



Indsigt

Investeringsstrategi og forventninger

Markedsføringsmateriale

14. januar 2026

BANKiNVEST

Indledning

Vi går ind i 2026 med flere klare medvinde for de finansielle markeder. Vækstprognoserne justeres opad, indtjeningsforventningerne løftes, og den amerikanske centralbank forventes at sænke renten gennem året. Alt dette taler normalt for et positivt klima for aktier og risikobehæftede aktiver.

Det, der giver os en smule uro, er, at det efterhånden er blevet fuldstændig konsensus at være overvægtet aktier. De fleste investorer ser præcis de samme medvinde, som vi lige har nævnt.

Har vi lært én ting de sidste fem år, så er det, at det ofte er risikabelt at følge mængden. Siden coronakrisen er det reelt kun i 2021, at det at gå med strømmen har givet rigtig god mening.

Med det sagt er det svært at pege på en klar, umiddelbar trigger, der skulle kunne ødelægge festen lige nu. Derfor går vi ind i 2026 med en relativt høj allokering til aktier i porteføljen. Først når vi ser et klart skift i momentum, vil vi for alvor begynde at justere allokeringen nedad.

Økonomisk bliver 2026 præget af nogle centrale spørgsmål:

- Kan Europa endelig komme op i gear og vise reel vækst – efter flere års tiltag for at stimulere økonomien? Det mangler vi fortsat konkrete beviser på.
- Hvor længe kan de enorme investeringer i kunstig intelligens i USA fortsætte med samme styrke? Disse har været en af de helt store motorer bag aktiemarkedet de seneste år – et tydeligt tab af momentum her vil sandsynligvis smitte af på markedet.

Politisk bliver 2026 også interessant – især for de finansielle markeder. Det helt centrale punkt er det amerikanske midtvejsvalg i november. Vores forventning er, at Trump-administrationen vil gøre alt, hvad der står i dens magt, for at sikre et godt republikansk resultat. Det er en faktor, man ikke bør undervurdere: Det er generelt farligt at positionere sig imod en siddende

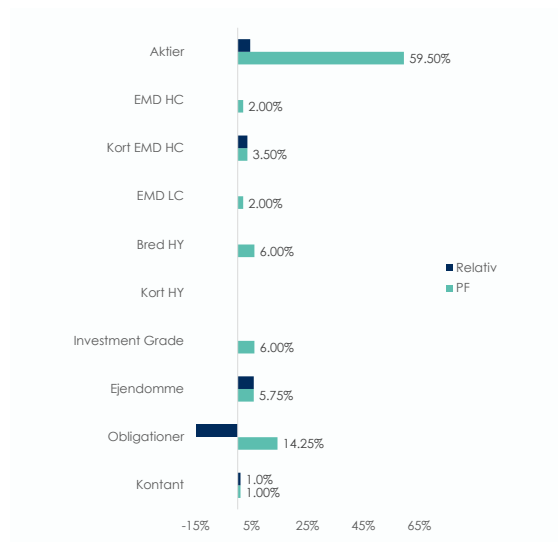
administration, der aktivt arbejder på at holde væksten og markederne oppe.

Alt i alt går vi ind i 2026 med et overvejende positivt syn på markederne – men med åbne øjne for de risici, der kan opstå, når næsten alle sidder i samme båd.

Allokering

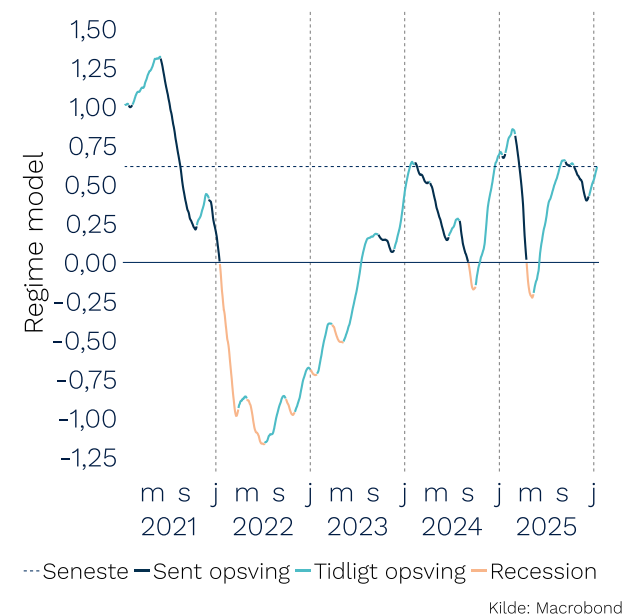
Vi fastholder en overvægt til aktier.

Relativ og absolut allokering af modelporteføljen



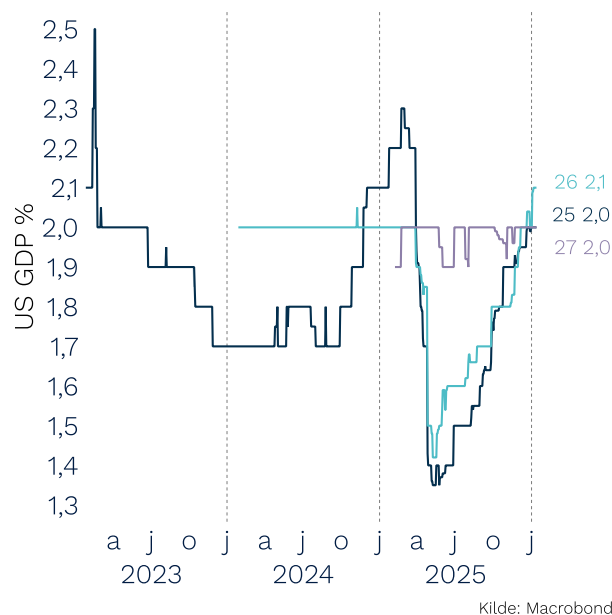
Vores regimemodell forbliver i Tidligt Opsving.

Regimemodellen er klart i Tidlig Opsving



Det betyder vi ser ind i en periode hvor vækstestimatnerne skal revideres op. Noget som vi kan bemærke vi også ser i skrivende stund.

Vækstestimatnerne revideres stadig op



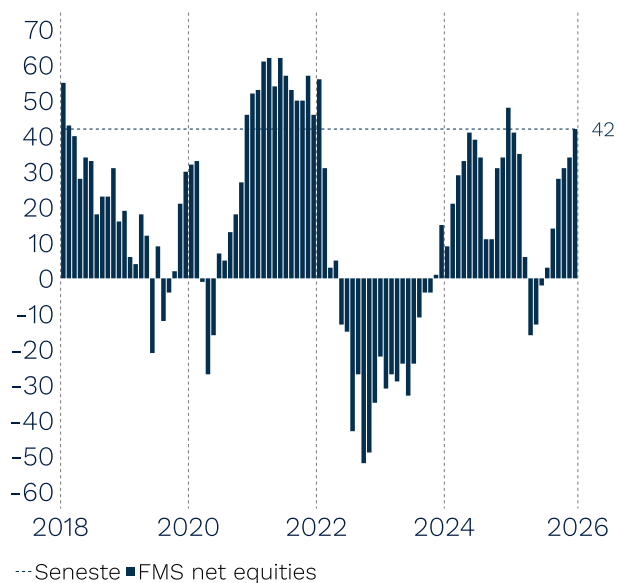
Det er vores forventning, at denne rotation vil forsætte gående ind i 2026. Forklaringen er at vi ser ind i et vækstopsving over første halvår af 2026 som vil blive forstærket af at USA åbner op igen.

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.

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 først skal ind i kvalitetsaktier senere i 2026.

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.

Vi bemærker i samme åndedræt at risikovilligheden er meget høj på rene markedsmål. Ser vi på Goldman Sachs Risk Appetite indikator, så ligger den på de højeste niveauer for de seneste par år.

Risikoappetitten er helt i top



Kilde: Macrobond

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

Makro og markederne

Vi ser fortsat flere medvinde end modvinde for verdensøkonomien ind i 2026. En af de helt store medvinde er en markant mere lempelig finanspolitik i USA, Tyskland, Kina og Japan. Samtidig har centralbankerne enten sat renterne ned eller er i gang med at sænke dem yderligere. Dertil har FED stoppet QT. Vi har dermed både en mere lempelig finanspolitik og en mere lempelig pengepolitik – det er klart vækstfremmende.

I disse år oplever vi desuden noget markant: store teknologiske fremskridt. Vi befinder os midt i en teknologisk revolution – ofte omtalt som den 4. industrielle revolution – med store skridt inden for AI, blockchain, genteknologi og robotter. Alle disse teknologier bidrager til øget produktivitet. Vi tror på, at denne bølge af teknologisk udvikling vil. Det vil medføre betydelige investeringer og masser af innovation.

Bekymringen omkring den seneste svækkelse på det amerikanske arbejdsmarked har fyldt meget, men det er værd at bemærke, at den stærke produktivitetsvækst mere end opvejer den svagere beskæftigelsesvækst.

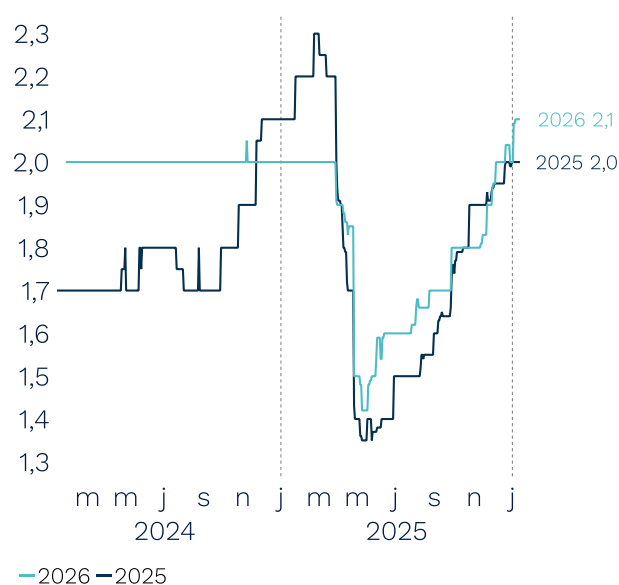
Geopolitikken fylder fortsat meget – og med god grund, da det geopolitiske klima er anspændt. Senest har den amerikanske militæroperation i Venezuela hvor præsident Maduro blev taget til fange, skabt overskrifter. Ukraine-krigen raser stadig. Det er let at blive negativ, når man læser nyhederne. Vores base case for 2026 er dog fortsat “status quo” i Ukraine-krigen. Markedet har en lignende forventning; data fra Polymarket indikerer ca. 45% sandsynlighed for en våbenhvile i 2026, men vi ville sætte den sandsynlighed noget lavere. Den amerikanske retorik omkring Grønland er blevet skærpet, men vi forventer ikke, at det vil ændre NATO-samarbejdet (USA forbliver i NATO og indtager ikke Grønland).

Samlet set er vi positive på den økonomiske udvikling. Selvom geopolitikken fylder mere og mere, forventer vi ikke, at den sætter en kæp i hjulet for verdensøkonomien. Der er fortsat for mange medvinde, der dominerer.

USA

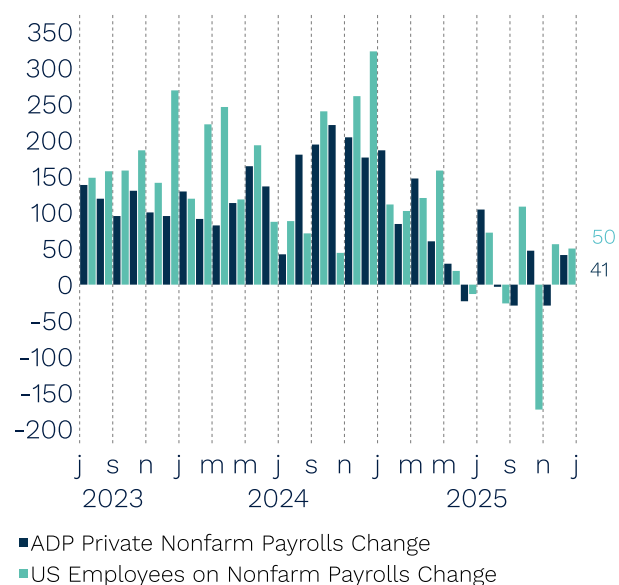
Væksten holder sig fortsat robust i USA. Konsensusestimaterne ligger nu på 2,0% BNP-vækst for 2025 og 2,1 % for 2026. Forventningerne er fortsat stigende – det er vand på vores mølle. Vi tror imidlertid ikke, at det stopper der; vi ser potentiale for, at væksten kan kravle op mod 2,5% i 2026. En ting står klart: Trump vil prioritere en økonomi i fuld fart op til midtvejsvalget i november.

Konsensus BNP-vækst i USA på 2,0%



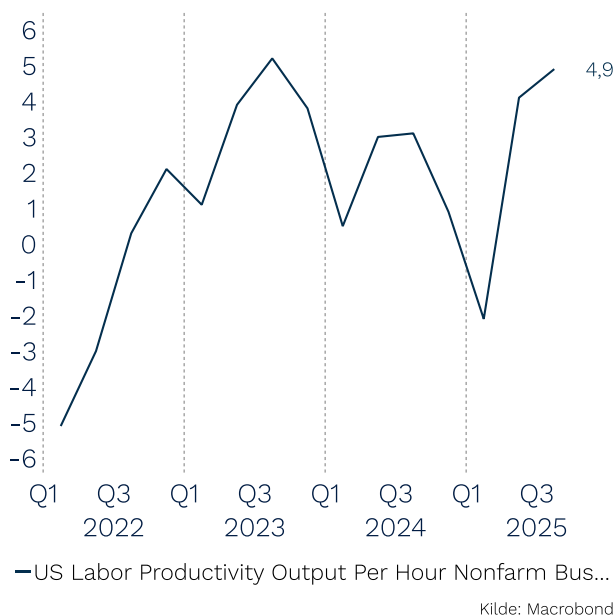
Kilde: Macrobond

Nonfarm og ADP Payrolls viser svaghed



Kilde: Macrobond

...men høj produktivitetsvækst kan opveje svagere arbejdsmarked



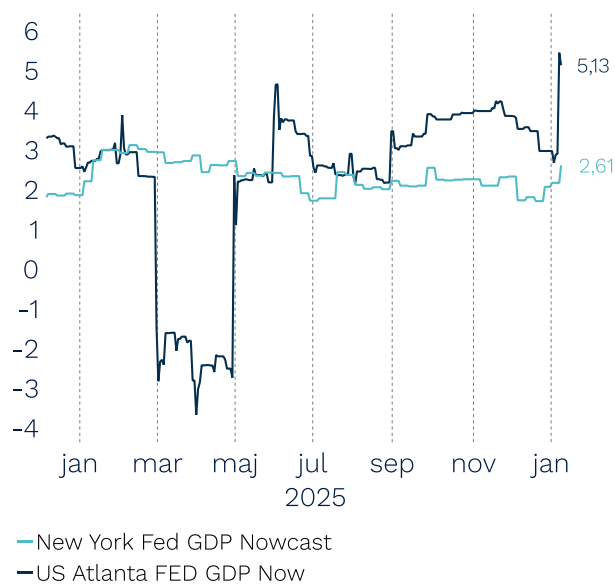
Det store bekymringspunkt er fortsat arbejdsmarkedet. Vi noterer os vedvarende svaghetegn, hvor beskæftigelsesvæksten fortsætter i et lavere tempo end tidligere. Seneste data viser f.eks. kun +50.000 nonfarm payrolls i december 2025 – markant under forventningerne og det laveste månedlige tal i årevis. Vi ser dog ikke tegn på, at arbejdsmarkedet er ved at falde ud af sengen. Initial jobless claims ligger fortsat på et fornuftigt lavt niveau, hvilket indikerer begrænset antal fyringer.

I vores øjne beskriver fænomenet ”No Hiring, No Firing” bedst arbejdsmarkedets nuværende tilstand. Virksomhederne er i gang med at inkorporere AI i stor stil, hvilket giver betydelige produktivetsgevinster og får dem til at holde igen med nye ansættelser – en form for ”jobless boom” i økonomien. Historisk har store teknologiske fremskridt på sigt skabt flere jobs, men arbejdsmarkedet skal tilpasses undervejs. Vi forventer stadig positiv jobvækst i 2026, om end vi ikke forventer et arbejdsmarked, der buldrer afsted.

Det er værd at fremhæve, at de seneste produktivitetstal for Q3 2025 viser en stigning på 4,9% annualiseret – en markant stigning, der mere end opvejer den svagere beskæftigelsesvækst.

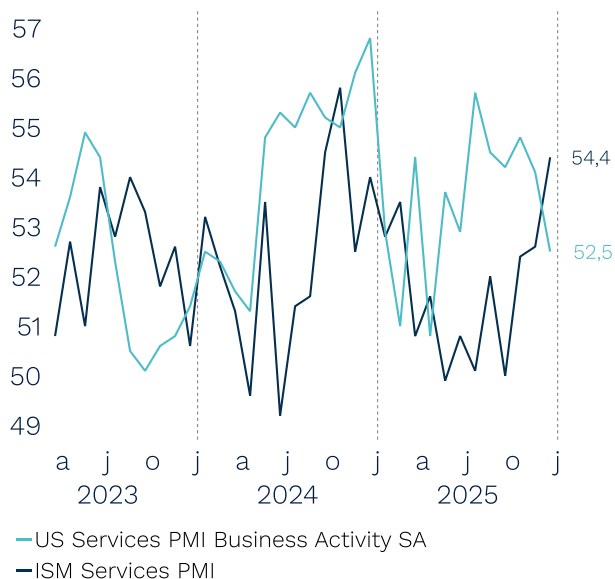
Det seneste estimat fra Atlanta Fed GDPNow for Q4 2025 ligger på 5,1%. Selvom tallet er højt, og drevet af en kraftig forbedring i nettoeksporten (via et markant mindre handelsunderskud), peger også New York Feds estimer opad. Samlet set indikerer det en solid vækst i økonomien.

Atlanta Fed og New York Fed estimer for Q4 BNP-vækst: Kravler op



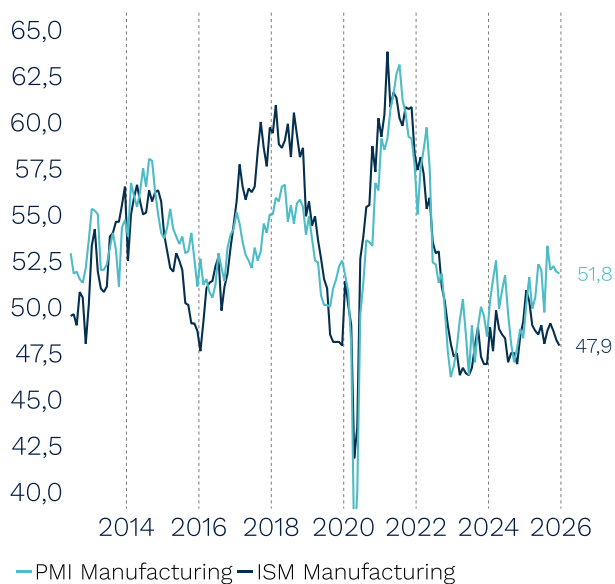
De seneste ISM- og PMI-tal peger på, at servicesektoren fortsat er den primære driver på udbudssiden. Fremstillingssektoren halter derimod fortsat efter, hvilket også ses i den faktiske industriproduktion, der er stagneret. Trumps mål om at løfte industrien og skabe masser af jobs har indtil videre ikke holdt stik. Vi tror på, at vi kan se et løft i industrien ind i 2026, men forventer ikke en markant jobvækst grundet automatiseringer. Langt størstedelen af jobs findes i servicesektoren, hvorfor den også er altafgørende for det amerikanske arbejdsmarked.

ISM og PMI for servicesektoren



Kilde: Macrobond

ISM og PMI for industrien

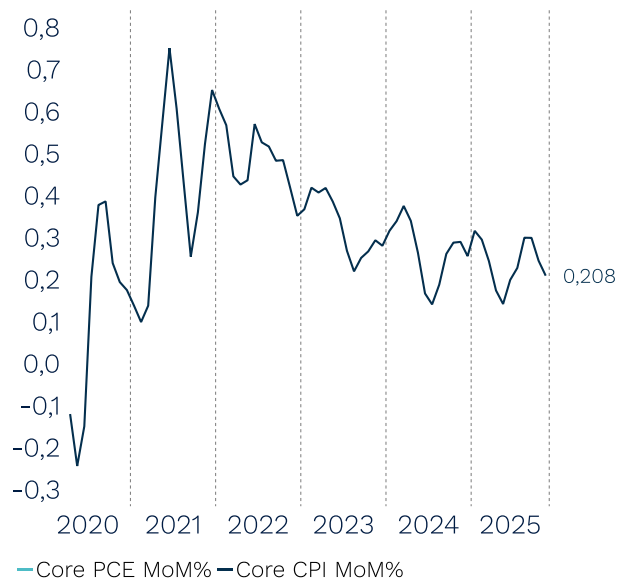


Kilde: Macrobond

Inflationen arter sig bedre. De sidste tre måneder er Core CPI i gennemsnit steget med 0,21%. Markedet står lidt imellem, om det skal blive enten et Reflation- eller et Goldilocks-scenarie. Vi hælder mod Goldilocks-scenariet for nu. Flere elementer begynder at bevæge sig i den rigtige retning, bl.a. owners equivalent rent, som falder ret drastisk. Samtidig ser vi også de store produktivetsgevinster, som den

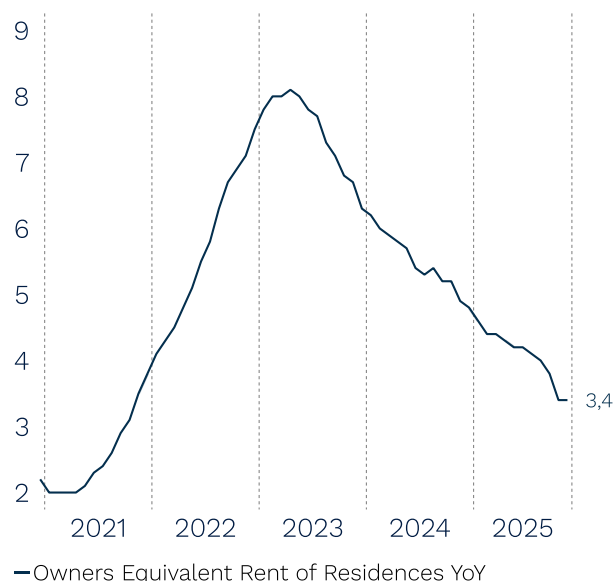
teknologiske bølge medfører, værende deflationære. En mere gradvis stigningstakt i inflationen vil bestemt åbne døren for flere rentenedsættelser fra FED. Markedet forventer to rentenedsættelser i 2026. Vi er enige i, at den korte rente skal ned, og synes niveauet fremstår realistisk. FED's rentekorridor kan meget vel ligge på 3-3,25% ultimo 2026.

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



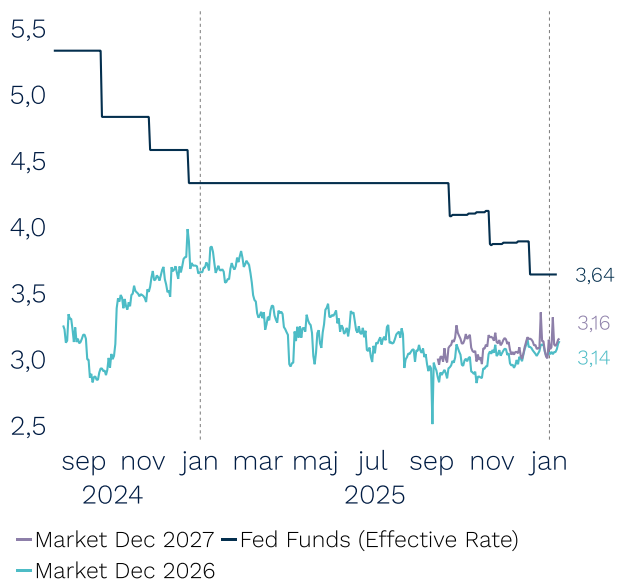
Kilde: Macrobond

Owners equivalent rent aftager



Kilde: Macrobond

FED forventes at sænke renten



Kilde: Macrobond

Euro BNP-vækst: Konsensus 1,2% i '26



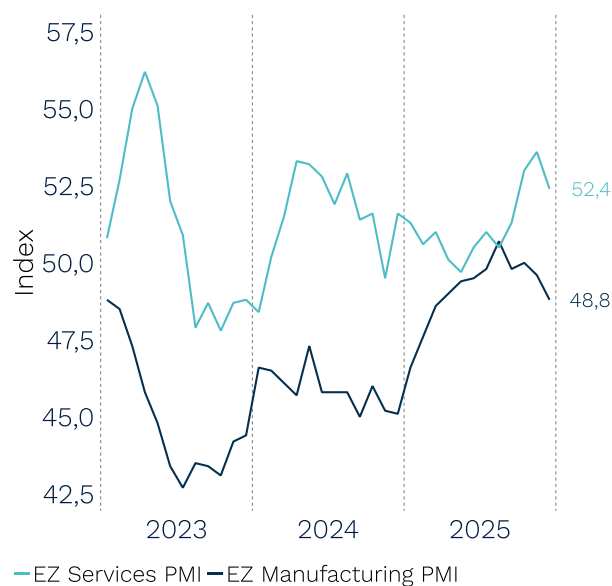
Kilde: Macrobond

Eurozonen

Vækstestimerne i euroområdet for 2025 er blevet markant oprevideret det seneste halve år, så væksten forventes at lande på 1,4%. Det er ret pænt taget i betragtning af de to forgangne år. Estimerne for 2026 har derimod kun rykket sig begrænset, og her forventes 1,2%. Det er fortsat de store økonomier som Tyskland, Frankrig og Italien, der hænger i bremsen og har beskedne vækstestimer.

Tyskland er fortsat meget interessant med udhulingen af gældsbremsen og den 500 mia. EUR infrastrukturfond. Det tager dog fortsat tid, før det for alvor slår igennem i økonomien, men det skal nok komme og give økonomien et løft.

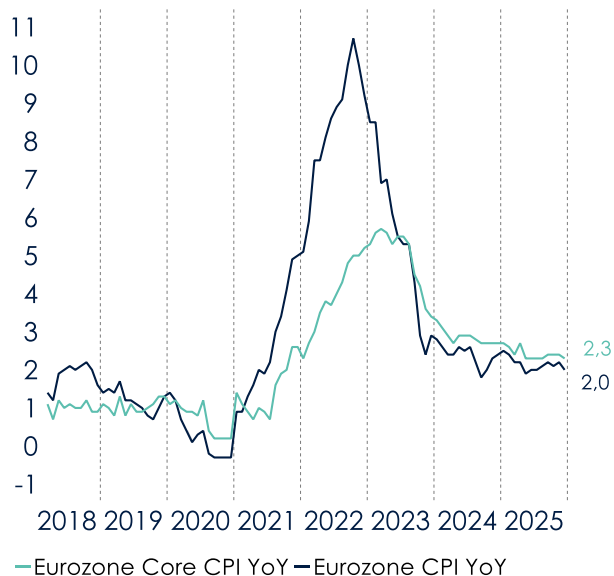
Eurozone PMI: Servicesektoren vokser



Kilde: Macrobond

PMI'erne peger på, at servicesektoren vokser, mens fremstillingssektoren stadig er i kontraktion. Det har den været i lang tid efterhånden, men forhåbentlig kan de store finanspolitiske investeringer og fokuset på Europas autonomi være en positiv medvind – ligesom de lavere energipriser er det. Det samme gælder for de lavere renter, som er positive for fremstillingssektoren, der er en kapitalintensiv.

Eurozone inflation på target



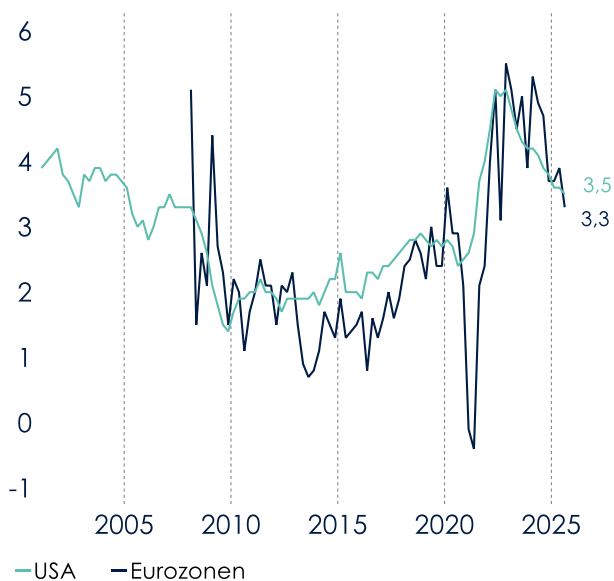
Kilde: Macrobond

ECB vil holde renten på 2%



Kilde: Macrobond

Lønstigningstakten er faldet både i USA og eurozonen



Kilde: Macrobond

Inflationen virker under kontrol med en årlig stigningstakt i headline på 2,0% og 2,3% i kerneinflationen. Samtidig er lønstigningstakten også på vej ned. Det betyder dog ikke, at der er udsigt til rentesænkninger fra ECB. Vi forventer, at renten bliver fastholdt i 2026. I december signalerede det tyske ECB-medlem Schnabel, at det næste skridt bliver op. Dog først noget, vi forventer tidligst sker i 2027.

Handelsvægtet EUR er styrket. Det dæmper også inflationen

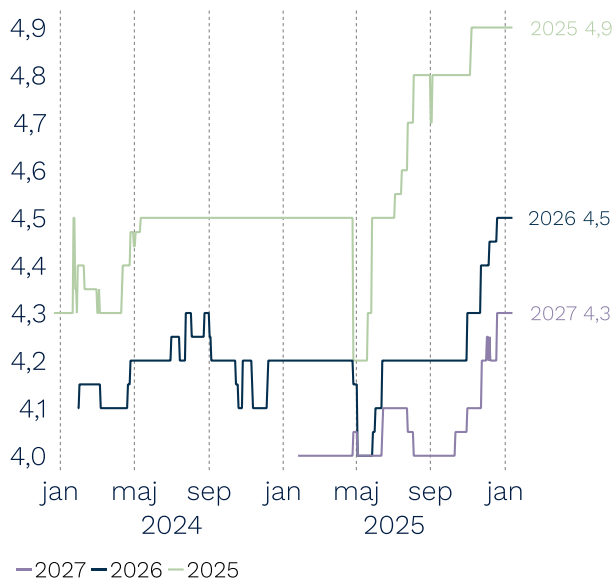


Kilde: Macrobond

Kina

I Kina sluttede året også af med stigende vækstestimer og generelt fine niveauer. Spørgsmålet er som altid i Kina, om de officielle BNP-tal overvurderer den reelle fremgang. Det kan vi ikke afvise. Konsensus forventer 4,5% i 2026.

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



Kilde: Macrobond

Kinas industriproduktion og detailsalg vokser i lavere tempo

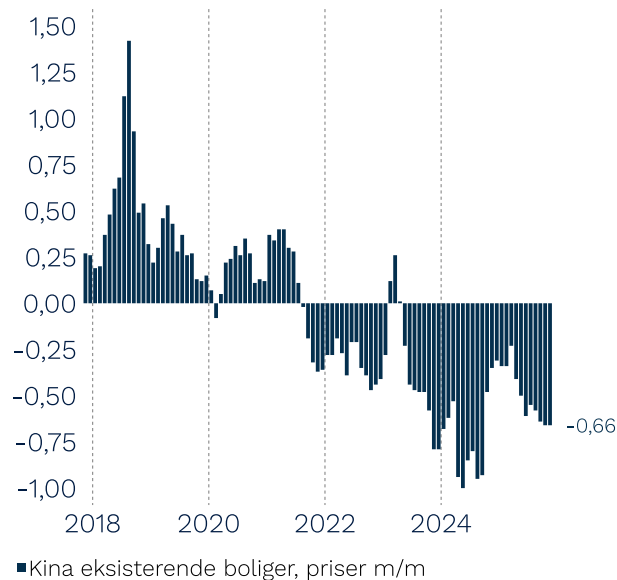


Kilde: Macrobond

Kinas økonomi står dog over for nogle udfordringer. Industriproduktionen er ikke oppe i samme gear som tidligere, men vokser stadig pænt. Den indenlandske efterspørgsel er svag. Detailsalget er nede og vokset med kun 1,3% på årsbasis. Ejendomsmarkedet har stadig en negativ spillover-effekt på de kinesiske forbrugere. Ejendomspriserne fortsætter med at falde, og mere stimuli er tiltrængt.

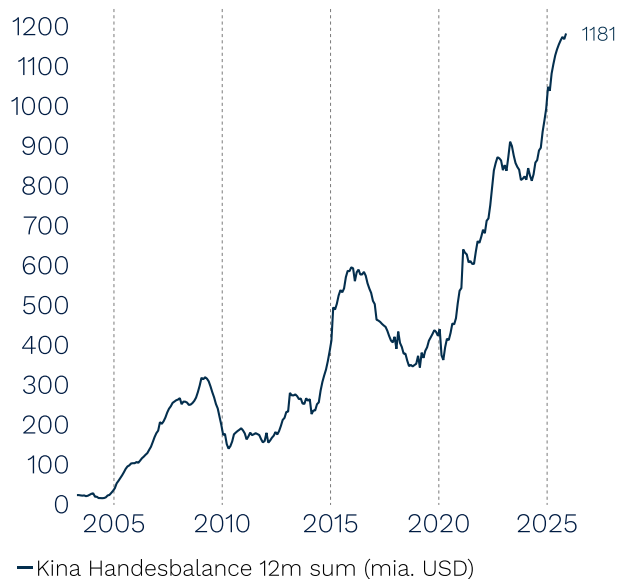
Stabilisering på boligmarkedet er altafgørende for at styrke den indenlandske efterspørgsel. Derfor forventer vi også, at den kinesiske regering vil føre yderligere stimuli til boligmarkedet i 2026.

Kinas boligmarked har fortsat problemer, priserne falder



Kilde: Macrobond

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

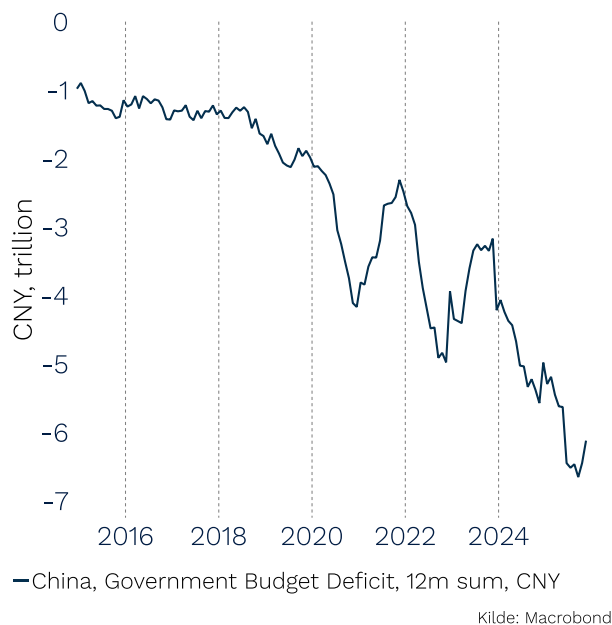


Kilde: Macrobond

Den gamle kinesiske økonomi falder tilbage, men samtidig er der drivkræfter, som er med til at trække den frem. Der er gang i

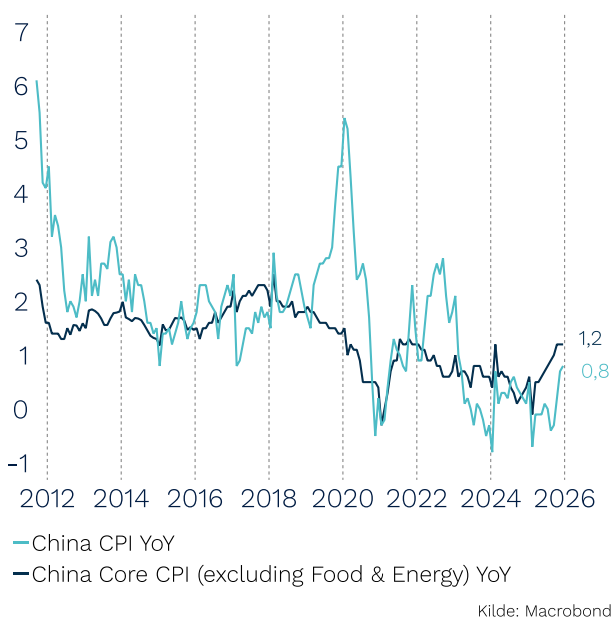
investeringerne i den højteknologiske del af økonomien. Kinas eksport og handelsbalance fortsætter med at vokse pænt.

Kinas budgetunderskud



Inflationen i Kina har løftet sig lidt og lå senest på 0,8 % y/y. Kerneinflationen ligger fortsat på 1,2 % y/y. Det er positivt, at den kinesiske økonomi kommer væk fra deflationære tilstande. Samtidig er inflationen dog lav, så der kan føres en mere lempelig penge- og finanspolitik.

Kinas inflation holder sig lavt



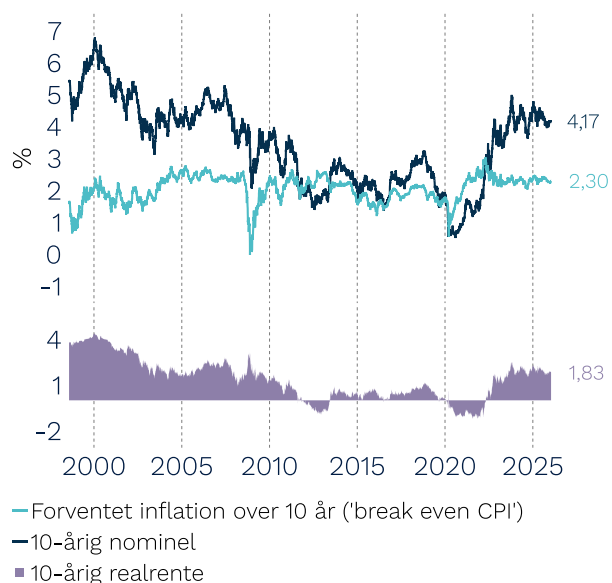
Obligationsmarkedet

Den 10-årige amerikanske statsrente har bevæget sig sidelæns den seneste måned og ligger på 4,16%. Der er fortsat bekymringer for, at renten skal stige grundet det store budgetunderskud.

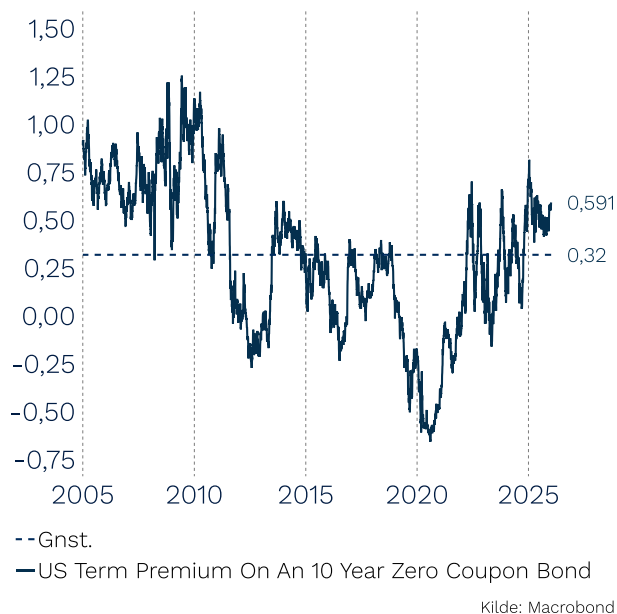
USA: 10-årig rente lidt over 4%



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

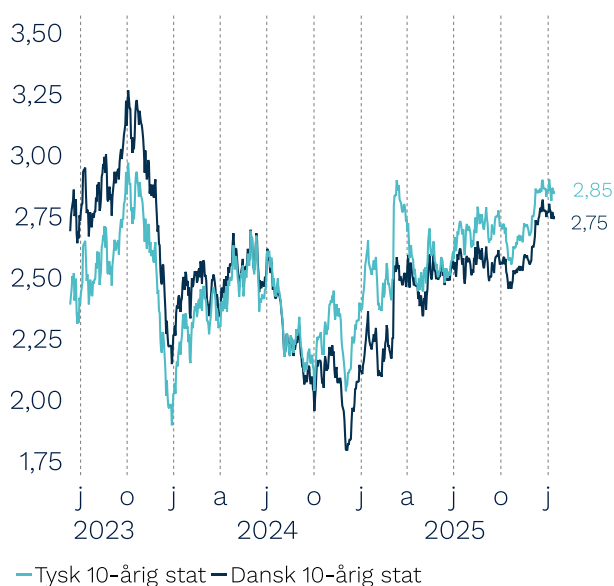


USA: 10-årig 'Term Premium' er fair



Det er en risiko, vi er bekendt med, men vi ser fortsat relativt positivt på perspektiverne. De langsigtede inflationsforventninger forventer vi ikke bliver løftet til et højere niveau, hvilket ville være afgørende for systematisk højere lange renter. Budgetunderskuddet er stort i USA, og statsgælden fortsætter med at vokse, men vi forventer ikke, at det bliver den afgørende driver.

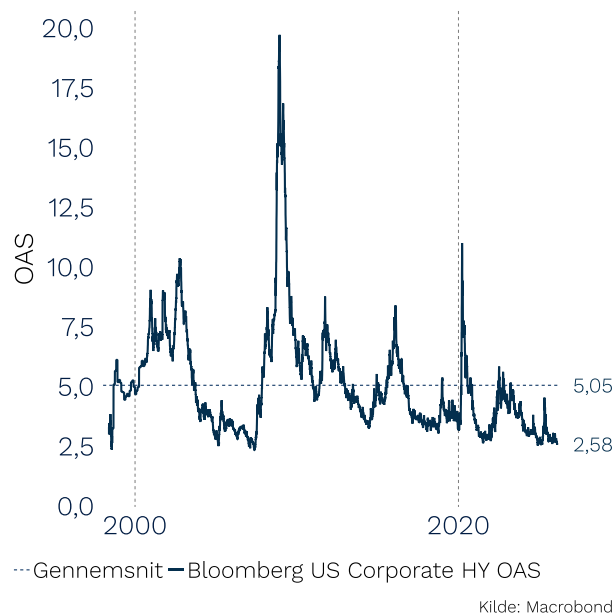
10-årig tysk rente 2,85%



Vi forventer, at de lavere korte renter fra FED og stabile inflationsforventninger vil være med

til at holde den 10-årige på et fornuftigt niveau. Vi vurderer, at fair value ligger mellem 4-5%, og mod slutningen af 2026 forventer vi, at den 10-årige rente ligger mellem 4-4,5%.

US high yield rentespænd til stat



De danske og tyske 10-årige renter har også bevæget sig sidelæns den seneste måned. Den tyske 10-årige ligger på 2,85%, hvilket fortsat er inden for vores fair value-interval mellem 2,5-3,5%. Vi mener fortsat der er mulighed for højere lange renter. Vi vurderer dog, at det vil kræve, at der for alvor kommer gang i den europæiske vækstmotor.

Kreditmarkederne leverede fine afkast i 2025 og er også kommet fint fra land i 2026. Rentespændet mellem amerikanske high yield- og statsobligationer er faldet til 258bp, hvilket er lavt historisk set. Konkursraterne ligger fortsat på et lavt niveau, hvor Moody's prognoser peger på en default rate omkring 3% i 2026. Det er en anelse lavere end det langsigtede gennemsnit på 3,4%. Vi forventer stadig positive afkast på kreditmarkederne på grund af den pæne økonomiske vækst. Vi forventer dog, at det bliver den bedre løbende merrente, som skal drive afkastet. Et yderligere fald i rentespændet til statsobligationer må vi antage vil blive relativt begrænset grundet de nuværende niveauer.

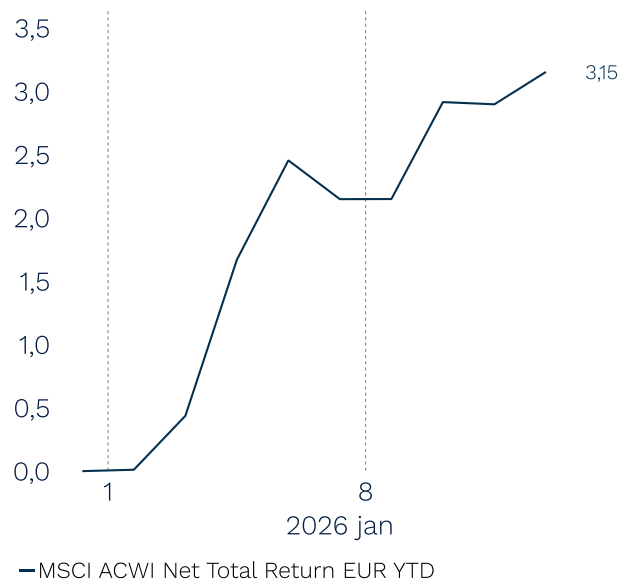
Aktiemarkedet

Afkastet på det globale aktiemarked er kommet godt fra land i 2026 med et afkast på 3,2%. Det amerikanske aktiemarked fortsætter med at være dyrt prisfastsat, hvilket gør sig særligt gældende for tech-aktierne. Den høje valuation gør også markedet mere sårbart over for geopolitiske overraskelser, højere obligationsrenter og bekymringer om profitabiliteten af AI. Derfor ser vi det også sandsynligt, at vi vil opleve korrektioner i størrelsesordenen 10% i 2026. Vi forventer dog, at sådan en korrektion vil blive efterfulgt af nye stigninger – trenden peger fortsat op.

Europæiske og Emerging Markets-aktier er blevet dyrere prisfastsat gennem 2025, men handler stadig med en væsentlig discount til de amerikanske. Det kan bl.a. forklares med den stærke indtjeningsvækst i USA, hvor indtjeningsvæksten for S&P 500 forventes at lande på 13,8% i 2026. Det kan godt være en anelse i overkanten, men vi mener bestemt ikke, at det er urealistisk. Stoxx 600 EPS-væksten forventes at lande på 9,8% i 2026 – det er ret markant i forhold til den tilbagegang på 0,6%, som forventes i 2025. Derfor kan de 9,8% godt være en smule i overkanten, men mindre kan også gøre det. Indtjeningsperspektiverne for 2027 er egentlig rigtig fornuftige for både S&P 500 og Stoxx 600, hvilket vi er enige i.

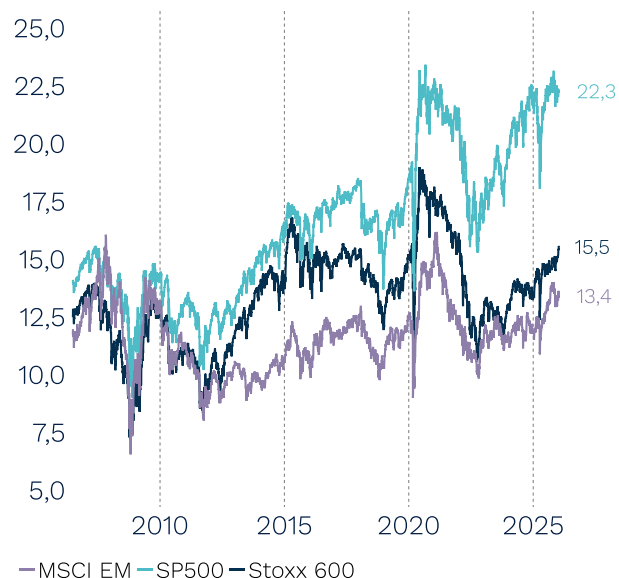
Vi forventer et aktieafkast i 2026 i den øvre del af intervallet på 5-10%. De seneste 20 år har afkastet i gennemsnit været ca. 9% p.a. på MSCI AC World i DKK, hvilket ligger fint i tråd med vores forventninger.

Afkast på globale aktier i DKK



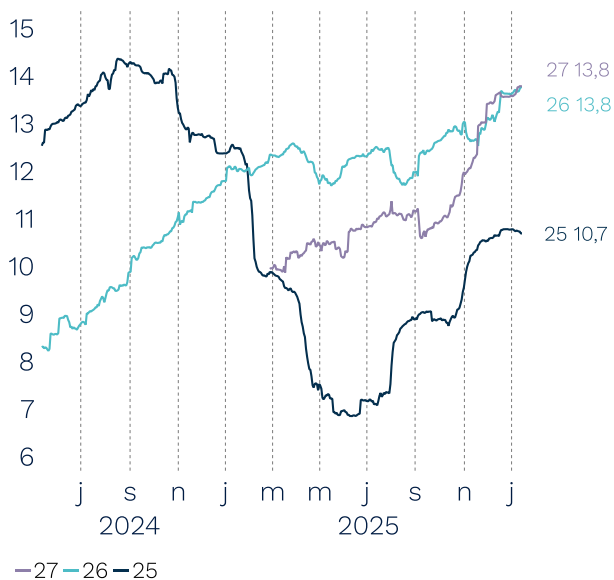
Kilde: Macrobond

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



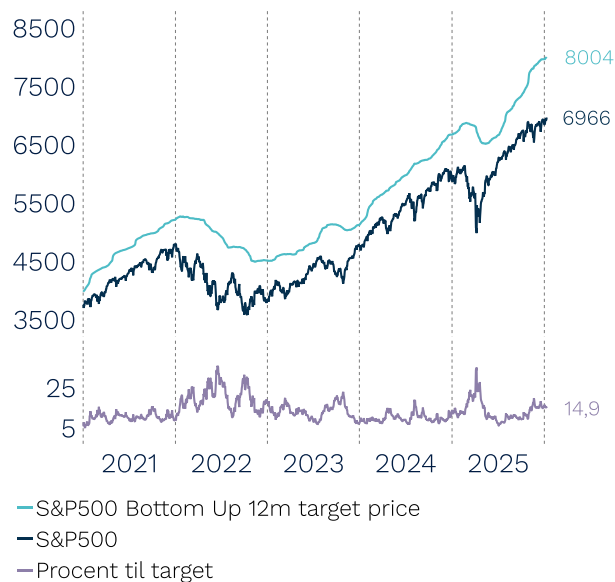
Kilde: Macrobond

S&P500 EPS-vækst estimer



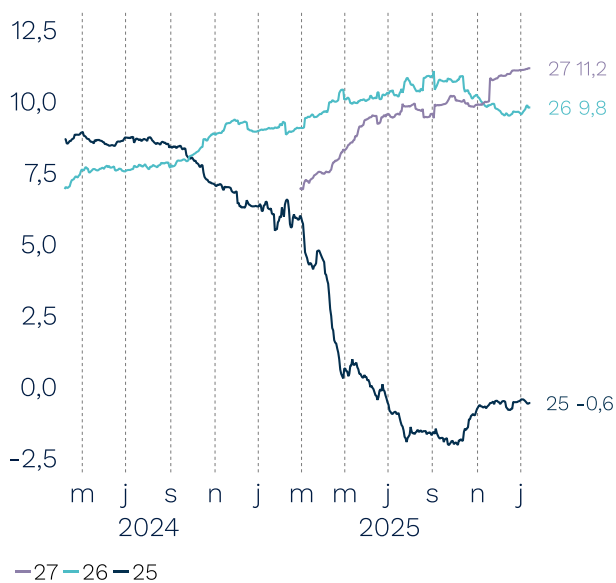
Kilde: Macrobond

S&P500 kurstarget 12m (bottom up)



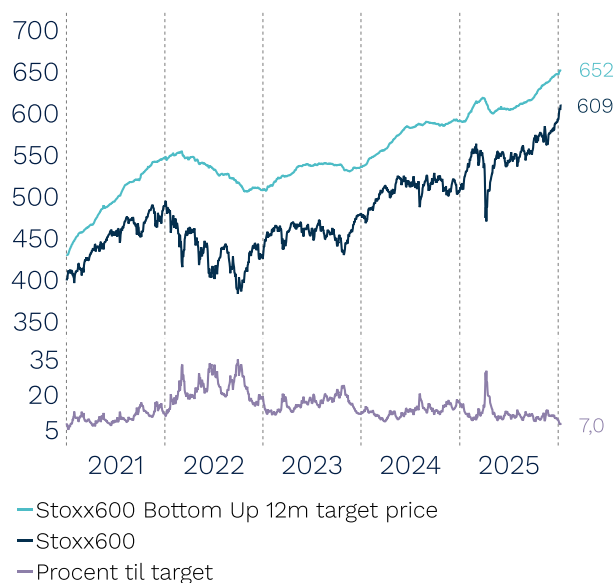
Kilde: Macrobond

Stoxx600 EPS-vækst estimer



Kilde: Macrobond

Stoxx600 kurstarget 12m (bottom up)



Kilde: Macrobond

Bottom-up-kurseestimerne fra analytikerne (konsensus) ligger cirka 15% højere end det nuværende niveau. Vi forventer at se kurs 7500 i år, hvilket er 8% oppe fra det nuværende niveau. Bottom-up-konsensus på Stoxx 600 er ca. 7% højere. Det mener vi bestemt er realistisk.

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.