekrise).

Sagt med andre ord: Økonomierne og markederne er på vej frem. Den private sektor kan selv! Det er de førende ledere globalt, der kan stikke en kæp i hjulet på det hele. Vi håber og tror ikke, at det sker. Men risikoen ligger der.

USA

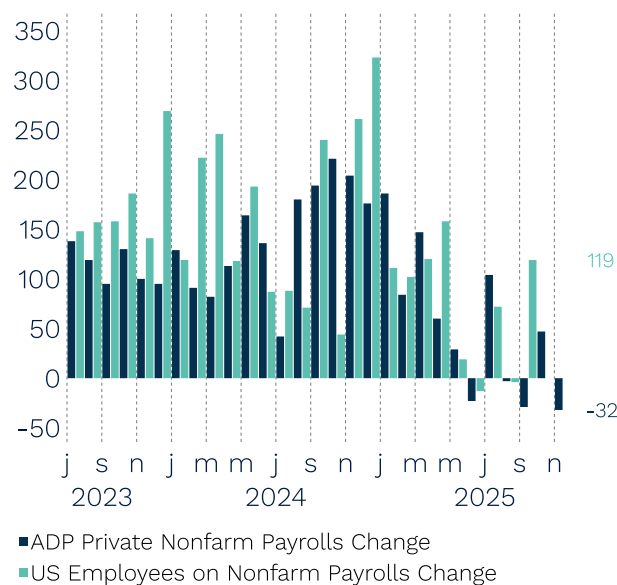
Det er rigtig godt at se, at konsensus nu peger på 2% BNP-vækst både i 2025 og 2026. Forventningerne er bare tikket op og op siden forårets pres pga. toldkrigen. Det er lige vores vej. Vi bliver ikke overraskede, hvis 2026 estimerne trækker yderligere op og ser et interval på 2-2,5% i 2026. Det er base case.

Konsensus BNP-vækst i USA på 2,0%



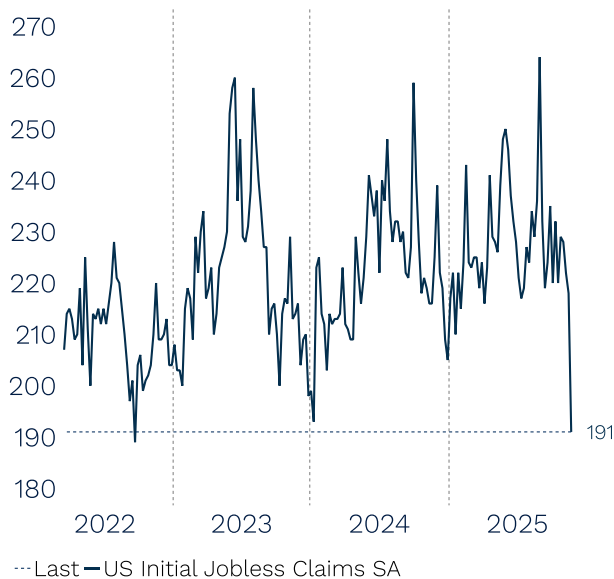
Kilde: Macrobond

Nonfarm og ADP Payrolls viser svaghed



Kilde: Macrobond

...men Jobless Claims ligger lavt

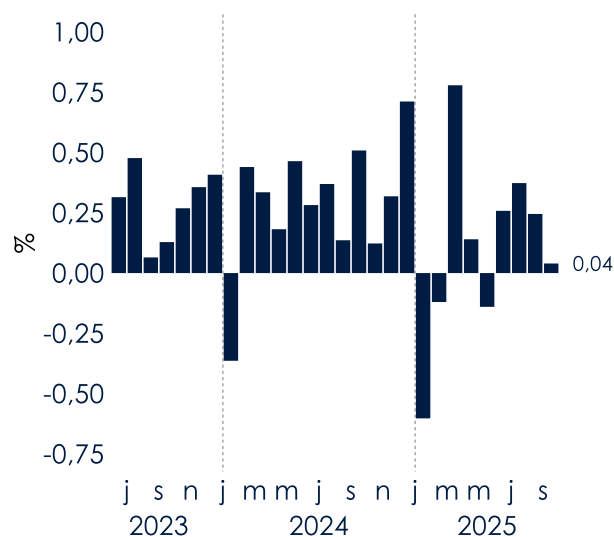


Kilde: Macrobond

Selvfølge er der huller i osten. Vi noterer os de forskellige signaler fra arbejdsmarkedet. ADP Private Employment faldt 32k sidste måned. MEN Jobless Claims strøg ned på 191k forrige uge. Vores take er, at der er en stagnation i jobfremgangen her og nu. Det handler både om tilbagegang i den statslige sektor og om private virksomheder, der tænker 'No Hiring, No Firing'. Mange udruller AI i virksomheden og holder igen med nyansættelser i lyset af betydelige automatiseringer og produktivitetsgevinster forude. Vi forventer positiv jobvækst i 2026 igen, men det bliver gradvis andre typer af jobs. Transformationen på arbejdsmarkedet i USA og globalt i lyset af AI-bølgen er i gang. Det er en BIG DEAL. Helt hvordan det kommer til at udvikle sig er uklart.

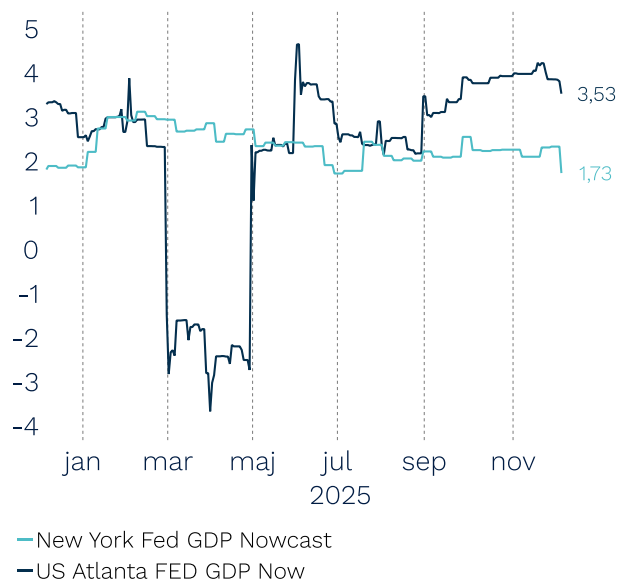
Vi noterer også, at fremgangen i privatforbruget sker lidt mere afdæmpet. De seneste tal er vel at mærke fra september. Det blev til et rundt 0% m/m justeret for inflationen. Gennemsnittet i Q3 ligger på 0,2% m/m. Det er bestemt ikke dårligt. Vi regner med en realvækst i privatforbruget til næste år på mindst 2%. Der vil nok være tale om en reallønsfremgang på 1-2%, en let fremgang i beskæftigelsen og lidt skattelettelser på toppen. Vi regner også med, at den pæne vækst i de private investeringer fortsætter.

Seneste data september: svag realvækst i privatforbruget september



Kilde: Macrobond

Atlanta Fed og New York Fed estimerer for Q3 BNP-vækst: Ikke dårligt



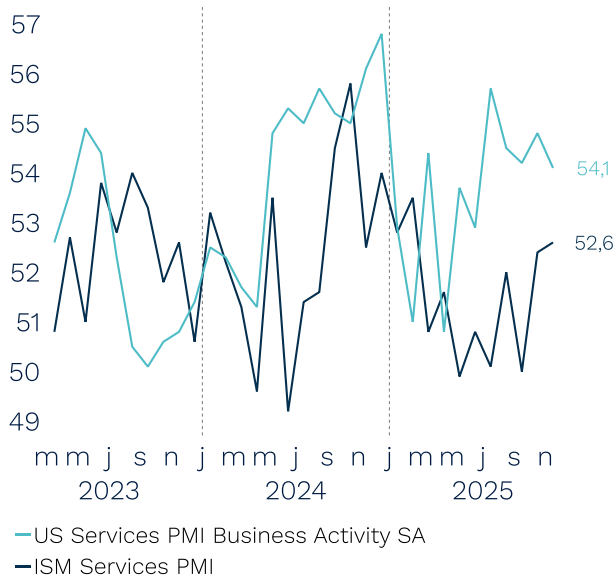
Kilde: Macrobond

Det er fortsat servicesektoren, der driver ekspansionen på udbudssiden. Det viser de seneste ISM- og PMI-data. Industrien slider noget mere. Den faktiske industriproduktion ligger ret stabilt og er for længst 'stagneret'.

Trump vil meget gerne have en industriel renæssance med 'millioner af nye jobs'. Vi regner med et vis løft i industriens aktivitet i

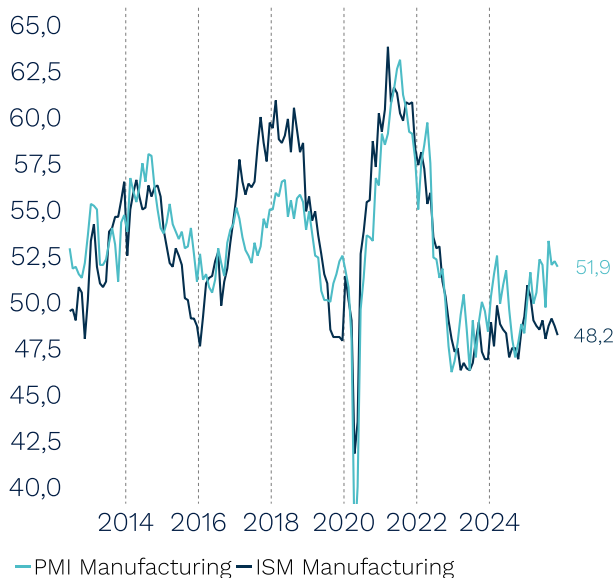
2026, men antallet af nye jobs der bliver nok begrænset pga. automatiseringer.

ISM og PMI for servicesektoren



Kilde: Macrobond

ISM og PMI for industrien

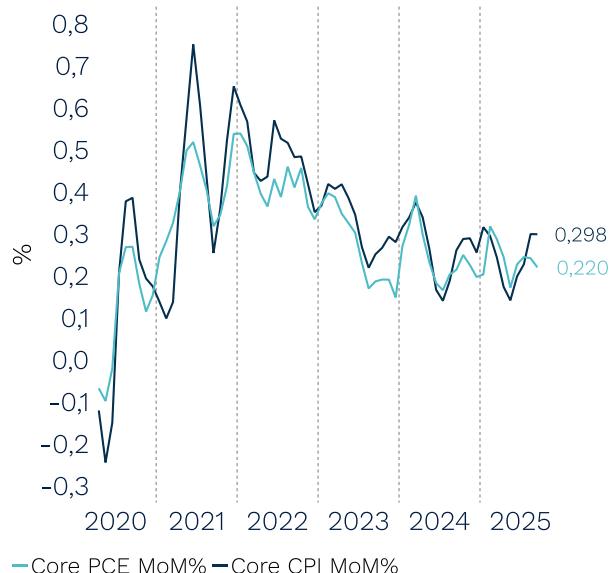


Kilde: Macrobond

På inflationssiden er der lidt bedre tendenser. Core PCE viste senest i september et lille fald til 0,2% m/m fra 0,3% m/m. De sidste 3 måneder er snittet 0,22%. Konsensus peger på at core PCE y/y lander på 3% i Q4 og 2,5% i Q4'26. Faldet på ca. 0,5pp over det kommende år tror vi en hel del på. En gradvis mere afdæmpet stigningstakt vil motivere FED til at

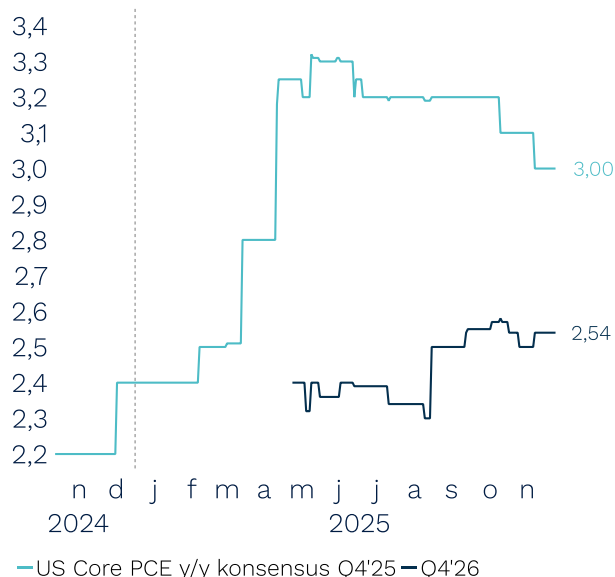
sætte renten yderligere ned. Markedet regner med at den korte rente kommer ned på 3,1% ultimo 2026 fra senest 3,9% på O/N renten.

Kerneinflation i USA m/m%: 3 mdrs. glidende gennemsnit core CPI og PCE



Kilde: Macrobond

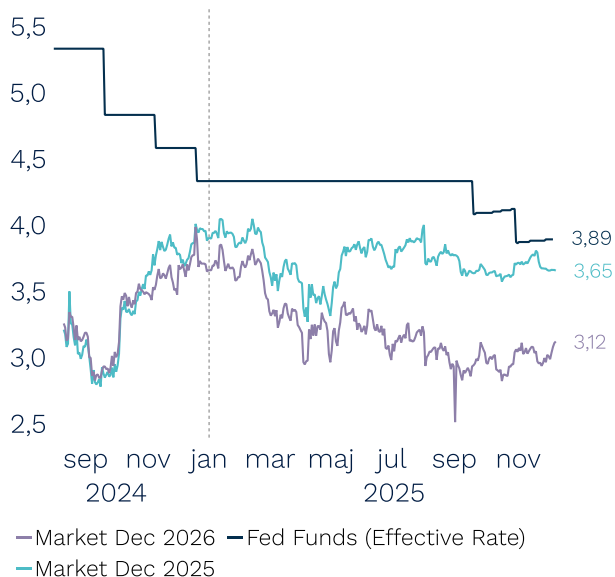
Core PCE konsensus Q4'25 og Q4'26



Kilde: Macrobond

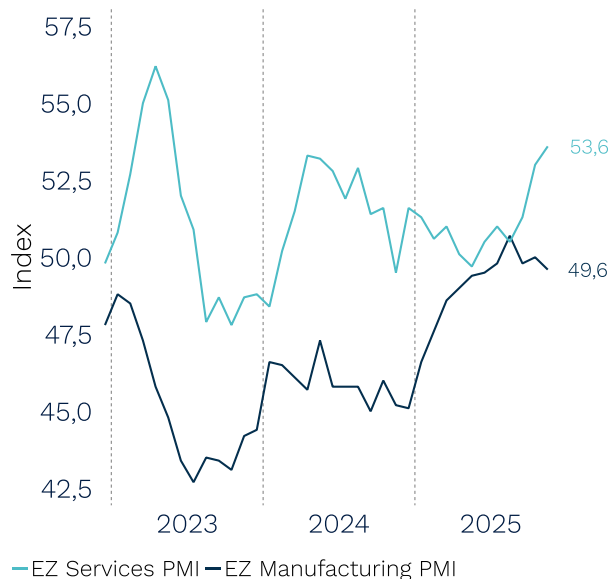
Vi er helt enige i retningen og synes niveauet på 3%+ fremstår realistisk. FED's rentekorridor kan meget vel ligge på 3-3,25% ultimo 2026.

FED forventes at sænke renten



Kilde: Macrobond

Eurozone PMI: Servicesektoren vokser



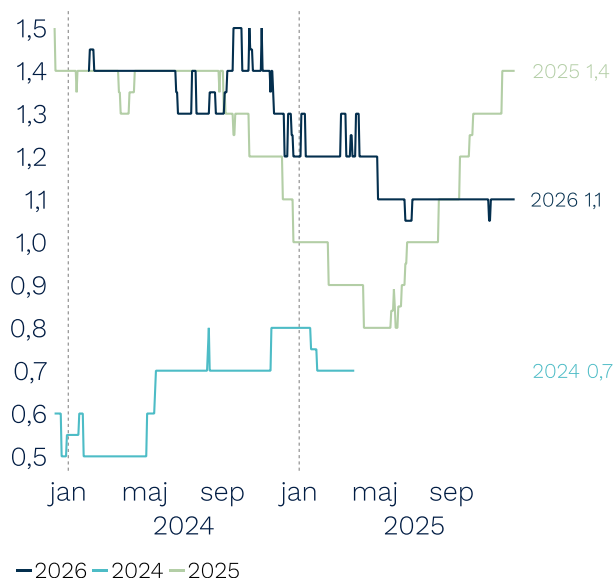
Kilde: Macrobond

Eurozonen

Euroområdet er i gang med at runde et skarpt hjørne. Det kommer til udtryk i 2025 BNP, der nu ventes at vokse 1,4%. Det er dobbelt op af væksten i 2024. Der er ikke de store forventninger til 2026, og det hænger sammen med 'kernelandene' Tyskland, Frankrig og Italien. Her regner økonomerne ikke med mere end 1% BNP-vækst, 0,8% og 0,7% respektive. Tyskland er særlig interessant, for her er der

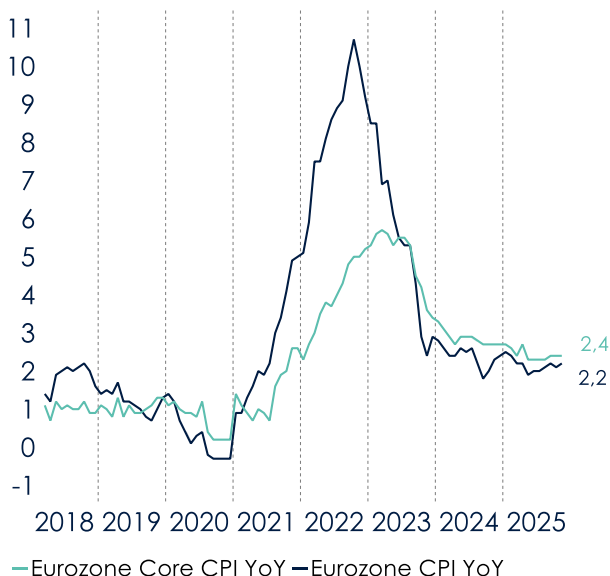
virkelig udsigt til et temposkift opad i de kommende år. Jo længere ud i 2026, vi kommer, jo mere synligt regner vi med at opsvinget bliver. Merz er godt i gang med arbejdet. I foråret blev Gældsbremsen udhulet, den 500 mia. EUR infrastrukturfond blev vedtaget, der er etableret et nyt ministerium for digitalisering, budgettet for 2026 er godkendt, og der er netop skabt flertal for en pensionsreform 1.0. Det tager tid, før det hele slår positivt igennem. Men det kommer.

Euro BNP-vækst: Konsensus 1,1% i '26



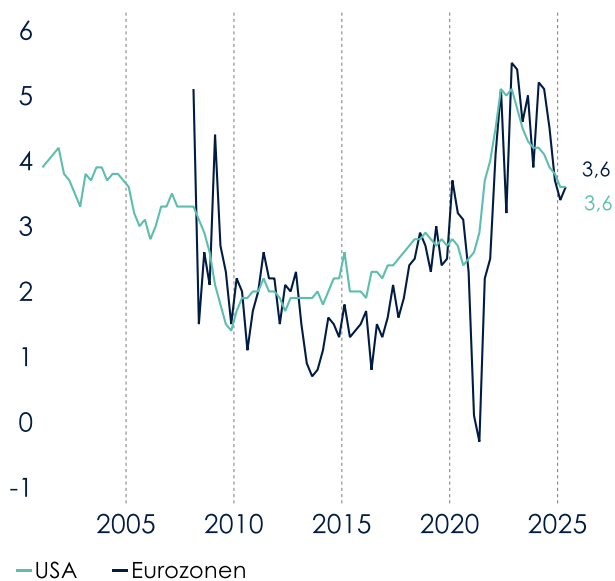
Kilde: Macrobond

Eurozone inflation på godt 2%



Kilde: Macrobond

Lønstigningstakten er faldet både i USA og eurozonen

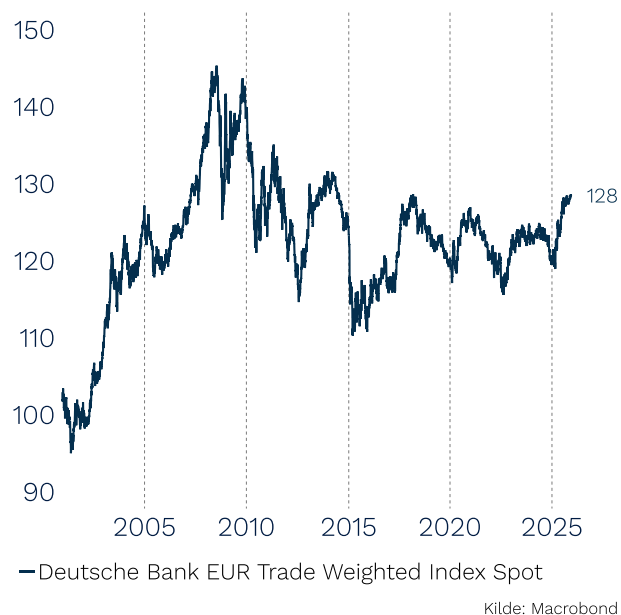


På inflationssiden er der en betydelig grad af stabilitet både på Headline og på Core. Det meste peger på, at ECB ganske enkelt holder renten fast det kommende års tid. Markedet priser den korte rente lige under 2%. Det er fair nok. Det tyske ECB-medlem, Schnabel, har netop signaleret, at næste skridt bliver OP.

ECB vil nok til at holde renten på 2%



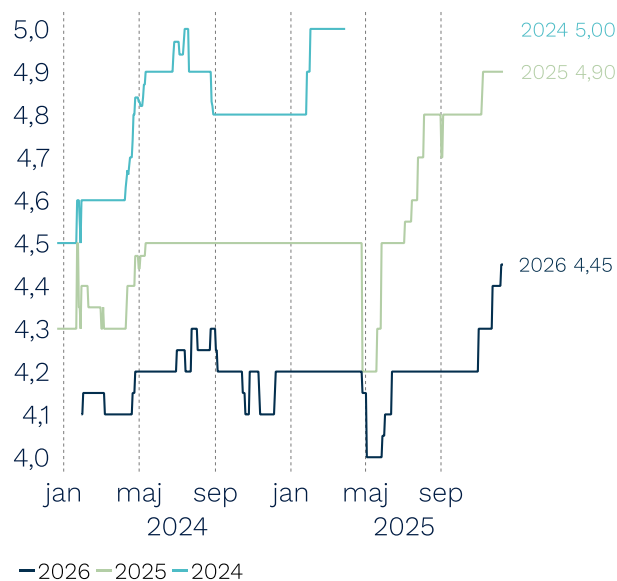
Handelsvægtet EUR er styrket. Det dæmper også inflationen



Kina

Også i Kina er vækstforventningerne stigende. Det er positivt. Konsensus regner nu med næsten 5% vækst i år og 4,5% i 2026.

Kina: Konsensus BNP er steget til 4,5% for 2026



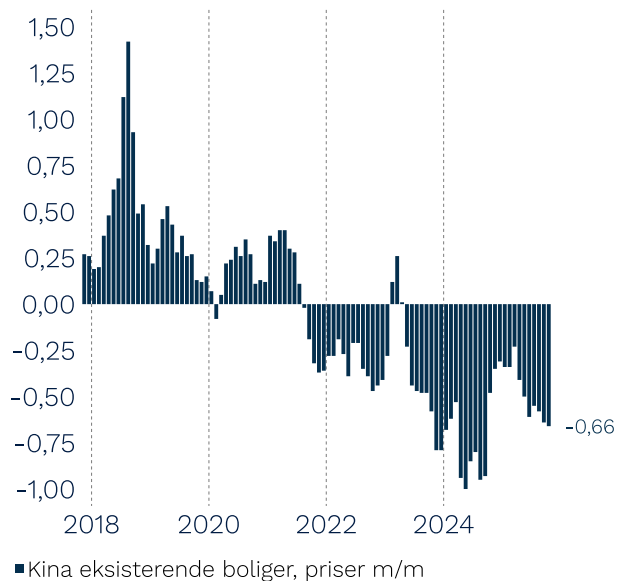
Kinas industriproduktion og detailsalg vokser mindre



Kilde: Macrobond

Spørgsmålet i Kina er altid, om de officielle BNP-tal overvurderer den reelle fremgang. Det er muligt. Der er svaghedspunkter i økonomien. De seneste tal for væksten i detailsalget viser en tydeligt vigende tendens. Væksten i industriproduktionen er også aftaget lidt. Vi kan

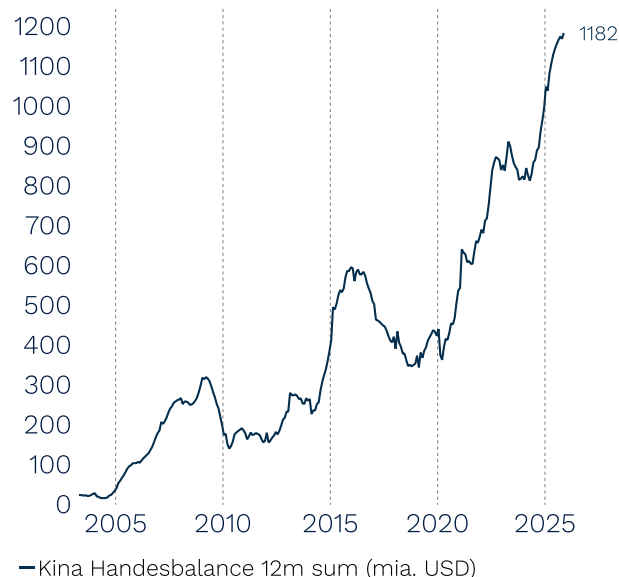
Kinas boligmarked har fortsat problemer, priserne falder



Kilde: Macrobond

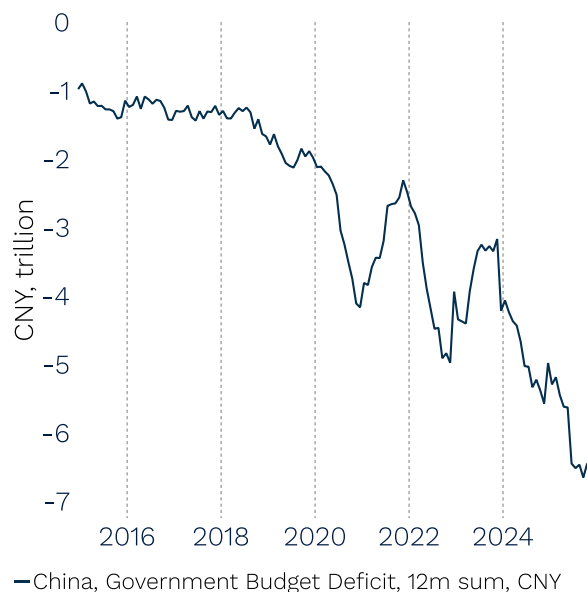
også konstatere, at ejendomspriserne stadig falder. Ejendomsinvesteringerne er nede 15% ÅTD. Ejendomssalget er nede 10%. Så det er lidt af en dødvægt fra en af de tidligere helt store drivers. Derimod er der tydeligvis fuld tryk på investeringerne i den nye højteknologiske del af økonomien. Der er en form for 'todeling' hvor den gamle økonomi falder tilbage, mens den nye tordner frem.

Kinas handelsoverskud er banket op gennem 1 bio. USD seneste 12 mdr.



Kilde: Macrobond

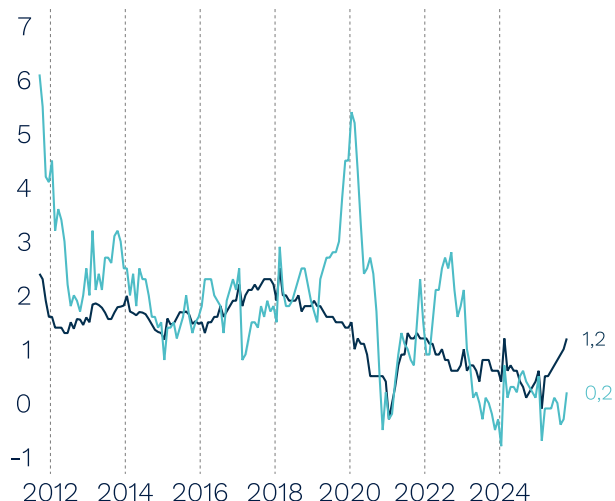
Kinas budgetunderskud vokser



Kilde: Macrobond

Inflationen i Kina bevæger sig sidelæns med senest 0,2% y/y i oktober. Kerneinflationen er trukket op på 1,2% y/y senest. Det er lav inflation, der skaber god plads til både en lempelig økonomisk politik og penge-/kreditpolitik.

Kinas inflation holder sig lavt



Kilde: Macrobond

Obligationsmarkedet

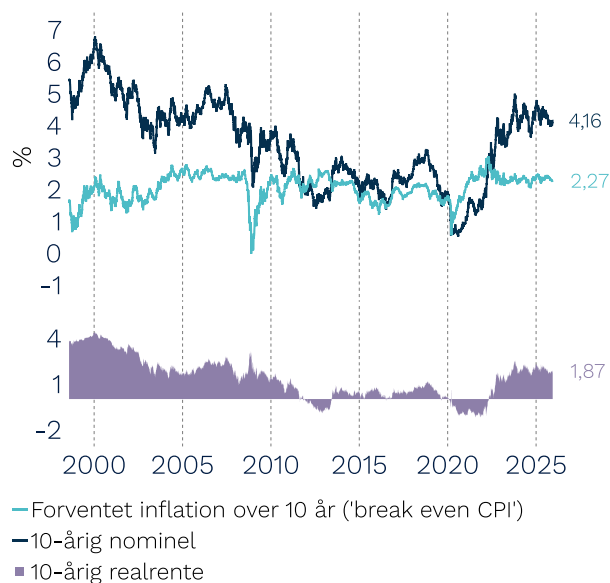
Den 10-årige amerikanske statsrente er steget marginalt over den sidste måned til senest 4,16%. Der hersker masser af bekymringer for,

USA: 10-årig rente lidt over 4%



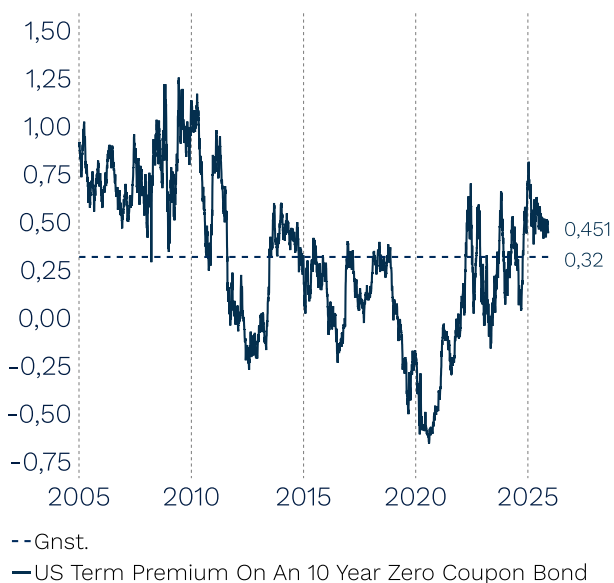
Kilde: Macrobond

USA: 10-årige inflationsforventninger er meget stabile. Positiv realrente



Kilde: Macrobond

USA: 10-årig 'Term Premium' er fair



Kilde: Macrobond

om renten skal til at stige mere systematisk pga. store budgetunderskud forude eller højere inflation i USA. Der er altid risici, men vi er relativt komfortable med perspektiverne. Vi tror ikke, at de langsigtede inflationsforventninger i markedet skal begynde at stige mere systematisk. Det er den afgørende driver for de lange renter. Vi anerkender, at budgetunderskuddene i USA er store og at statsgælden vokser. Vi tror bare ikke, at det vil

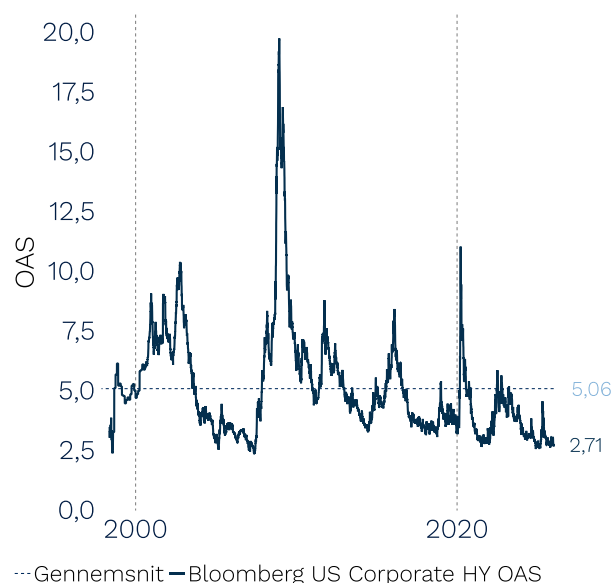
være en afgørende driver. Stabile inflationsforventninger og lavere korte renter fra FED gennem 2026 bør være nok til at holde de lange renter relativt stabile. Fair value ligger nok i intervallet 4-5%. Mod slutningen af 2026 regner vi med, at den 10-årige rente ligger i området 4-4,5%.

10-årig tysk rente godt 2,5%



Kilde: Macrobond

US high yield rentespænd til stat



Kilde: Macrobond

De 10-årige renter i Tyskland og Danmark er steget synligt de seneste uger, i alt 13-14bp over den seneste måned. Den tyske er næsten tilbage på toppen fra marts på 2,9%. Det er

stadig vores vurdering, at et fair value interval for de 10-årige tyske og danske statsrenter ligger omkring 2,5-3,5%. Så der er stadig et vist 'upside' potentiale. Hvis eurozonen endelig kan få mere vækstmomentum ind i 2026, bl.a. drevet af tysk finanspolitik, kan renterne stige lidt yderligere.

Kreditmarkederne fremstår fortsat rigtig stærke med flotte positive afkast ÅTD og lave kreditspænd. Rentespændet mellem de amerikanske high yield- og statsobligationer er igen nede på 271bp. Det er rigtig lavt historisk set. Det afspejler forventninger om lave konkursrater forude, hvilket understøttes af fx Moody's prognoser. Her forventes som base case en default rate omkring 3% om et års tid. Det vil være under det langsigtede gennemsnit omkring 3,4%. Hvis det holder, er der god mulighed for endnu et år med merafkast på kreditter pga. bedre løbende merrente. Potentialet for et yderligere fald i rentespændet til stater, både i USA og Europa, må siges at være yderst begrænset.

Aktiemarkedet

Afkastet op det globale aktiemarked ligger senest på 8% i DKK ÅTD. Markedet ser ud til at have lagt november-korrekturen bag sig. Vi er helt opmærksomme på, at særligt det amerikanske aktiemarked er dyrt prisfastsat. Og det gælder særligt tech-aktierne. Det gør hele aktiemarkedet ekstra sårbart over for fx urovækkende geopolitiske nyheder, stigende obligationsrenter, AI-bekymringer eller andet. Vi regner bestemt med at se nogle af de klassiske korrektioner i området 10% i løbet af 2026. Men helt afgørende vil det være, at trenden fortsat tegner positivt på indtjeningen. S&P500 EPS-væksten forventes at lande på 13% i 2026. Det vil ikke overraske, hvis analytikerne p.t. skyder lidt for højt. Men 9-10% kan også gøre det. Stoxx600 EPS-væksten ventes at lande på 10%. 7-8% kan også gøre det og løfter aktierne. Det vigtige vil også være perspektiverne for 2027. Vi holder fast i en relativ optimistisk forventning til væksten, også ind i 2027. Det samme gælder indtjeningsvæksten i USA, Europa og globalt. Får vi ret i, at renterne vil holde sig relativt stabile over det kommende år, skal aktiemarkedet ligge tydeligt højere ultimo 2026. Et samlet globalt afkast i den øvre del af 5-10%

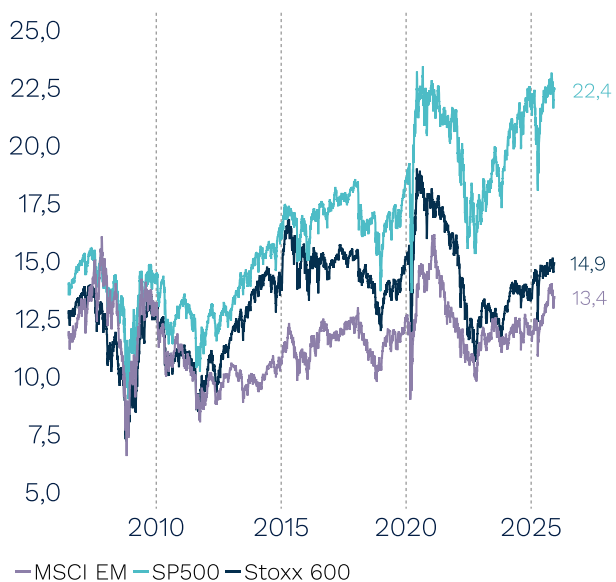
intervallet er realistisk. de sidste 20 år er afkastet ca. 9% p.a. på MSCI AC World i DKK. Det kan fint gentage sig i 2026.

Afkast på globale aktier i DKK



Kilde: Macrobond

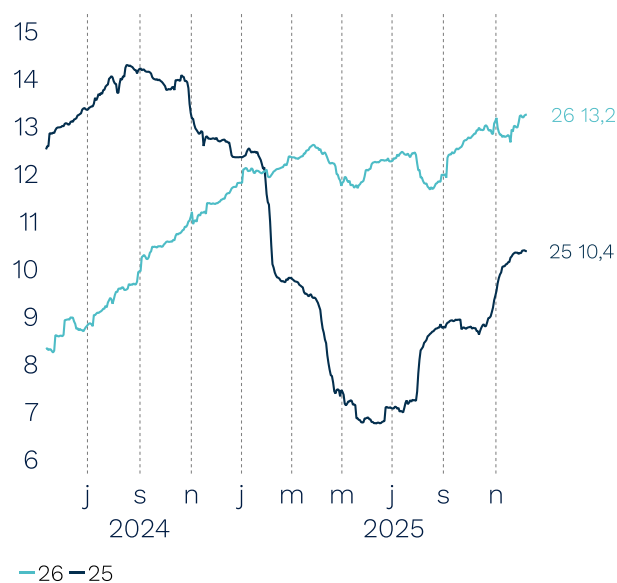
US aktier er dyrt prisfastsat, men det er EM og Europa ikke



Kilde: Macrobond

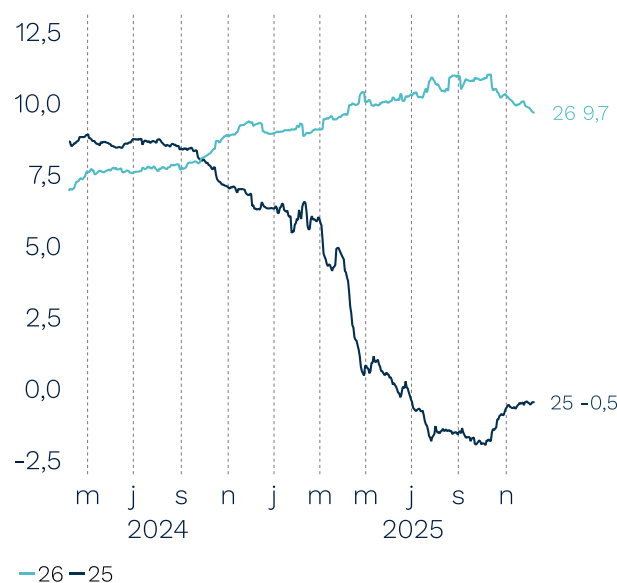
'Bottom Up' kursestimaterne fra analytikerne (konsensus) indebærer en samlet forventet kursstigning på S&P500 på ca. 15% det kommende år. Det er nok til den høje side. Vi regner med at se kurs 7.500, hvilket er små 10% højere end aktuelt. Bottom up konsensus på Stoxx600 er ca. 11% højere. Det er ikke urealistisk.

S&P500 EPS-vækst estimer '25-26

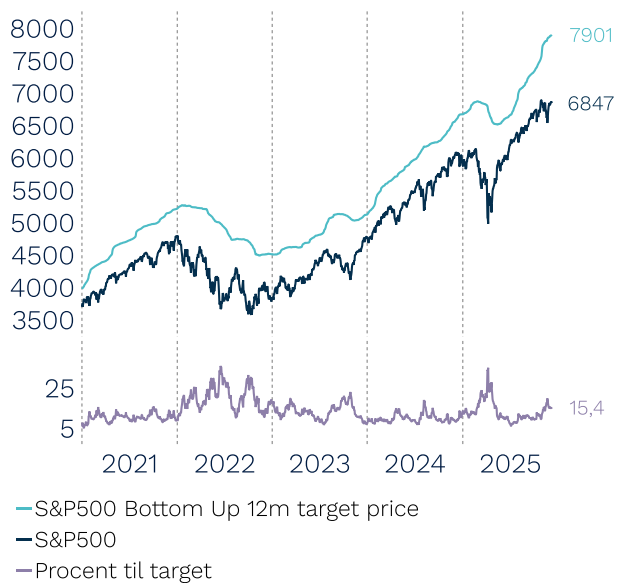


Kilde: Macrobond

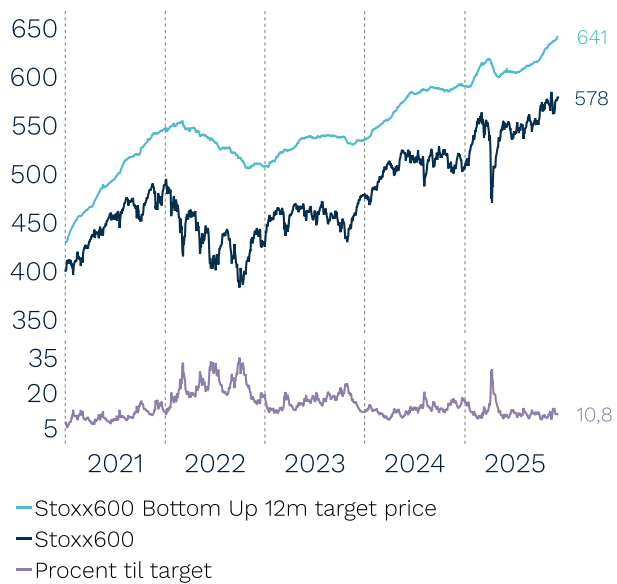
Stoxx600 EPS-vækst estimer '25-26



Kilde: Macrobond

S&P500 kurstarget 12m (bottom up)

Kilde: Macrobond

Stoxx600 kurstarget 12m (bottom up)

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.