

BI Markedssyn

11. september 2025

BANKINVEST

Handler
med omtanke



Indhold

Indledning.....	2
Allokering.....	3
Makro og markederne	5

Indledning

Vi, og mange andre, troede markedet skulle korrigere over august. Dette efter at den stærke jobvækst over sommeren blev revideret bort.

Frygten blev gjort til skamme. For fokus rykkede over på rentesænkninger fra den amerikanske centralbank. Vi er i en verden hvor svag, men positiv, beskæftigelsesvækst er positiv for risikovilligheden. Populært sagt: Moderat dårlige nyheder er gode nyheder.

Man kan se på makro og markederne som et glas der enten er halv tomt eller halvt fuldt. Makro er ikke så stærkt som det har været. Aktier ligger på rekordniveauer. Men alligevel ser vi et aktiemarked der under overfladen signalerer vækststopsving. Og samtidigt med dette ser vi ind i rentesænkninger fra FED.

I lyset af ovenstående er timing svær. Men alligevel mener vi den rigtige allokering på nuværende tidspunkt er offensiv. Det vil sige overvægt aktier. Det vil sige overvægt lav-kvalitet cykliske aktier. De aktier der skal klare det godt i et scenarie hvor vækstestimerne revideres op.

Det primære argument er, at positioneringen ikke ligger til et Q4 hvor pengepolitikken lempes og væksten holder sig i ro. Jo mere aktier stiger, jo mere gør det ondt på det institutionelle segment. Vi forventer derfor at se, især de institutionelle investorer, blive presset ind i et stadig stigende marked.

Når dette er sagt så anerkender vi den svagere end ventede vækst i beskæftigelsen. Men indtil videre synes det primært stadig at være et sommerproblem. Det var over maj og juni at beskæftigelsesvæksten isærdeleshed var

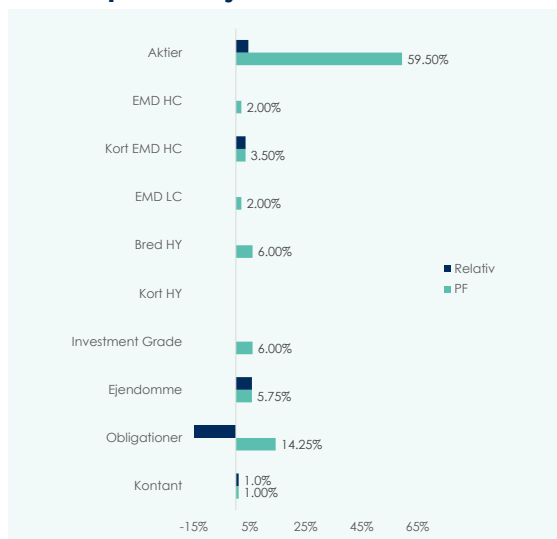
svag. Siden da har vi blandt andet se Initial Jobless Claims falde tilbage igen. Så der er i vores øjne stadig små spæde tegn på at arbejdsmarkedet ikke er ved at kollapse.

Samlet set fastholder vi altså en positiv allokering. Vi gør det med ro i maven da vi har vores exit-plan på plads. Hvis den underliggende dynamik i markedet forværres og/eller momentum i markedet svækkes, så vil vi trække aktieallokering ned. Men ikke før dette.

Allokering

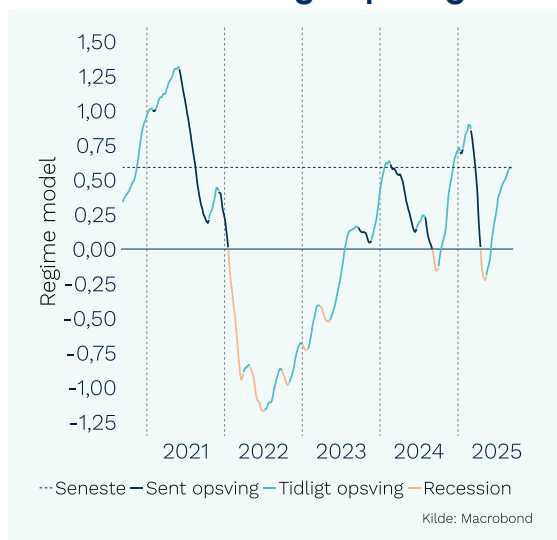
Vi har atter øget vores allokering til aktier. Intra-aktier har vi også øget allokeringen til lavkvalitets cykliske aktier.

Relativ og absolut allokering af modelporteføljen



Vores regimeindikator understøtter denne beslutning. For den indikerer, at vi i øjeblikket er inde i det vi kalder det tidlige opsving.

Vi er inde i det tidlige opsving

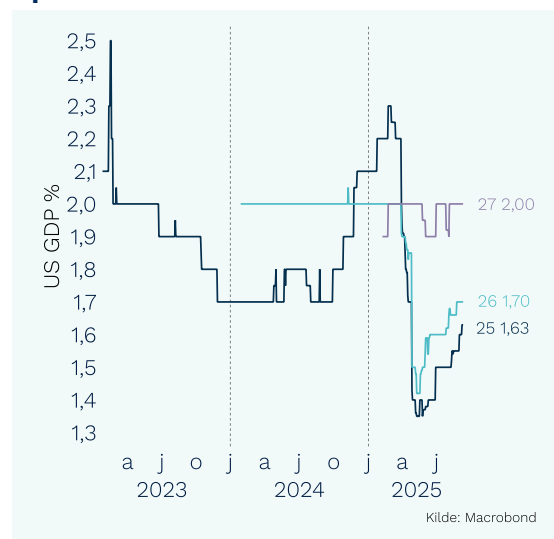


Det betyder at vi forventer at se fortsatte oprevideringer af vækstestimerne. Både globalt, men isærdeleshed for USA.

Når vi er i denne fase, så har man historisk skulle have flere aktier end normalt. Og man har skulle have en høj allokering til de mere cykliske dele af markedet.

Vi bemærker, at vi i disse dage også netop ser oprevideringer af væksten. Dette bekræfter os i, at vores modelsignal peger i den rigtige retning.

Vækstestimerne for USA revideres op



Når dette er sagt så anerkender vi at beskæftigelsesvæksten ikke er så stærk som man kunne have ønsket. Vi stiller os dog det spørgsmål, om man vitterligt skal vente med at allokere til beskæftigelsesvæksten, er plus 100 tusinde igen? For hvis dette er ens betingelse for at købe, skal man så ikke have mere end 1 stærk arbejdsmarkedsrapport? Har man så ikke behov for at se både den som kommer i oktober og november som stærke? Og hvis man venter hele vejen til november med at købe aktier, så kommer man til at stå på sidelinjen til de første rentesænkninger og Q3 regnskabssæsonen.

I stedet mener vi, man bare skal anerkende at positiv beskæftigelse er fint nok i øjeblikket. Og at følsomheden overfor svag beskæftigelsesvækst over de kommende par måneder er aftagende, givet det vil øge sandsynligheden for mere pengepolitisk lempelse. Det er med andre ord en asymmetrisk reaktionsfunktion ind i de kommende par beskæftigelsesrapporter.

Ser vi bort fra makro, så mener vi stadig at *pain trade* er på opsidet. Det vil gøre mere ondt på de institutionelle investorer om aktier stiger end om de falder. Vi forventer, at dette vil forstærke stigningerne gående ind i 2025. Såfremt, naturligvis, at recessionen ikke kommer.

Samlet set positiv eksponering til risiko. I et ønske om ikke at stå på sidelinjen ind i rentesænkninger, regnskaber, og en massiv *pain trade*.

Makro og markederne

Verdensøkonomien og de finansielle markeder er som altid ramt af både de gode og de mere tyngende kræfter. Det handler om hvem der har overtaget! Vi har længe troet på positiv økonomisk vækst i verdensøkonomien og en faldende inflationstrend på lidt længere sigt. Det er stadig i den lejr, vi befinder os.

I det store perspektiv er vi stærkt tilhængere af tesen om, at teknologien er en dominerende positive driver for verdensøkonomien.

I det mere cykliske perspektiv ser vi også flere positive drivers end negative. Den helt afgørende kortsigtede faktor er, at det er kommet mere ro på handelsfronten. Væk er Trumps trusler om 50% tariffes på EU og 145% på Kina. Der er nu indgået aftaler om 15% og 30% henholdsvis. Risikoen for nye udfald fra den amerikanske præsident kan ikke helt afvises. Men vores base case er at aftalerne holder. Det er særdeles vigtigt for den internationale samhandel og væksten.

Vi er også vidne til, at politikerne i de store lande og regioner ikke har mandat til at stramme op. Tværtimod fortsætter rejsen mod mere statsgæld. I Danmark står vi superstærkt på de offentlige finanser. Men det er en udtagelse. I USA vedtog kongressen i juli The One Big Beautiful Bill. Tyskland har kastet gældsbremsen af sig. Kina fortsætter en ekspansiv finanspolitisk kurs. Den gode vinkel er, at det her booster væksten cyklisk. Den dårlige vinkel er, at statsgælden øges rundt omkring, og at der dermed ligger en øget risiko for højere renter på statsobligationer. Vi tror imidlertid ikke, at den risiko er så stor over de næste par år.

For vi er også i en verden, hvor rentepolitikken bliver mere lempelig. ECB har

muligvis sat renten ned for sidste gang. Men Kina lemper stille og roligt og anvender også andre værktøjer end bare renten. Og nu er vi på vej ind i en ny vifte af rentesænkninger fra Federal Reserve i USA.

Endelig er energipriserne relativt lave til trods for alle de spændinger geopolitisk, vi er vidne til. Brent olie handler nede på 66 USD pr. tønde. Det er 5-10% lavere end for et år siden. Klart positivt for verdensøkonomien, der stadig suger meget olie til sig. Naturgaspriserne ligger også stabilt til lidt lavere. Fx handler den hollandske TTF benchmark 33 EUR pr. MWh. Det er lavere end de sidste 2 års gennemsnit på 38 EUR.

Selvfølgelig er der en vifte af økonomiske, finansielle og politiske risici globalt. Men vores hovedscenarie er, at

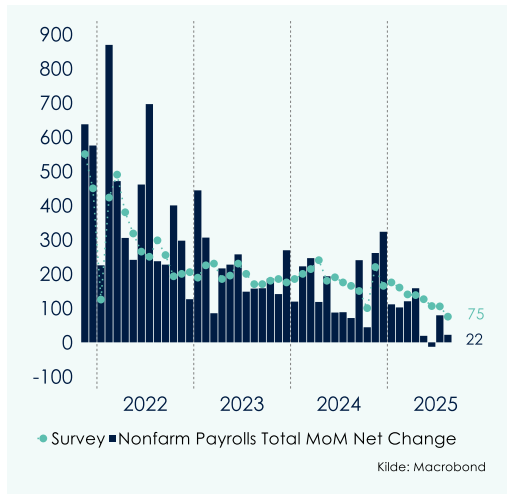
- der er vækst forude globalt
- vi rammer ikke en recession i USA og Europa
- virksomhederne kan fortsætte med at se bundlinjerne vokse
- aktiemarkedet fortsætter opad på det grundlag
- inflationsperspektiverne tegner mere stabile og lidt lavere i særligt USA
- det vil stabilisere verdens obligationsmarkeder og holde de lange renter omkring de aktuelle niveauer
- dollarfaldet er overvejende bag os.

Det er i det hele taget en verden, hvor det fortsat godt kan betale sig at være investeret i de finansielle markeder med en balance mellem aktier, obligationer og alternativer, der passer til ens risikoappetit.

USA

De seneste tal i form af Nonfarm Payrolls var igen lidt af en kold dukkert. Der er bestemt en opbremsning i gang det amerikanske arbejdsmarked. Vi ser det i Nonfarm statistikken, i JOLTS (antal jobannoncer) og i

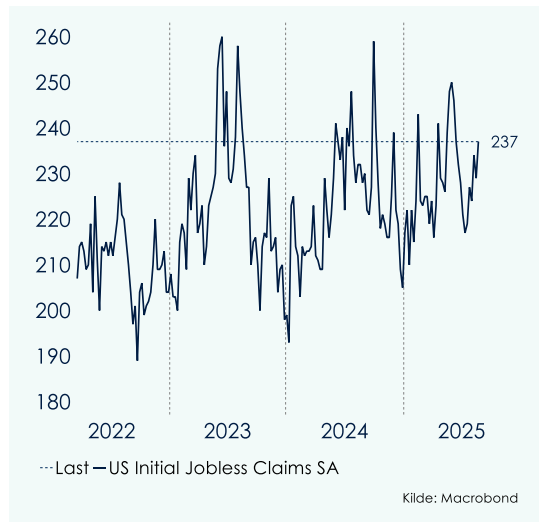
Nonfarm Payrolls flader ud



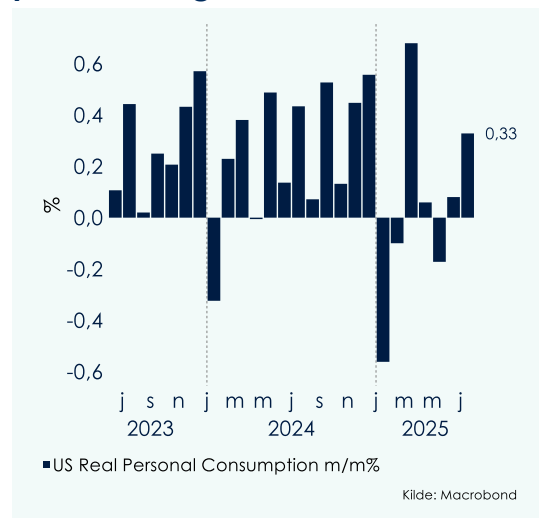
Atlanta Fed og New York Fed estimerer for Q3 BNP-vækst



...men Jobless Claims stadig lav



Mere positiv realvækst i privatforbruget

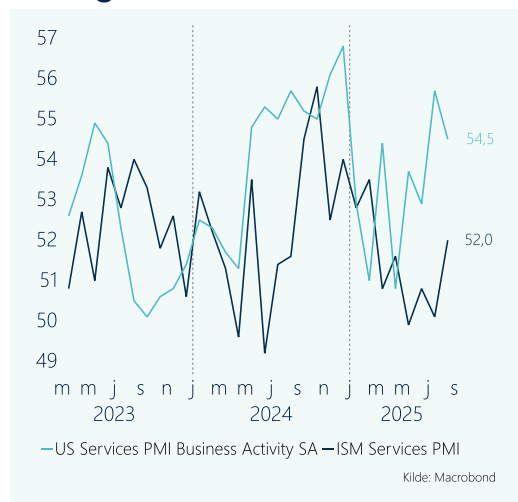


forbrugernes vurdering af mulighederne for at få et nyt job. Signalet er ikke helt så klart i Jobless Claims. Og helt overordnet er den seneste arbejdsløshedsrate på 4,3% ikke kritisk. De sidste 30 års gennemsnitlige rate ligger på 5,5%. Men andre data giver os noget mere komfort:

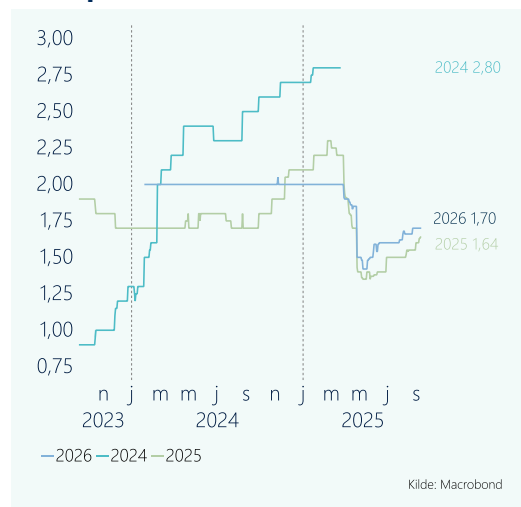
- NY Fed og Atlanta Feds BNP-modeller for Q3 ligger på henholdsvis 2,2% og 3%. Bare 2% vil være ganske fint.
- De seneste tal for realvæksten i privatforbruget ligger relativt pænt. Real

- Personal Consumption steg 0,3% i august.
- PMI for servicesektoren lå rigtig pænt i sidste måned; ISM Service steg også.
- PMI for industrien steg ret markant; ISM for industrien ligger på et sløvt niveau, men det samlede/vægtede signal er mere positivt.
- Det seneste NFIB Small Business Optimism stiger også stille og roligt mod mere positive niveauer.

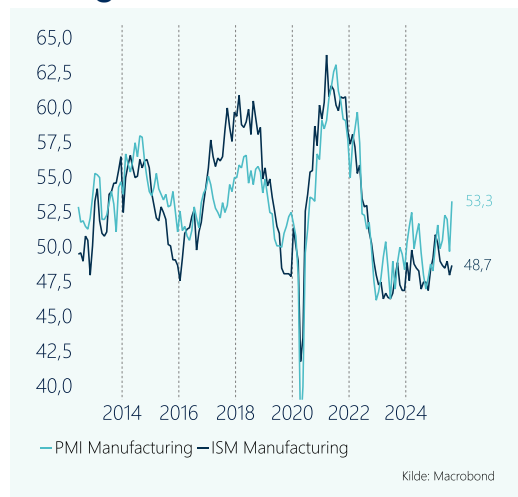
ISM og PMI for servicesektoren



Konsensus BNP-vækst i USA er tikket lidt op



ISM og PMI for industrien

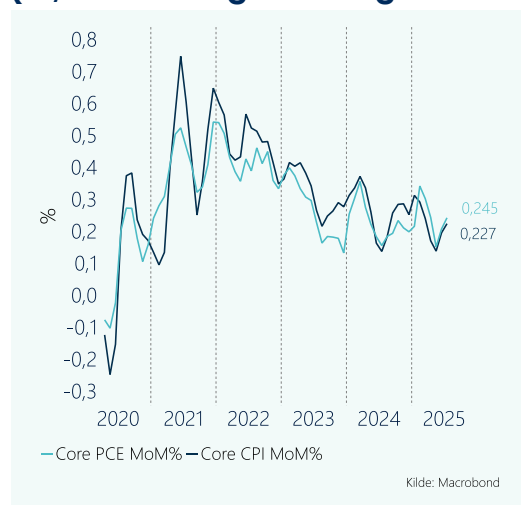


Bottom line: Økonomerne er faktisk stille og roligt i gang med at opjustere estimerne for den økonomiske vækst. De regner nu med en BNP-vækst på 1,6% i 2025 og 1,7% i 2026. Vi har en fornemmelse af, at prognoserne for 2026 kan blive justeret yderligere op i de kommende måneder.

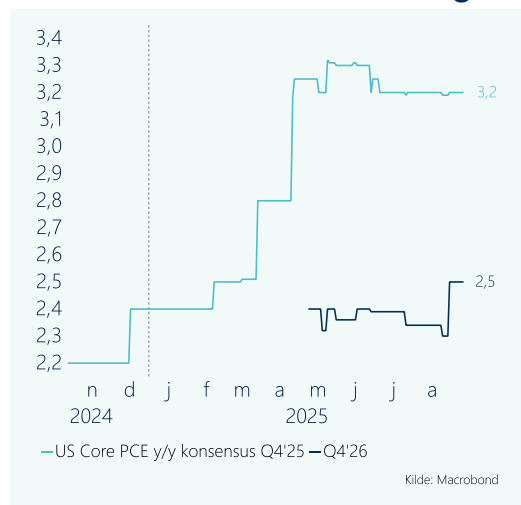
På inflationssiden har de seneste data vist en stigende tendens. Vi nærmer os 0,3% m/m i 3 mdrs. rullende gennemsnit for både core CPI og core PCE. Det er en kende for

meget. Det er dog ikke helt uventet, at USA bevæger sig ind i et midlertidigt løft, forårsaget af bl.a. højere importtold og en svagere dollar. Vi har en høj tiltro til, at der er tale om et midlertidigt cyklisk fænomen, der fader ud igen i løbet af det næste år. Vi noterer os, at konsensus forventer et fald i kerneinflationen (core PCE) fra 3,2% y/y i Q4'25 til 2,5% y/y i Q4'26. Det virker meget realistisk i vores optik.

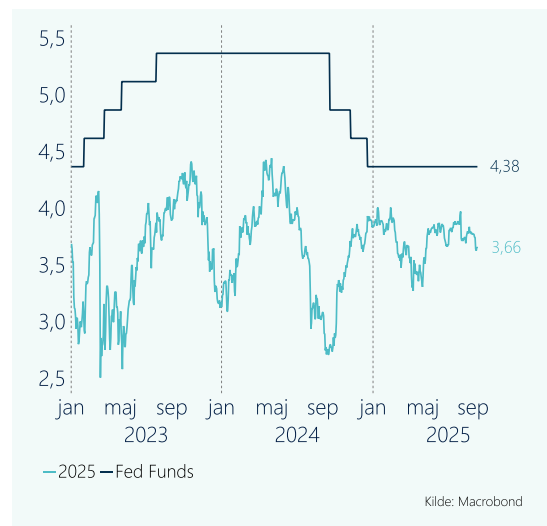
Kerneinflationen viser igen stigninger (m/m 3 mdrs. glidende gennemsnit)



Core PCE konsensus Q4'25 og '26



FED forventes at sænke renten



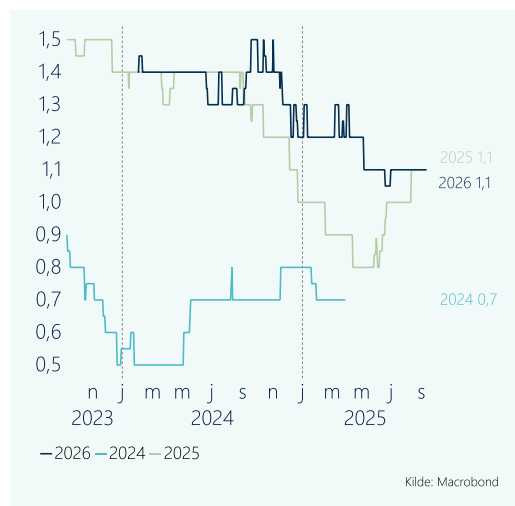
På trods af stigende inflation har den seneste udvikling på arbejdsmarkedet øget sandsynligheden for rentenedsættelser fra FED. Vi forventer 2-3 rentenedsættelser i år, hvilket vurderes som rimeligt givet arbejdsmarkedets nuværende tilstand.

Eurozonen

I den seneste tid har den politiske uro i Frankrig og Storbritannien presset de lange obligationsrenter op. Dette anser vi dog ikke som en hindring for, at eurozonen går et stærkt 2026 i møde. Vi forventer, at betydelige finanspolitiske lempelser vil præge økonomien og give et løft til den

europæiske vækst. Fokus på toldkrigen er dæmpet, og den europæiske økonomi forventes at kunne absorbere en toldsats på 15%.

Euro BNP-vækst: Konsensus

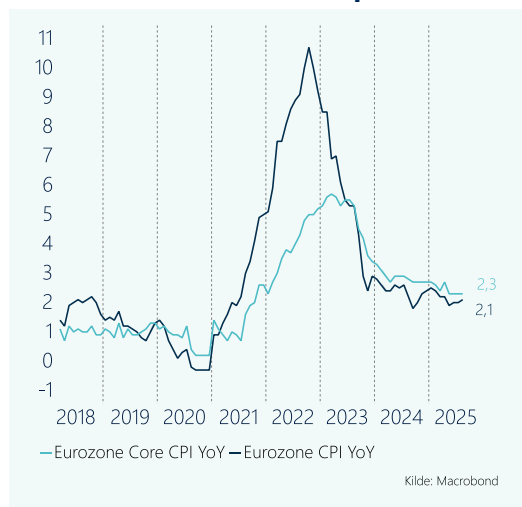


Konsensus for BNP-væksten i 2025 er steget til 1,1%, mens 2026 forbliver stabil på 1,1%. Vi vurderer, at vækstestimerne for 2026 er for lave. Den kommende omfattende ekspansive finanspolitik i Tyskland, kombineret med lavere renter fra ECB, bør løfte væksten. Vi forventer en BNP-vækst i 2026 på omkring 1,5-2,0%.

Inflationen i euroområdet var senest 2,1% for headline og 2,3% for kerneinflation, målt år/år. Den beskedne vækst i Europa og en svagere valuta tyder på lavere inflation. Aftagende lønvækst og klare nedadgående tendenser understøtter dette. Konsensus forventer, at kerneinflationen falder til 2,0% i 2026.

ECB har allerede sænket renten markant med fire rentenedsættelser i år. Markedet forventer ingen yderligere rentenedsættelser i 2025. Vi deler denne vurdering og lægger vægt på ECB's kommunikation, som indikerer en høj barriere for flere rentenedsættelser samt tegn på begyndende vækst.

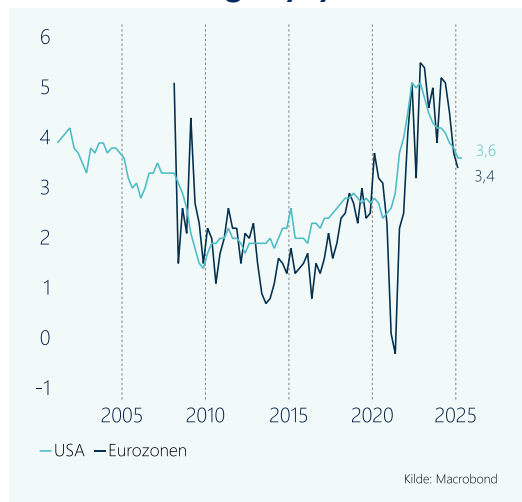
Eurozone inflation tæt på 2%



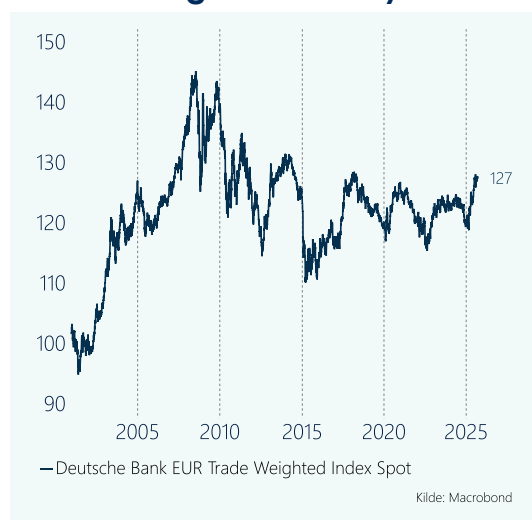
ECB har sænket renten markant



Lønnomkostninger y/y%



Handelsvægtet EUR er styrket



ECB har inflationen under kontrol og er i god balance. Vi følger euroens udvikling tæt, da den har styrket sig markant i år. En stærkere euro kan føre til svagere vækst og lavere inflation. Vi forventer dog ikke, at euroen styrkes yderligere mod dollaren fra de nuværende niveauer. Vores basisscenarie er, at USD-svækkelsen er tæt på sit maksimum, med 1,20 pr. EUR som grænseområde.

Kina

Rammeaftalen mellem USA og Kina er forlænget til november, med fortsat gældende toldsatser på 30% på kinesisk eksport og 10% på amerikansk eksport. Den kinesiske økonomi vokser langsommere end målsætningen på 5%, og vækstestimerne for 2025 er senest nedjusteret til 4,6%. Konjunkturbarometre indikerer en økonomi, som ikke accelererer. Eksporten er fortsat solid, men den indenlandske efterspørgsel halter. Myndighederne prøver med lempelige finanspolitik at styrke den

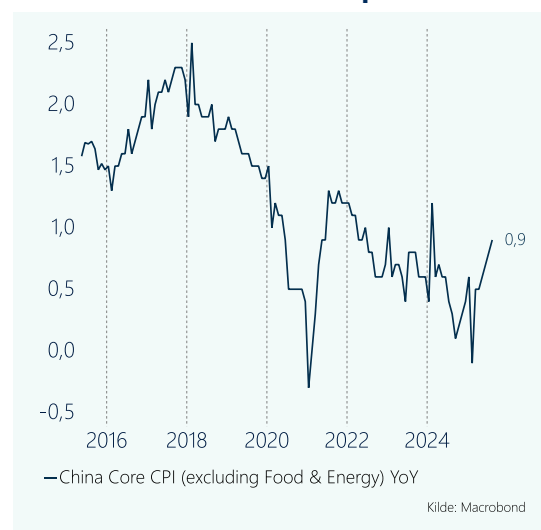
indenlandske efterspørgsel. Det kan give momentum til økonomien.

Kina: BNP-vækstforventninger falder på marginalen



0,4% y/y i august, mens kerneinflationen forblev positiv på 0,9%. Kina balancerer på kanten af deflation, men myndighedernes ekspansive politik understøtter væksten.

Kinas kerneinflation er positiv



Kinas industriproduktion og detailsalg aftager



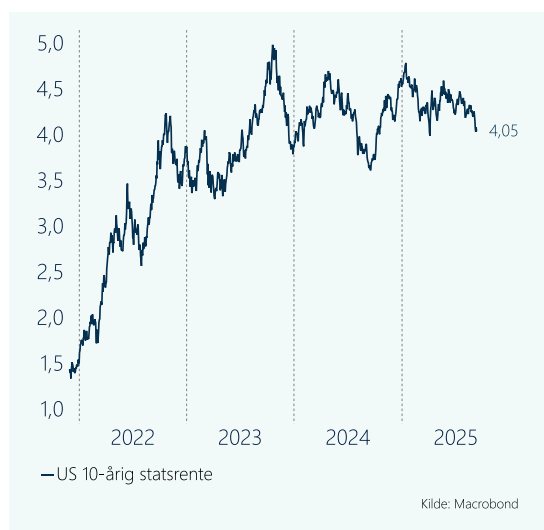
De seneste kinesiske nøgletal har været skuffende. Detailsalget voksede kun med 3,7% y/y og er gradvist aftaget siden årets start, mens industriproduktionen viser en solid vækst på 5,7% y/y, men med tegn på svækket momentum. Boligmarkedet forbliver en udfordring, dog med svage tegn på stabilisering frem mod 2026. Inflationstallene afspejler presset i økonomien: Forbrugerpriserne faldt med

Obligationsmarkedet

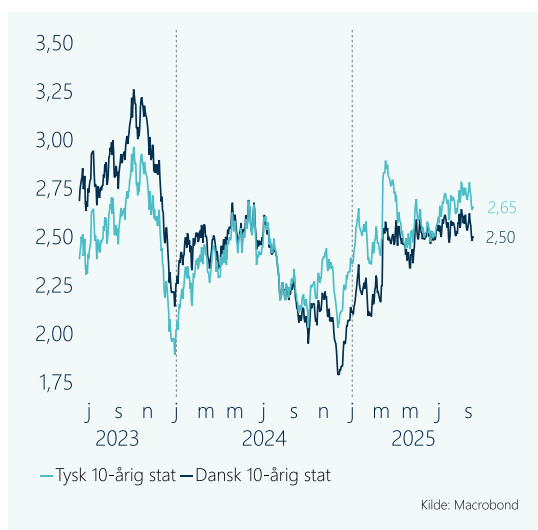
Obligationsmarkedet har været stabilt de seneste måneder. Den amerikanske 10-årige rente er faldet til 4,06%, det laveste niveau siden april, og ligger i den nedre del af vores 'fair value'-interval på 4-5%. Forventningerne til den korte rente i markedet er rimeligt prissat. 'Term Premium' på en 10-årig statsobligation, omkring 44 basispoint, vurderes som fair.

Hverken de højere skattesatser eller den omfattende skattepakke, OBBA, har ført til stigende renter, trods tidligere bekymringer. Vi forventer fortsat solid vækst, og derfor forventer vi, at de lange renter forbliver tæt på de nuværende niveauer.

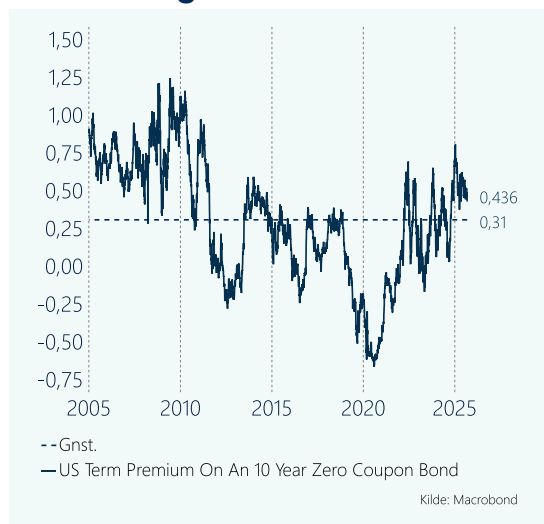
USA: 10-årig rente i den nedre del af fair value interval.



10-årig tyske og danske renter er faldet lidt den sidste måned

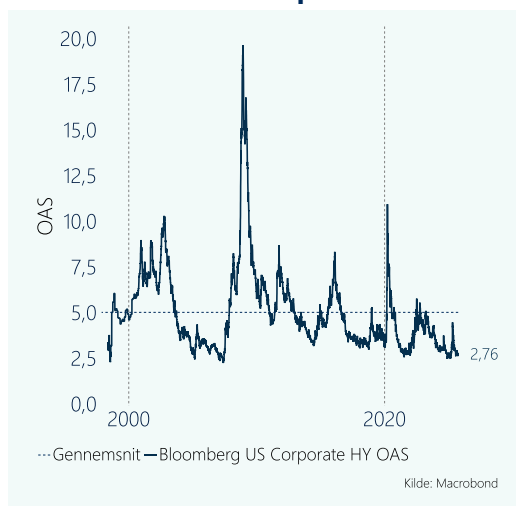


USA: 10-årig 'Term Premium' fair



I Tyskland og Danmark er de 10-årige statsrenter faldet let over den seneste måned. Med niveauer på 2,5-2,6% ligger de stadig i den nedre del af vores fair value-interval på 2,5-3,5%. Tidligere i år hævede vi vores fair value-interval på grund af udsigten til en markant mere gældsfinansieret tysk økonomisk politik.

US high yield rentespænd til stat er faldet til bare 276bp

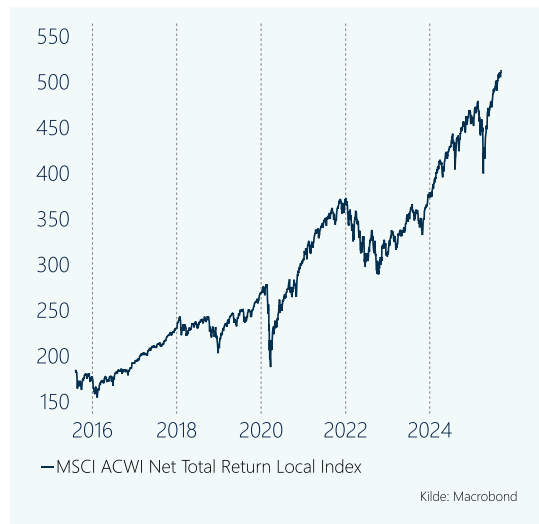


Merrenten på kreditobligationer fortsætter med at falde. Renteforskellen på amerikansk high yield er nede på 276bp, hvilket afspejler stor tillid til kreditmarkederne. Vi forventer, at denne tendens fortsætter, og at spreads forbliver lave i 2025 og ind i 2026. Derfor forventer vi, at kreditobligationer vil levere bedre afkast sammenlignet med statsobligationer.

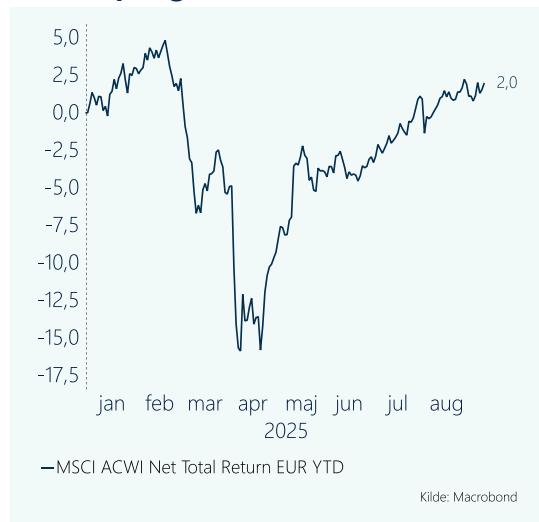
Aktiemarkederne

Aktiemarkedet fortsætter med at nå nye kursrekorder, når valutakurseffekter ikke medregnes. Dollarens betydelige fald har dæmpet afkastet i danske kroner, men det vokser stadig og ligger på 2,0% for året.

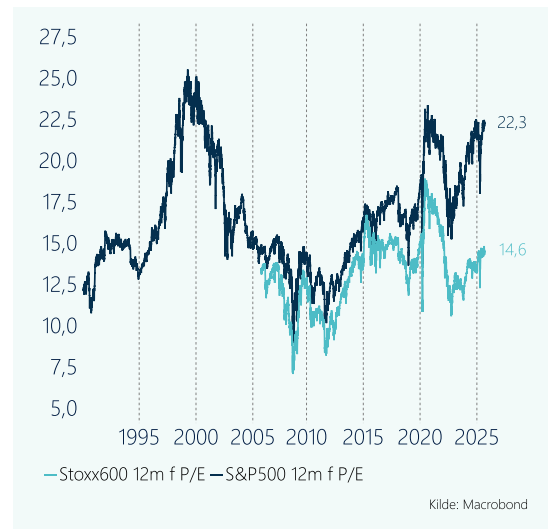
Aktiemarkedet er på ny rekord



Afkast på globale aktier i DKK

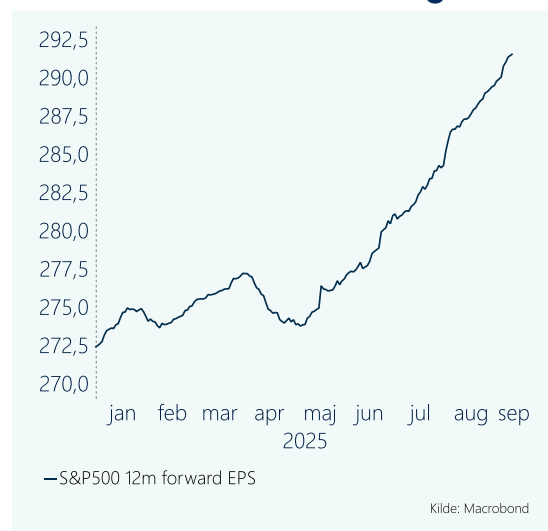


S&P500 er DYRT prifsatsat, men det er bl.a. europæiske aktier ikke



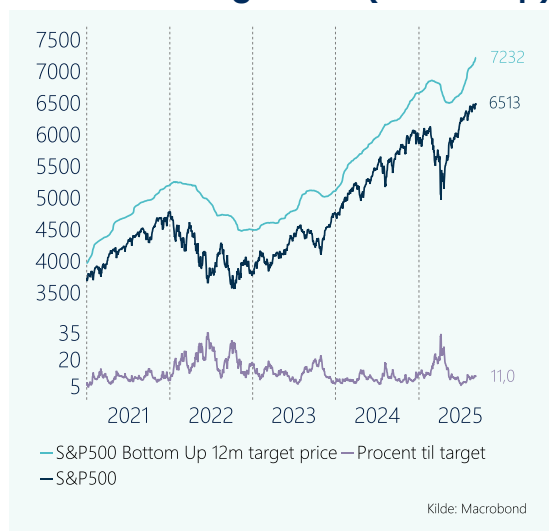
Den seneste optur er primært drevet af det amerikanske aktiemarked. Europæiske aktier har ikke set samme stigning, men performer stadig solidt efter en stærk start på året. Det danske aktiemarked forbliver udfordret. S&P 500 handles dyrt med en 12-måneders forward P/E på 22,3, mens Stoxx 600 i Europa ligger på et mere fornuftigt niveau med 14,6. Vi vurderer dog, at den høje amerikanske valuation ikke vil bremse aktierne, da indtjeningsperspektiverne er stærke og AI-temaet kører, hvilket blev bekræftet i de seneste regnskaber.

S&P500 12m forward EPS stiger fortsat

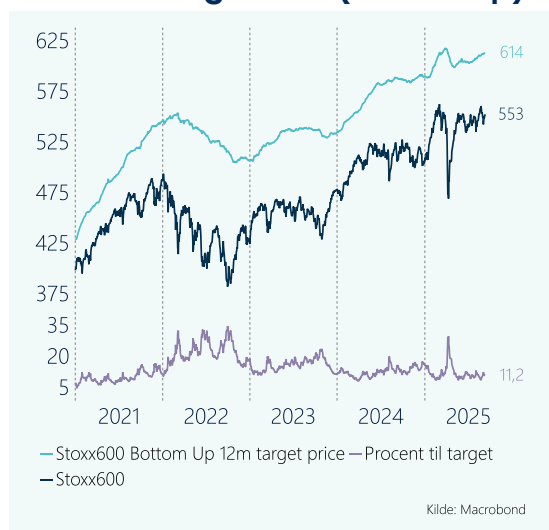


Analytikernes target for S&P 500 ligger på 7.232 (bottom-up) over de næste 12 måneder, hvilket er 11,0% over det aktuelle kursniveau. For europæiske aktier vurderes potentialet for Stoxx 600 til 11,2%. Vi anser dette for realistisk. Afgørende er, at indtjeningen følger med, og her vurderer vi perspektiverne som lovende.

S&P500 kurstarget 12m (bottom up)



Stoxx kurstarget 12m (bottom up)



Disclaimer

Materialet er produceret af BankInvest-koncernen (BankInvest) og skal anses som markedsføringsmateriale. Formålet med materialet er at give generel information og skal ikke betragtes som en investeringsanbefaling. Eventuel omtale af selskaber og værdipapirer skal alene ses i forhold til eventuelle afdelingers portefølje- og risikoprofiler. BankInvest påtager sig intet ansvar 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. Yderligere oplysninger om BankInvest findes på www.bankinvest.dk