



Markedssyn

Investeringsstrategi og forventninger

Markedsføringsmateriale

13. maj 2026

BANKINVEST

Indledning

Aktiemarkederne er tilbage til all-time highs. Dette på fornyet optimisme med hensyn til kunstig intelligens. De aktier som relaterer sig til det tema, er steget kraftigt over april og maj.

Krigen i Iran er gået ind i en speciel fase. Der er ikke fred. Og Hormuzstrædet er stadig lukket. Olieprisen er stadig høj. Men det er ikke længere i fokus som var det i starten. Markederne har lært at leve med det. Eller i hvert fald ser de igennem usikkerheden. Stort set alle i markedet forventer en snarlig afslutning. Dette da Trump ikke kan tåle at forsætte denne krig i for lang tid. Hvis han gør det vil det mindske hans popularitet yderligere.

Så vores forventning med hensyn til Iran er uændret: Krigen vil komme til en snarlig afslutning. Og selv hvis det ender med en told til Iran er det ok. For en oliepris på f.eks. 70 USD + 5 USD told er stadig bedre end de plus 100 USD vi ser nu. Vi frygter med andre ord ikke så meget detaljerne i den aftale som måtte komme. Det vigtigste er bare at strædet bliver åbnet.

Vækstforventningerne til Europa og USA er blevet reduceret kraftigt over krigen. Isoleret set er dette naturligvis negativt. Men med det AI boom vi ser i USA, tror vi ikke at det skal overgøres. For det tema kommer til at køre stort set upåagtet hvad olieprisen gør. Vi er meget varsomme med at være for defensive aktier grundet den makroøkonomiske usikkerhed, som er midlertidigt, i takt med at det kan betyde man sidder kunstig intelligensopsvinget overhørigt. Dette er i vores øjne en af de helt store ting man bør overveje i en Multi Asset portefølje i disse dage: Hvor slemt skal det være vækstmæssigt før man begynder at kæmpe imod opsvinget i AI? Og der er vi i vores øjne på nuværende tidspunkt i en situation hvor det slet, slet ikke er slemt nok til at man skal stemple ud af markedet.

I den forbindelse understreger vi også lige at væksten jo stadig ser ud til at komme ind rundt de 2% for USA. Vi er altså langt vej fra at forvente en recession eller bare noget der lugter af det. Og mange af de forudsigelser der prægede markedet i starten af året med

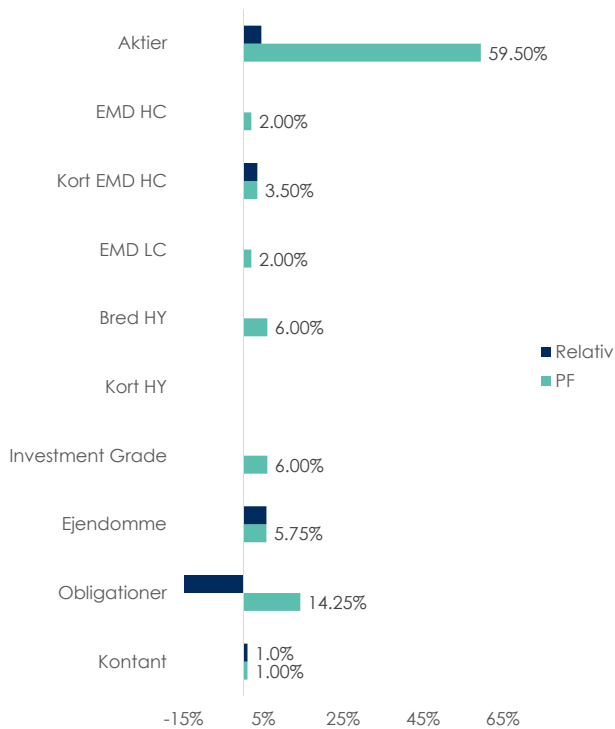
hensyn til f.eks. arbejdsmarkedet er også blevet gjort til skamme. For med de seneste tal for april ser dette stadig stærkt ud for USA.

Samlet set holder vi altså fast i vores pro-risiko allokering. Understøttet af vores styrende modelsignal. Vi holder ydermere fast i vores høje allokering til de mere cykliske dele af aktiemarkedet.

Allokering

Vi fastholder en overvægt til aktier.

Relativ og absolut allokering af modelporteføljen



Beslutningen er understøttet af vores regimeindikator som er klart i det vi kalder tidligt opsving.

Vores regimeindikator er i tidligt opsving



Kilde: Macrobond

Det vil sige en fase der er kendetegnet ved kraftigt stigende aktiepriser og en outperformance af cykliske lav-kvalitets aktier.

Dykker vi ned i modellen ser vi også at netop de cykliske aktier i øjeblikket kraftigt outperformer de defensive.

Kraftig outperformance af cykliske aktier

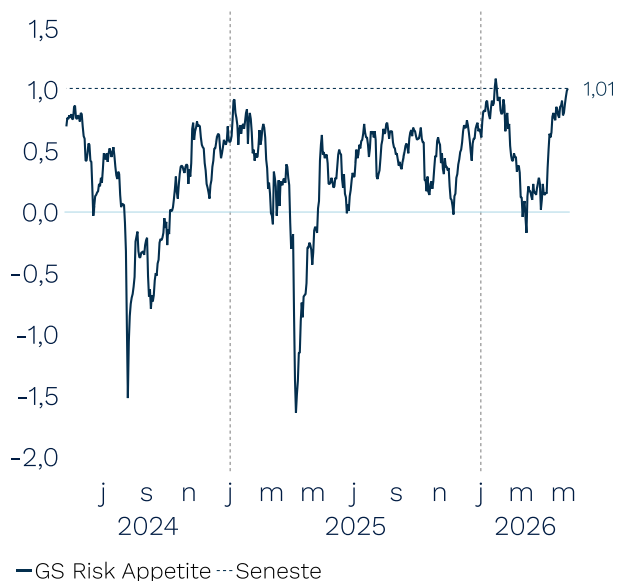


Kilde: Macrobond

Dette er med til at trække vores modelsignal i den retning som understøtter vores nuværende allokering.

Vi er meget opmærksomme på sentiment i markedet. For aktier er steget næsten uafbrudt siden starten af april.

Risikovilligheden er meget høj



Kilde: Macrobond

Om end det ikke er noget som får os til at ændre allokeringen, så er vi bevidst om at følsomheden overfor negative nyheder er stigende. Vi forventer altså at se noget mere volatilitet i markedet over den kommende måned. Men som skrevet vil retningen altså stadig være opad.

Samlet set en positiv allokering til risikofyldte aktiver. Også selvom markederne er steget kraftigt over den seneste måned.

Makro og markederne

Hormuzstrædet er fortsat lukket, men våbenhvilen har skabt markant mere ro på energimarkederne. USA's interesse er tydelig, og de ønsker ikke en eskalering. Olieprisen er stadig høj, men den lavere volatilitet har været gavnlige for markederne bredt set. Vores base case er fortsat, at dette ikke bliver en længerevarende konflikt. Vi erkender dog, at forhandlingsprocessen kan trække ud, og det ligner at begge parter spiller the long game. Risikoen for en ny opblusning er til stede, men ikke vores base case.

Efter våbenhvilen er aktiemarkedets fokus skiftet til regnskabssæsonen og AI-revolutionen. Regnskaberne har været markant bedre end ventet, og det har skudt indtjeningsforventningerne i vejret. Indtil videre er det særligt IT-sektoren, der driver estimerne op, men vi forventer at AI-bølgen gradvist breder sig til resten af markedet. Vi ser AI som en markant driver af produktiviteten og dermed en motor for den bredere økonomi. Hyperscalers, store cloud-infrastrukturudbydere, investeringer i AI forventes at udgøre mere end 600 milliarder dollars i 2026, hvilket er med til at løfte væksten markant. Investeringsboomet er kærkomment, særligt fordi beskæftigelsesvæksten ikke forventes at bidrage i samme grad som tidligere til væksten. Vi ser, at der er en transformation på arbejdsmarkedet i gang, hvor kunstig intelligens vil erstatte mange klassiske jobs, men samtidig skabe nye i den AI-drevne økonomi. Vi forventer en beskeden beskæftigelsesvækst i år.

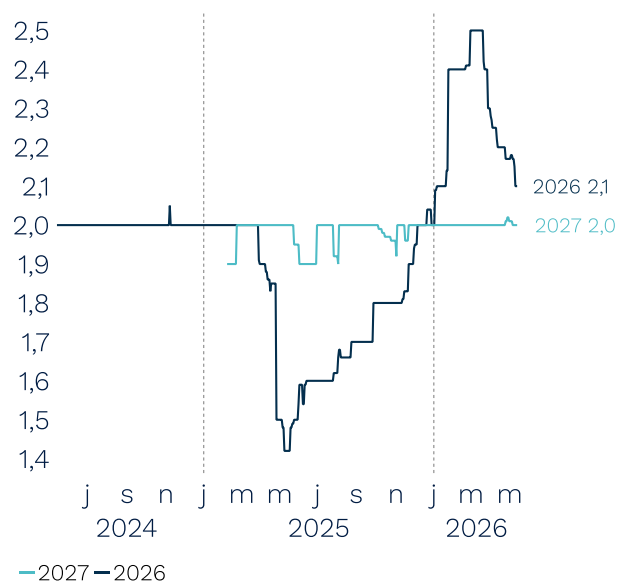
Vores syn forbliver konstruktivt på verdensøkonomien. De høje energipriser er fortsat en modvind, men vi vurderer ikke at det ændrer kursen for væksten væsentligt. Den lempelige finanspolitik er en markant medvind og er blevet en trend i de største økonomier som USA, Europa, Kina og Japan. Dertil kommer et bredt investeringsboom, hvor kapital strømmer ind i AI, energi og forsvar. Det vil løfte indtjeningen og dermed aktiekurserne. Vi er naturligvis opmærksomme på geopolitikken, som fortsat kan blive en

hæmsko. USA's midtvejsvalg nærmer sig, og vores forventning er at Trump vil gøre hvad han kan for at holde amerikansk økonomi i højeste gear frem mod valget. Det bør også tage toppen af hans mere aggressive udenrigspolitik, som er upopulær blandt vælgerne. Samlet set er de geopolitiske risici reelle, men vi fastholder vores positive syn på makro og markederne.

USA

De højere olie- og benzinpriser tager på økonomien. Konsensusestimerne for BNP-væksten i USA er faldet til 2,1% i 2026 og 2,0% i 2027. Før Iran-krigen pegede estimerne for 2026 på 2,5%, men olieprisen har barberet 0,4 procentpoint af vækstestimerne. En tommelfingerregel er, at en stigning i olieprisen på 10% reducerer BNP-væksten med cirka 0,1 procentpoint. Olieprisen er steget cirka 60%, hvilket tilsiger at BNP-væksten skulle være 0,6 procentpoint lavere alt andet lige. Vores forventning er, at væksten i USA i 2026 vil ende i intervallet 2,0-2,5%.

Konsensus BNP-vækst i USA på 2,1%



Kilde: Macrobond

Vi er stadig af den overbevisning, at de markante skattelettelser og den stimulerende erhvervs politik vil have en positiv afsmittende effekt på økonomien. Derfor forventer vi også, at økonomien vil køre i højt gear frem mod midtvejsvalget. Højere oliepriser kan blive en hæmsko, men vores forventning er, at krigen

ikke bliver længerevarende, og at energipriserne vil stabilisere sig på et lavere niveau.

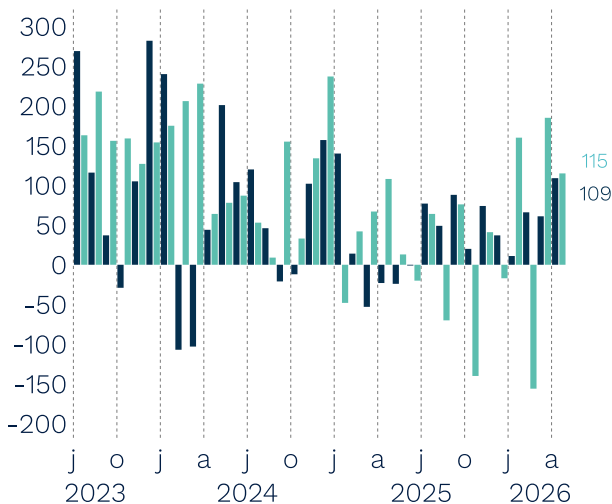
Amerikansk makrodata kommer ind bedre end økonomernes forventninger



—Bloomberg ECO US Surprise Index

Kilde: Macrobond

Arbejdsmarkedet: Pæn beskæftigelsesfremgang



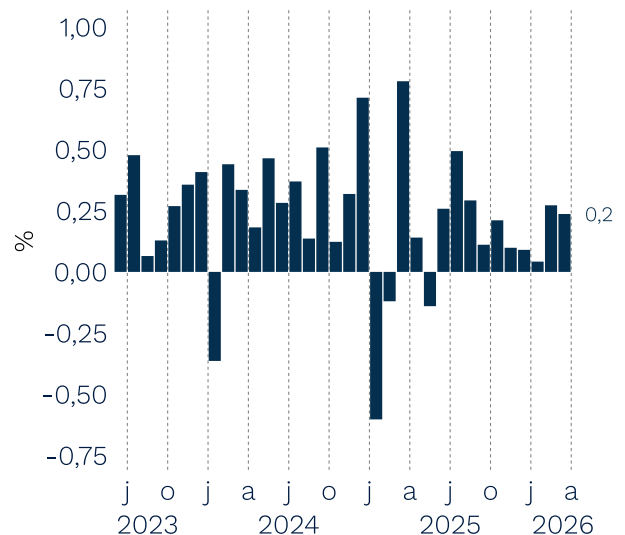
■ADP Private Nonfarm Payrolls Change
■US Employees on Nonfarm Payrolls Change

Kilde: Macrobond

Trods krigen i Iran klarer den amerikanske økonomi sig bedre end mange økonomer havde ventet. De amerikanske nøgletal kommer i gennemsnit bedre ud end forventet, og det er bl.a. en af årsagerne til, at vi stadig forventer en pæn vækst i USA i år.

Arbejdsmarkedet begynder at vise bedre tegn. Senest blev der skabt 115.000 nye jobs på én måned. Bekymringerne om en markant AI-disruption af arbejdsmarkedet er fortsat ikke synlige i tallene. Jobless claims ligger på et lavt niveau, og jobefterspørgslen har stabiliseret sig. Vores forventning er dog ikke, at vi kommer til at se et arbejdsmarked, der boomer. Vi tror stadig, at langt størstedelen af virksomhederne holder igen med at ansætte og fyre, indtil der er større afklaring om AI-transformationen. Derfor ser vi ikke beskæftigelsesvæksten som en markant vækstdriver, men forventer at produktivitetsvæksten vil være den primære driver i år.

Realvækst i privatforbruget tikker op



■US Real Personal Consumption m/m%

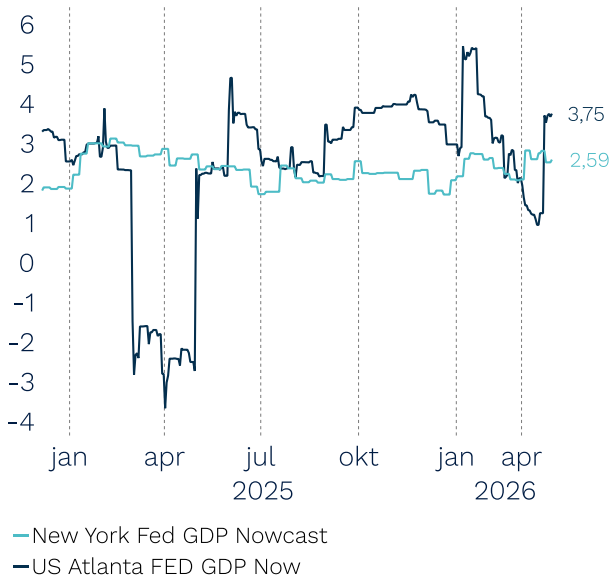
Kilde: Macrobond

Privatforbruget er vokset pænt de seneste 2 måneder med over 0,2% reall m/m. Højere olie- og benzinpriser er fortsat en modvind for forbrugerne, hvilket også har gjort at forbrugertilliden er på rekordlave niveauer. Det har dog ikke stoppet forbruget, som har været overraskende stærkt. Vi forventer at realvæksten i privatforbruget vil lande på omkring 2% i 2026, drevet af skattelettelser og en reallønsfremgang på omkring 1%.

Estimeret fra Atlanta Feds GDPNow peger på en vækst på 3,8% i Q2 2026, mens New York Fed peger mod en forventet vækst på 2,6%. Forbrugs- og arbejdsmarkedstal har været

stærke, og konjunkturbarometrene peger fortsat i en positiv retning.

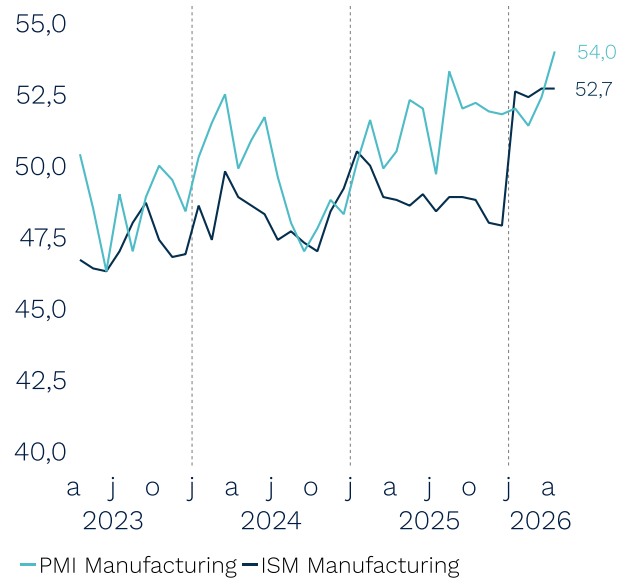
Atlanta Fed og New York Fed indikerer solid vækst



Kilde: Macrobond

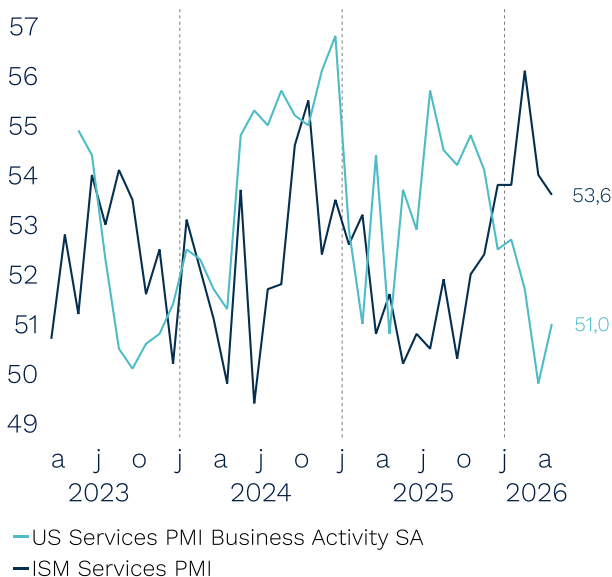
fremstillingssektoren, der ellers har haltet efter, og vores forventning er samtidig at servicesektoren holder sig stærk, hvilket også er afgørende for jobskabelsen.

ISM og PMI for industrien



Kilde: Macrobond

ISM og PMI for servicesektoren

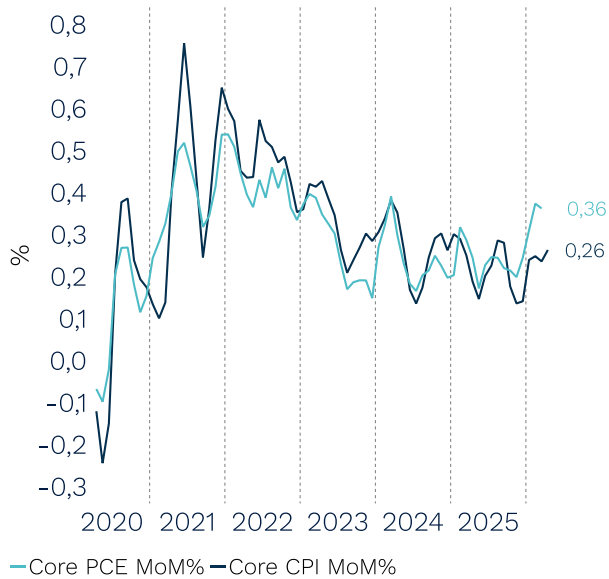


Kilde: Macrobond

Optimismen i fremstillingssektoren er vendt tilbage. Både ISM og PMI tegner på solid fremgang i industrien, og de højere energipriser har tilsyneladende ikke sat sig i optimismen. I servicesektoren er særligt PMI faldet tilbage, mens ISM ligger højere. Optimismen er stadig positiv, men i mindre grad end tidligere. Vi forventer at se fremgang i

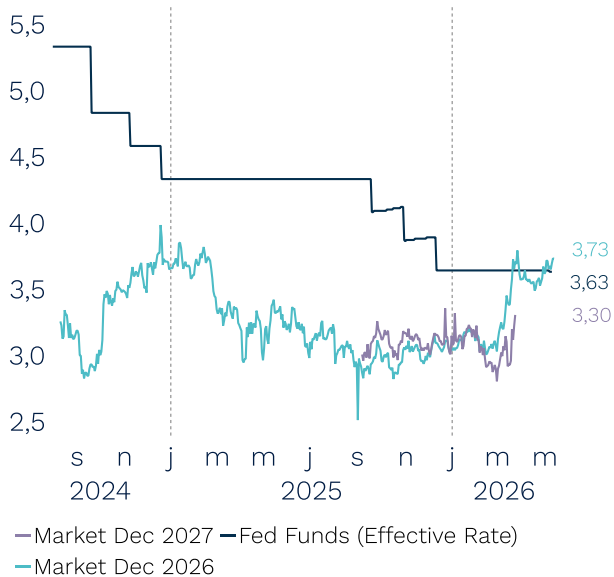
Core CPI har i gennemsnit ligget på 0,26% m/m de seneste tre måneder, mens Core PCE er steget 0,36%. Stigende energipriser lægger et ekstra pres på inflationen, men vi forventer at effekten bliver moderat. En tommelfingerregel er, at en stigning i olieprisen på 10% øger kerneinflationen med 0,04 procentpoint. Effekten er dog væsentlig større på headlineinflationen, hvilket skaber en risiko for at energiprisstigningerne påvirker det underliggende inflationspres, hvis de bliver mere permanente. Det er dog ikke vores base case. Markedet forventer at Fed fastholder renten i år, og de fortsat høje oliepriser kombineret med et arbejdsmarked i bedring mindsker sandsynligheden for rentenedsættelser. Vores base case er en enkelt rentenedsættelse fra Fed, men i takt med at krigen skrider frem erkender vi, at det trækker i retning af færre rentenedsættelser i år.

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



Kilde: Macrobond

FED forventes at fastholde renten



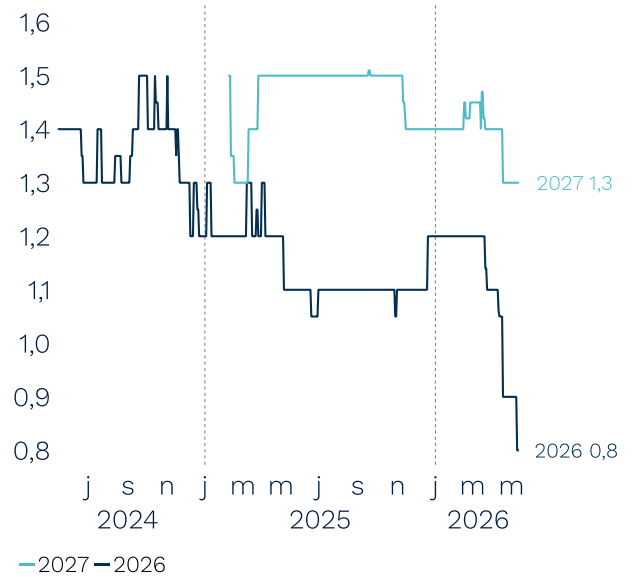
Kilde: Macrobond

Eurozonen

Vækstestimerne for eurozonen er blevet nedjusteret til 0,8% i 2026. Energipriserne er fortsat høje, hvilket er en markant modvind for europæisk vækst. Effekten af højere energipriser forventes alt andet lige at være dobbelt så stor som i USA, svarende til cirka 0,2 procentpoint lavere vækst for hver 10% stigning i olieprisen. Vi ser fortsat positive

drivkræfter i form af finanspolitiske investeringer og større budgetunderskud, men vores forventning er ikke at det får sat gang i den europæiske vækstmotor i år. Det løft vil vi først at se ind i 2027. I 2026 forventer vi at væksten vil lande i intervallet 0,5-1,0%.

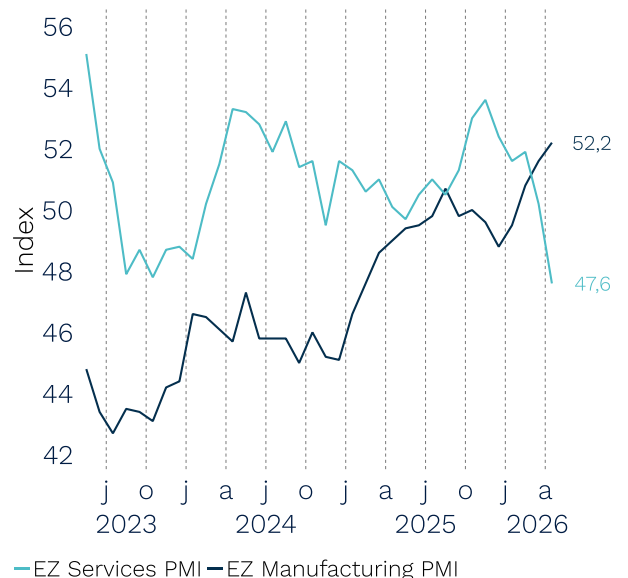
Euro BNP-vækst: Konsensus 0,8% i '26



Kilde: Macrobond

Konjunkturbarometrene for Europa peger i forskellige retninger. PMI for servicesektoren er faldet til 47,6 mens der er optimisme at spore i fremstillingssektoren som ligger på 52,2.

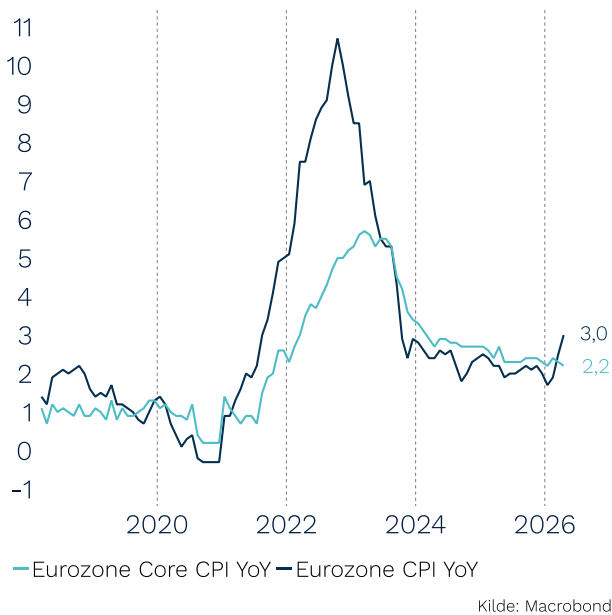
Eurozone PMI: Blandet signaler



Kilde: Macrobond

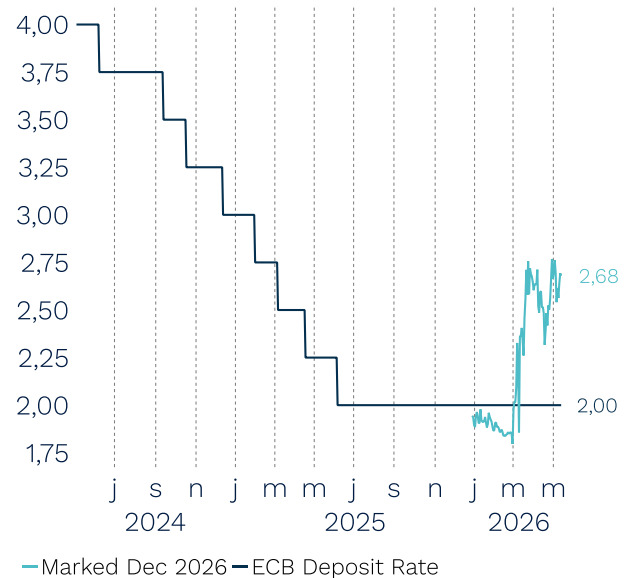
Finanspolitiske investeringer og fokus på Europas strategiske autonomi er med til at give et løft til fremstillingssektoren og klare modvinden fra de højere energipriser. Derimod rammer de stigende energipriser forbrugerne og dermed også servicesektoren. Vores base case er at krigen og forstyrrelserne på energimarkedet ikke bliver længerevarende. Det er en risiko for den europæiske vækst, hvis olieprisen forbliver over 100 dollars per tønde.

Eurozone inflation er steget



Inflationen i euroområdet ligger senest på 3,0% for headline og 2,2% for kerneinflationen. Energipriserne trækker headline-inflationen op, men effekten på kerneinflationen har været begrænset, hvilket vi også forventer fremadrettet. Markedet priser i øjeblikket tre renteforhøjelser fra ECB i løbet af 2026. Det mener vi er i overkanten, da der er tale om et udbudschock på energimarkedet, som vi vurderer er midlertidigt. Hertil kommer at lønstigningstakten peger nedad, og at væksten i euroområdet forventes at være begrænset. Derfor er vores base case 1-2 renteforhøjelser fra ECB. Det kan dog skride, hvis krigen trækker ud. Vi erkender samtidig at ECBs reaktionsmønster kan have ændret sig efter 2022, hvor konsensus var at man reagerede for sent.

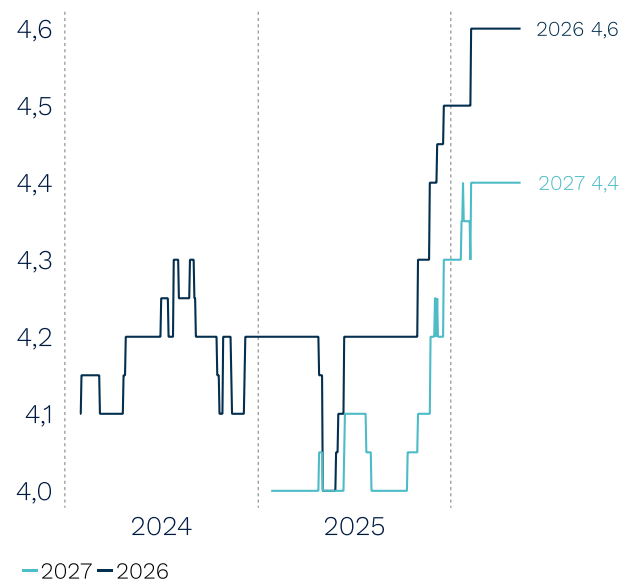
Markedet forventer 3 renteforhøjelser fra ECB



Kina

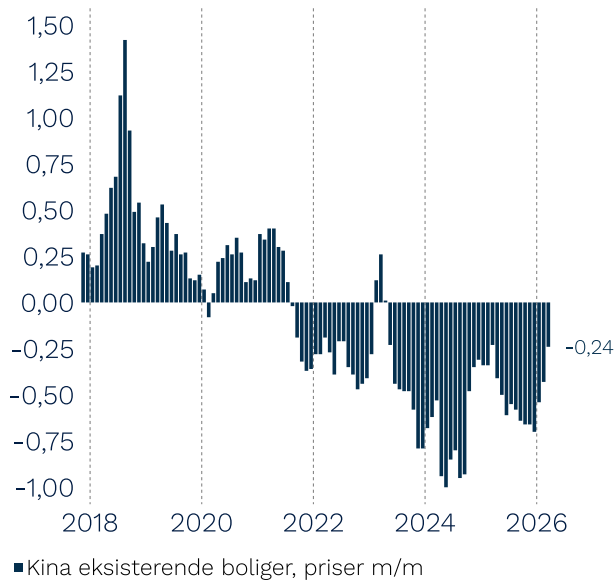
I Kina forventes væksten i 2026 at lande på 4,6%. I modsætning til USA og Europa er vækstestimerne for Kina ikke blevet nedjusteret den seneste tid. Eksporten fortsætter med at være vækstmotoren for kinesisk økonomi. Der er fortsat udfordringer for den indenlandske efterspørgsel, men der begynder at være lyspunkter.

Kina: Konsensus BNP 4,6% for 2026



Priserne på ejendomsmarkedet falder i et lavere tempo, og der begynder også at være bedre aktivitet på boligmarkedet i de større byer. Hertil kommer lempeligere lånevilkår, der er med til at stimulere boligefterspørgslen. Det vil dog stadig kræve tid, før det vender den negative spiral, hvilket er afgørende for at få gang i den indenlandske efterspørgsel.

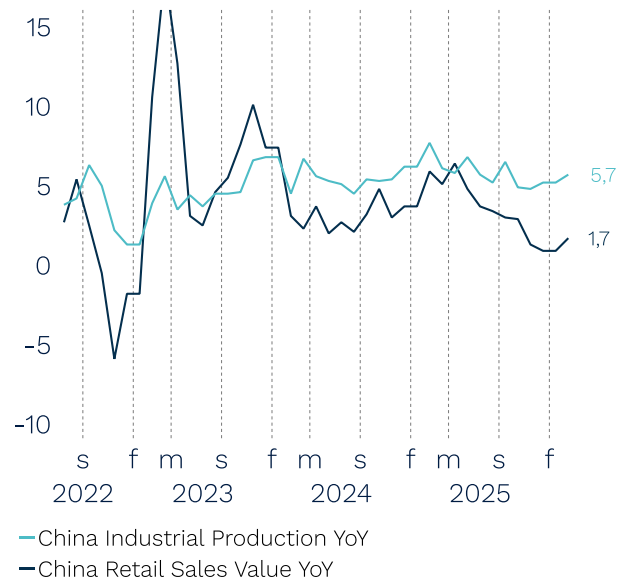
Kinas boligmarked har fortsat problemer, priserne falder



Kilde: Macrobond

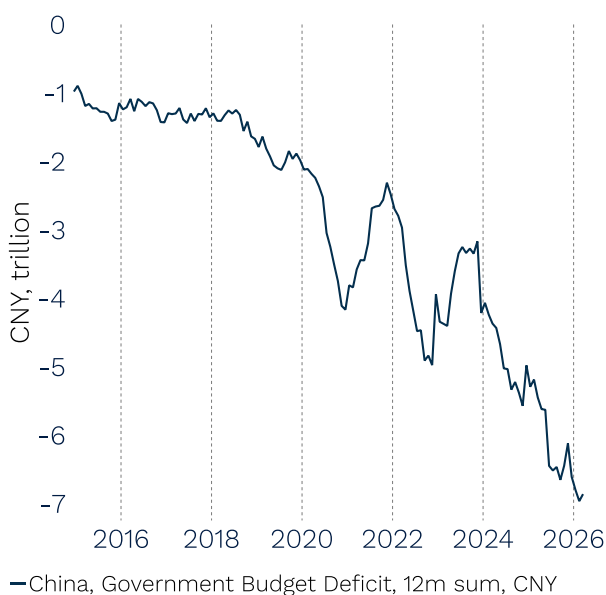
Detailsalget vokser senest med 1,7% y/y og er i bedring. Der meldes om bedre forbrugertillid, som kan have en afsmittende effekt på detailsalget, og formueeffekten fra det stigende aktiemarked trækker også i en positiv retning. Vores forventning er dog at der fortsat går tid, før den indenlandske efterspørgsel for alvor er tilbage. Vi forventer at det kan ske i 2027, hvor boligpriserne formentlig vil være stabiliseret, og forbrugerne igen begynder at reducere deres høje opsparingskvote.

Todelt fremgang i kinesisk økonomi



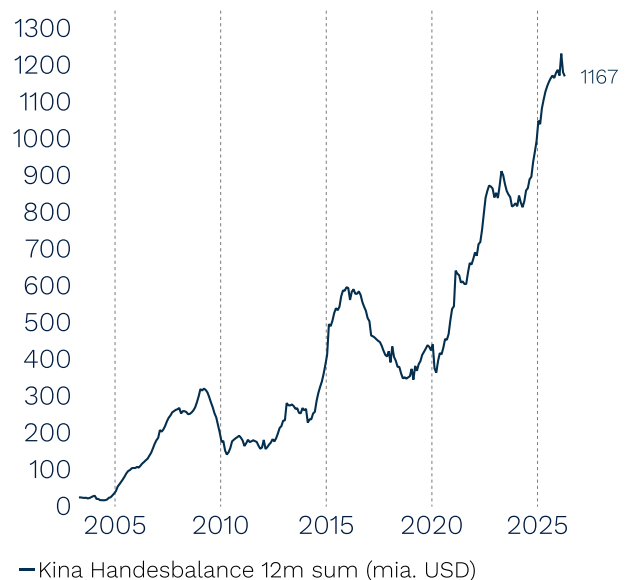
Kilde: Macrobond

Kinas budgetunderskud



Kilde: Macrobond

Kinas handelsoverskud er banket op



Kilde: Macrobond

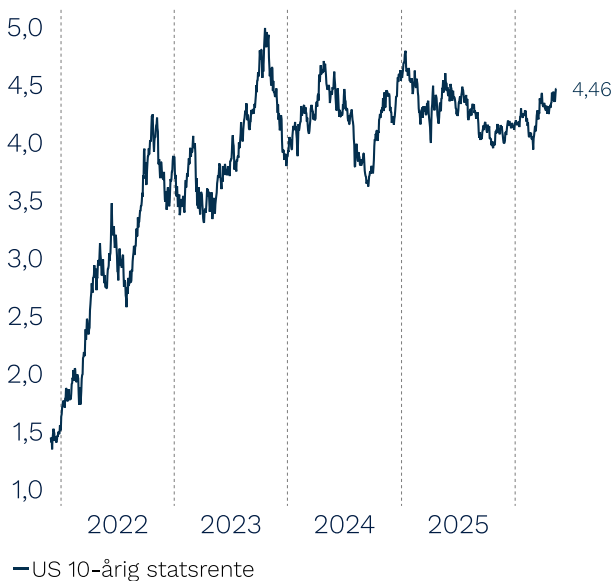
For nu er det fortsat industriproduktionen og eksporten, som driver økonomien fremad. Overkapaciteten i produktionen giver mulighed for at Kina forbliver verdens fabrik. Et positivt element er den højteknologiske udvikling, som vi forventer bliver en markant vækstdriver fremadrettet.

Obligationsmarkedet

Renterne er blevet presset op af krigen i Iran. I USA ligger den 10-årige statsrente på 4,46%. Forventningerne om at energipriserne trækker inflationen op har dog ikke sat sig i inflationsforventningerne, som ligger stabilt omkring 2,5%. Det er afgørende for renteutviklingen, at inflationsforventningerne er velforankrede. Vi mener samtidig at tærsklen for at Fed hæver renten er høj, og at sandsynligheden for rentenedsættelser er væsentlig større. Vi forventer at den 10-årige amerikanske rente ender året i intervallet 4,0-4,5%.

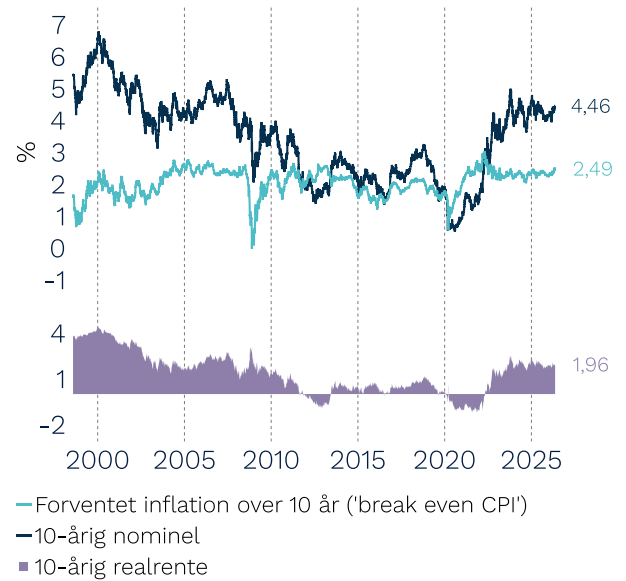
Statsgælden i USA vokser fortsat, men det er for nu ikke et tema i markedet. Det kan det bestemt blive i de kommende år, hvis den lempelige finanspolitik fortsætter.

USA: 10-årig rente på 4,46%



Kilde: Macrobond

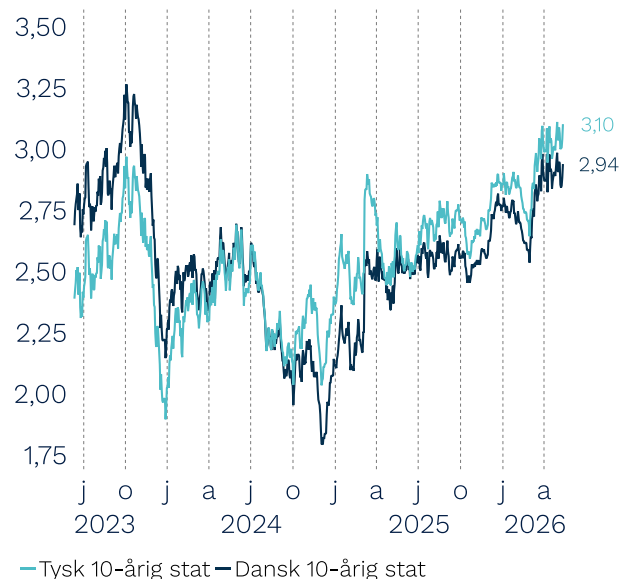
USA: 10-årige inflationsforventninger er meget stabile. Positiv realrente



Kilde: Macrobond

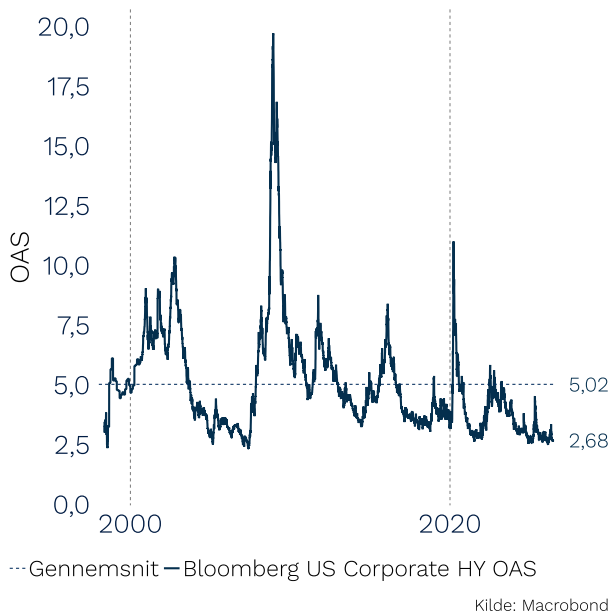
De fortsatte forstyrrelser på energimarkedet betyder at tyske og danske renter fortsat ligger på høje niveauer. Den 10-årige tyske rente er steget til 3,10%, mens den 10-årige danske er steget til 2,94%. Vores fair value for den 10-årige tyske statsobligation ligger i intervallet 2,75-3,25%. Udviklingen i olieprisen har den seneste tid styret renterne, og det forventer vi fortsætter indtil skibene igen begynder at sejle gennem Hormuzstrædet.

10-årig tysk rente 3,10%



Kilde: Macrobond

US high yield rentespænd til stat



Kreditspændene fortsætter med at ligge på et lavt niveau i en historisk kontekst. Rentespændet mellem amerikanske high yield-obligationer og statsobligationer ligger nu på 268bp. En vigtig årsag til det lave kreditspænd skal i historisk perspektiv også findes i det nuværende niveau af statsgæld, der fortsætter med at bevæge sig opad, hvilket kan medføre endnu lavere kreditspænd. Vi er stadig positive på kreditobligationer og forventer at de vil give et højere afkast end statsobligationer i 2026. Vi er særligt opmærksomme på udviklingen i privat kredit og de potentielle afsmittende effekter på high yield-markedet.

Aktiemarkedet

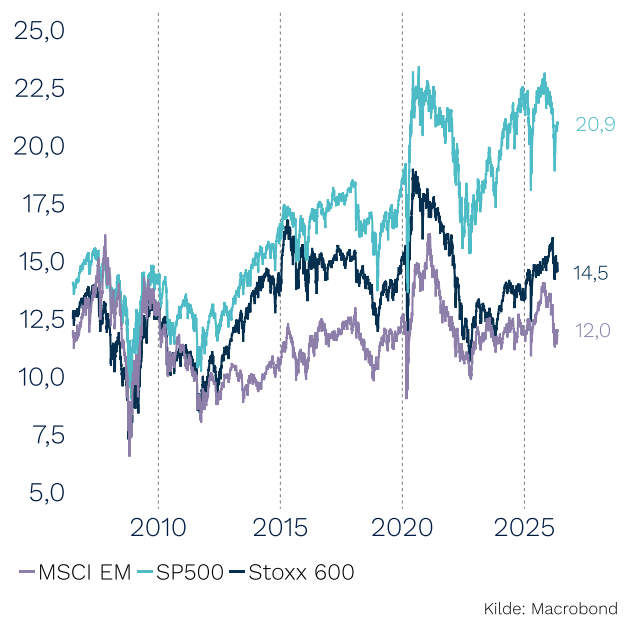
Afkastet år til dato på det globale aktiemarked er 9,4% i DKK. Våbenhvilen har lagt en dæmper på krigen i Iran og medført mere stabile oliepriser, hvilket har flyttet aktiemarkedets fokus over på den stærke indtjeningsvækst. Trods krigen har selskaberne leveret en imponerende regnskabssæson, og indtjeningsforventningerne til S&P 500 er nu oppe på 21,6% for 2026. Det er en markant indtjeningsvækst, som særligt er drevet af IT- og energisektoren. Her er det værd at fremhæve selskaber inden for semiconductors, der udviser rigtig flotte vækstrater. Det har også betydet at trods det stigende aktiemarked handler amerikanske aktier til en 12-måneders

forward P/E på 20,9. Vi ser fortsat konstruktivt på AI og ser det som en markant indtjeningsdriver fremadrettet, og vi forventer at de gunstige effekter med tiden også vil smitte af på sektorer uden for AI.

Afkast på globale aktier i DKK



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

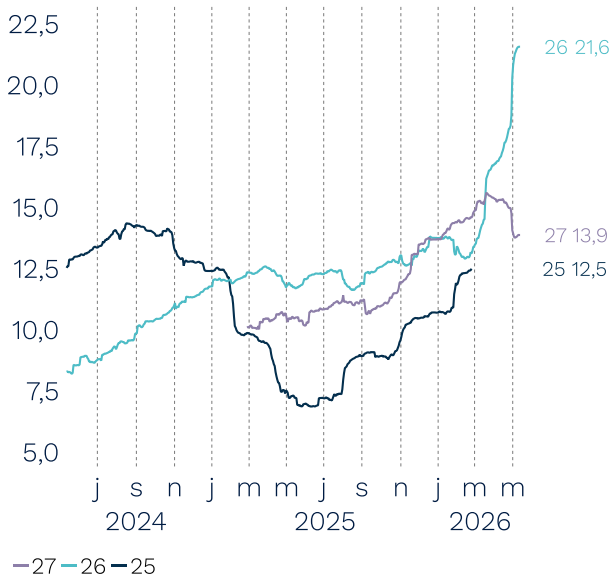


De store teknologivirksomheders investeringer, capex, forbliver et vigtigt tema for aktiemarkedet. Vi forventer at investeringerne vil fortsætte, men at vækstraterne vil aftage ind i 2027.

Værdiansættelsen på amerikanske aktier er fortsat markant højere end på europæiske og emerging markets-aktier.

Sektorsammensætningen er afgørende, da teknologiaktier særligt vejer tungt. Samtidig viser den amerikanske indtjeningsmotor sig endnu en gang rigtig stærk.

S&P500 EPS-vækst estimer

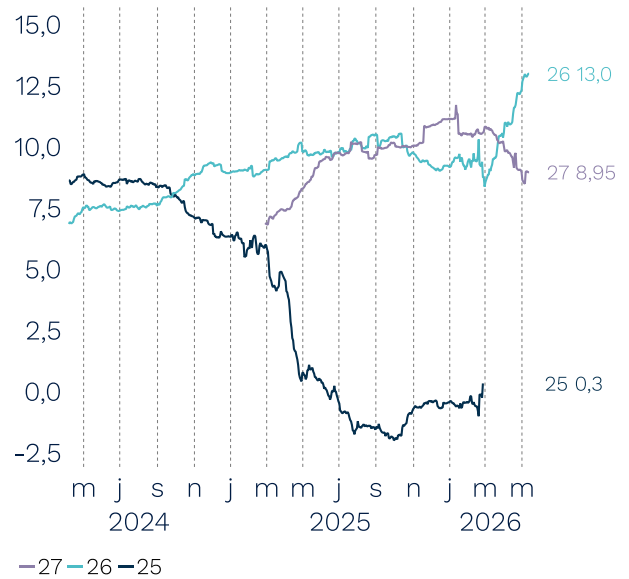


Kilde: Macrobond

I Europa tegner indtjeningsvæksten også til at være stærk, hvor konsensus forventer 13,0% for Stoxx 600 i 2026. Det er ret markant efter en indtjeningsvækst tæt på 0% i 2025, og det ligner for alvor at der kommer gang i det europæiske aktiemarked. Vi sår dog tvivl om indtjeningsvæksten når helt op på det niveau. Analytikerne har de seneste år tenderet til at være overoptimistiske på de europæiske selskabers indtjening, men mindre kan også gøre det.

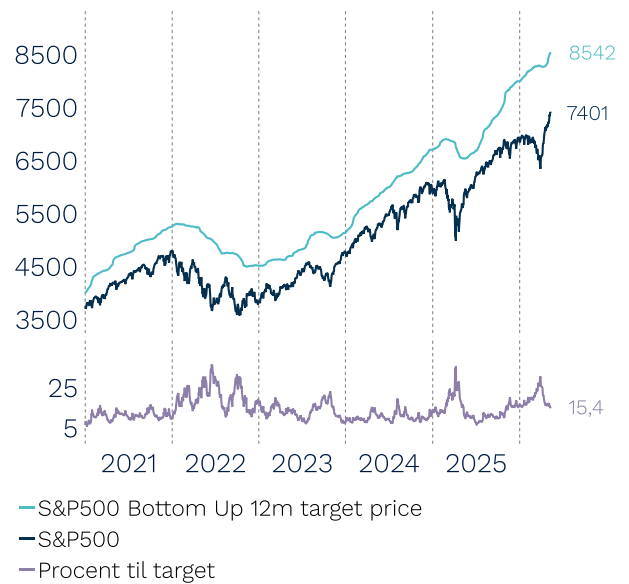
Vi ser fortsat konstruktivt på aktiemarkedet i 2026. Den stærke indtjeningsvækst har fået os til at hæve vores forventning til afkastet på verdensmarkedet til intervallet 10-15%.

Stoxx600 EPS-vækst estimer



Kilde: Macrobond

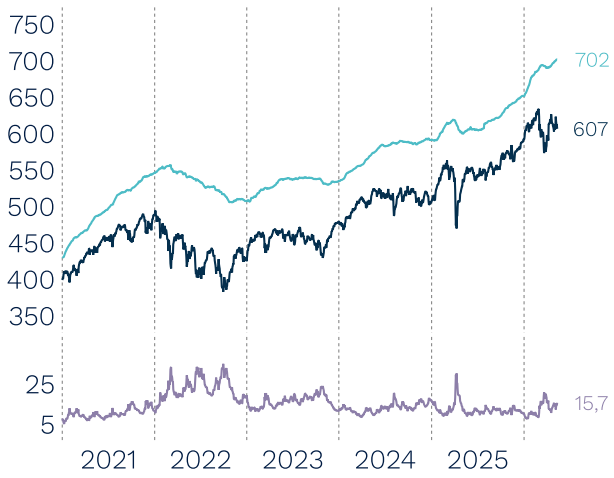
S&P500 kurstarget 12m (bottom up)



Kilde: Macrobond

Bottom-up-kurstestimaterne fra analytikerne befinder sig cirka 15% over det aktuelle kursniveau, hvilket er en betydelig upside. Vi forventer at S&P 500 vil ramme kurs 7.700, hvilket er cirka 5% op fra nuværende niveauer. Bottom-up-konsensus på Stoxx 600 peger på en upside på cirka 14,5%, hvilket vi forventer er i overkanten.

Stoxx600 kurstarget 12m (bottom up)



- Stoxx600 Bottom Up 12m target price
- Stoxx600
- Procent til target

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.