

Indsigt

Investeringsstrategi og forventninger

11. november 2026

BANKINVEST

Indledning

Vi var positive på aktier ind i oktober, og der tog vi fejl. En korrektion ramte markedet, og det var især AI- og tech-aktierne, der blev ramt. Det stod ikke i vores drejebog for oktober, at der skulle opstå så stor tvivl om AI-temaet, og at investorerne ville skære så kraftigt ned på eksponeringen mod det. Samtidig har vi flyttet aktieallokeringen fra de mest cykliske aktier over mod mere kvalitetsorienterede og taget aktieovervægten ned til neutral. Det er en erkendelse af, at markedet er gået imod os, og de mest cykliske aktier har været særligt hårdt ramt.

Sidste måned skrev vi, at AI-aktier netop havde klaret sig igennem de stigende renter. Men siden er der kommet ridser i lakken. Kreditmarkedet blev mere uroligt, og CoreWeave cementerede frygten omkring AI-udbygningen. Oven i det skuffede regnskaberne fra hyperscalerne, og så kom en demokratisk valgsejr, der sætter spørgsmålstegn ved nye datacentre. I vores optik var det den perfekte storm for AI-aktierne, og den udløste korrektionen. Vi ser det som et markant reset af positionering og sentiment, som nu ligger på væsentligt mere moderate niveauer.

Alligevel har vi svært ved at blive rigtig negative på det nuværende marked. Vi hæfter os fortsat ved:

- Høj indtjeningsvækst
- Forward P/E på lavere niveauer
- Robust vækst

Trods en undervældende regnskabssæson er indtjeningsvæksten blevet opjusteret yderligere. Og det betyder, at S&P 500 nu handler under 18 på 12m forward P/E. Det er en lavere multipel, end vi har set de senere år. I vores optik er det også et udtryk for en vis skepsis over, om virksomhederne kan levere vækst fra 2028 og frem. Vi erkender, at det er en risiko, særligt med modstanden mod datacentre. Men vi er stadig overbeviste om, at investeringerne fortsætter eller flytter et andet sted hen. Det skal vi dog ikke gøre os til dommere om.

Renterne har tidligere blinket rødt. Men på den front er der kommet væsentlig mere ro på. Den 10-årige amerikanske rente er kommet et godt stykke under 5%, og det er en lettelse for markederne. Man kan diskutere, om det sker af de rigtige årsager, men vi mener, at en del kan forklares af investorpositioneringen, der var markant negativ.

AI-temaet er blevet en vigtig vækstdriver, så efter AI-uroen har obligationsmarkedet også indpriset lavere vækst. Det har smittet af på Fed-prisningen, der ligger 50bp højere ved udgangen af 2027 mod tidligere 75bp. Vi mener stadig, at prisningen af Fed, og for den sags skyld også ECB, er for aggressiv, og vi tvivler fortsat på, at de leverer renteforhøjelser ind i 2027. Det ligner dog ikke, at vi slipper uden om renteforhøjelser fra både FED og ECB i december.

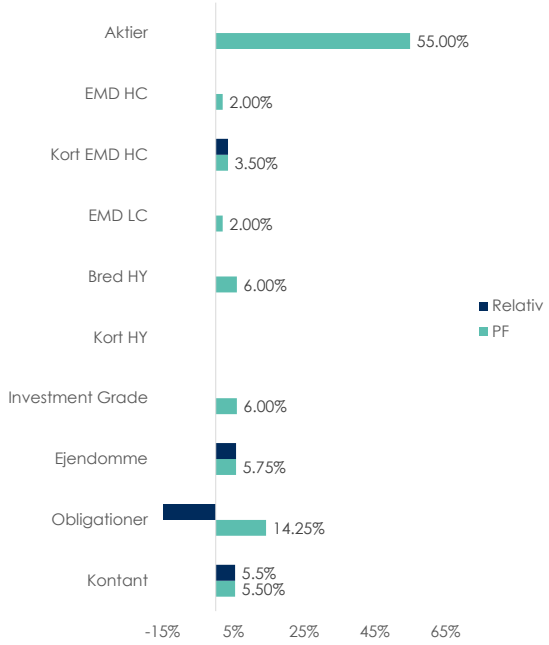
Udviklingen i olieprisen ser mere konstruktiv ud og kan give medvind. Brent handler på 91 dollar per tønde. Trump melder, at han har aflyst de ellers planlagte angreb efter midtvejsvalget. Det kunne tyde på, at der er optræk til en aftale. Men Mellemøsten er svær at blive klog på, og det ville ikke være første gang, at markedet øjnede en aftale, der så glippede.

Samlet set er vi positive på markederne frem mod årsskiftet og ind i 2027. Der er fortsat en del bekymringspunkter, men vi hæfter os ved den stærke indtjening og et markedssentiment, der har fået et tiltrængt reset.

Allokering

I løbet af oktober tog vi aktieallokeringen ned til neutral som følge af den store tumult på markedet. I samme ombæring drejede vi porteføljen mere over mod stabile kvalitetsaktier.

Relativ og absolut allokering af modelporteføljen

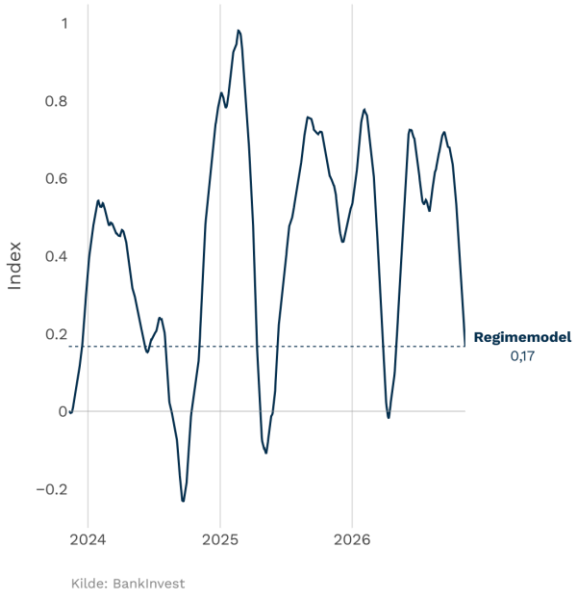


Vores regimeindikator lå og balancerede mellem Expansion og Slowdown. Men den seneste måneds markedsbevægelser har tydeligt skubbet modellen i Slowdown. Signalet er så markant, at vi ikke har kunnet sidde det overhørig.

Fundamentalt set er vi stadig positive på markedet. Indtjeningsvæksten er høj, væksten er robust, inflationen ligger på moderate niveauer, og nu er sentimentet blevet clearet. Alle var enige om, at aktier skulle stige, og at det var teknologiaktier, man skulle have på bogen. Når markedet er så enigt, kan der hurtigt opstå korrektioner som den, vi er vidne til nu.

Det store spørgsmål blandt investorerne er nu, hvor længe aktiemarkedet kan ride på indtjeningsbølgen. Vi holder særligt øje med signaler fra de store hyperscalers og deres investeringer, men vi har fortsat svært ved at blive rigtig negative på markedet.

Vores regimeindikator peger ned

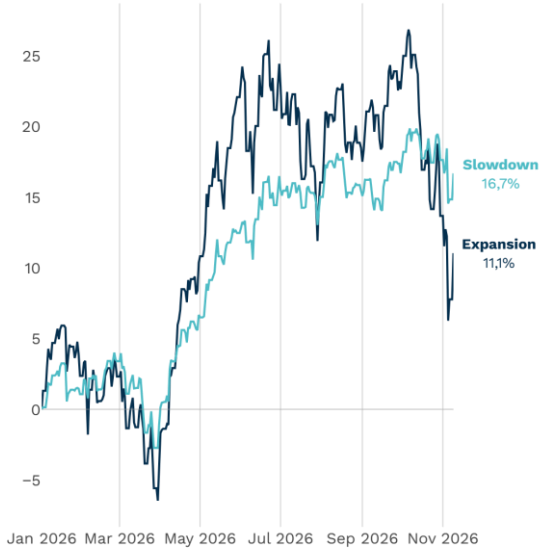


Kilde: BankInvest

Lige nu afventer vi en bekræftelse fra vores regimeindikator. Markedet skal gerne stabilisere sig og genvinde momentum, før vi vender tilbage til en aktieovervægt. Det gælder i særdeleshed også under overfladen. Vi skal ikke gøre os til dommere over, om investeringsbølgen i kunstig intelligens holder. Vi tror på det, men før vi allokerer i en mere cyklisk retning, skal momentum være tilbage. I det nuværende marked kan det gå stærkt. Korrektioner, der tidligere udspillede sig over flere måneder, klares nu på få uger. Expansion-aktierne faldt 15% på en måned fra toppen i starten af oktober.

Samlet set er vi stadig positive på markedet, men vi afventer en bekræftelse af retningen, før vi går tilbage til en aktieovervægt. Det samme gælder eksponeringen under overfladen.

Markant korrektion i Expansion-aktier



Kilde: BankInvest

Makro og markederne

Den seneste måned har budt på en stor korrektion i AI-aktier. Tvivl om overinvestering og gevinsten af investeringerne har udfordret temaet. Oven i hatten vandt demokraterne midtvejsvalget. Det satte spørgsmålstegn ved datacenterudbygningen, da flere demokratiske kandidater højlydt har talt for at stoppe den. Selv Texas, hvor der skulle bygges flest datacentre, fik en demokratisk guvernør. Betyder det så stop for AI og datacentre? Nej, men vi er enige i, at det på marginalen er negativt for AI-udbygningen. Datacentrene vil blive bygget, og kapitalen flyder derhen, hvor det er tilladt. En pause i AI-udrulningen ser vi som yderst usandsynlig, ikke mindst fordi AI-kapløbet mod Kina fortsætter. AI-korrektionen dæmpede rentestigningerne, og den 10-årige amerikanske rente er kommet under 5% igen. Regnskabssæsonen løftede ikke stemningen, og markedet straffede hyperscalernes store AI-investeringer. Krigen i Mellemøsten er faldet i baggrunden. Trumps varslede angreb efter midtvejsvalget er udeblevet, og håbet om en aftale er vendt tilbage.

Renterne er faldet fra toppen

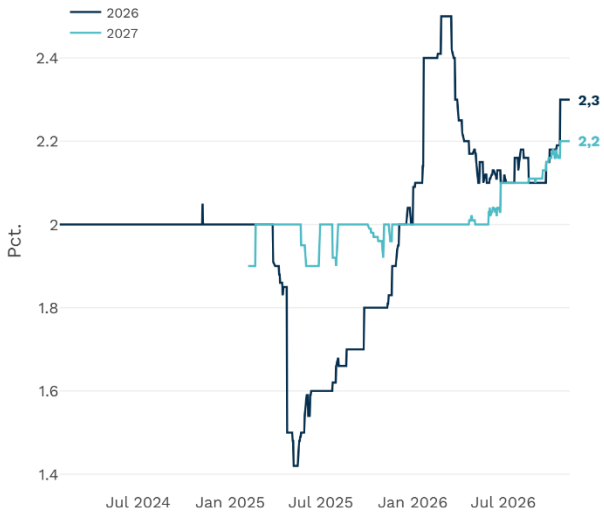


Kilde: BankInvest

USA

Efter demokraternes sejr ved midtvejsvalget kommer indenrigspolitikken i USA sandsynligvis til at stå stille de næste 2 år. Derfor tror vi ikke, at valget sætter en stopper for den amerikanske økonomi. Investeringsboomet i AI har løftet den amerikanske økonomi, og vi forventer, at det fortsætter trods modstanden fra demokraterne. Det kan ramme enkelte datacenterprojekter, men vi tror, at kapitalen vil finde vej til AI-investeringerne og steder hvor det tillades. Til gengæld er kreditmarkedet blevet mere skeptisk over for gæld til AI, hvilket på marginalen trækker investeringerne ned. Det er især de mindre neoclouds som CoreWeave, der har mødt markant strammere kreditvilkår. Hyperscalerne, der står for langt størstedelen af AI-investeringerne, har kun mærket en mindre stramning, og derfor er effekten på de samlede investeringer begrænset.

Konsensus BNP-vækst i USA på 2,3%

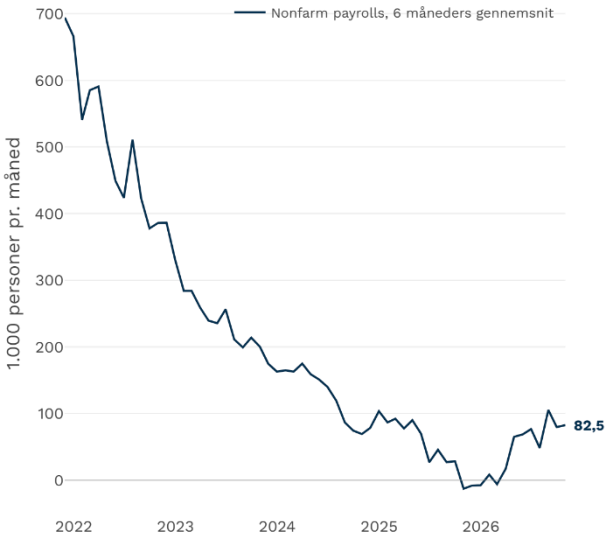


Bloombergs konsensusprognose for årlig BNP-vækst
Kilde: BankInvest

Økonomerne har hævet konsensus for amerikansk vækst til 2,3% i 2026. Vi tror, at produktiviteten og investeringer vil bære væksten fremover. Den 4. industrielle revolution rammer økonomien og spreder sig til flere sektorer end blot IT. Vi finder konsensusestimaterne fornuftige, men ser en mulighed for, at væksten i 2027 ender over de

forventede 2,2%. Der er dog fortsat risici på radaren.

Jobvæksten er solid



Kilde: BankInvest

Antal jobannoncer tikker opad

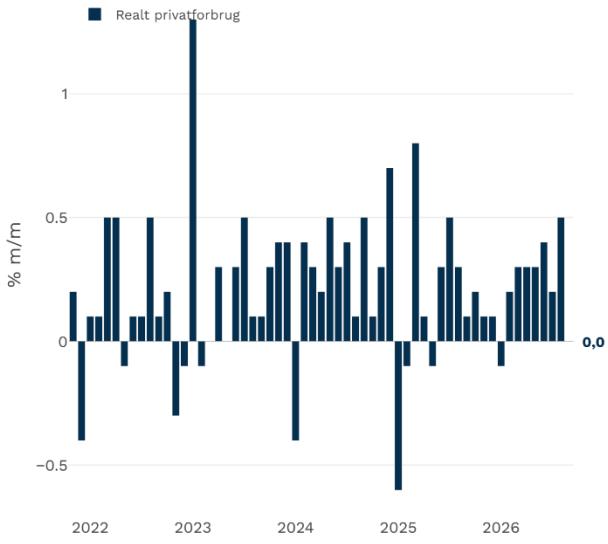


Kilde: BankInvest

Den høje oliepris er fortsat en hæmsko for den amerikanske økonomi, men troen på en aftale er senest blevet styrket. Dieselpriserne rammer forbrugerne hårdt, og det må helst ikke trække langt ind i 2027. Renteniveauet presser også økonomien, særligt industrier uden for AI. Indtil videre har renterne kun haft begrænset effekt på AI-investeringerne, men der er sket en stramning.

Arbejdsmarkedet er solidt. Den seneste arbejdsmarkedsrapport viste 165.000 nye job i oktober, og gennemsnittet for de seneste 6 måneder er 82.500. Det er en pæn fremgang, og frygten for, at AI skulle øge arbejdsløsheden, er ikke blevet til virkelighed. De seneste JOLTS-tal for jobåbninger tyder faktisk på, at efterspørgslen efter arbejdskraft er på vej op igen. Vi har forventet moderat beskæftigelsesvækst i 2026, og det samme forventer vi i 2027. Vi venter ikke en acceleration, da arbejdsmarkedet stadig vil tilpasse sig AI-revolutionen, og virksomhederne derfor holder igen med både ansættelser og afskedigelser. Jobless claims ligger fortsat lavt og bekræfter billedet, og ISM og PMI peger også på en vis positiv beskæftigelsesudvikling.

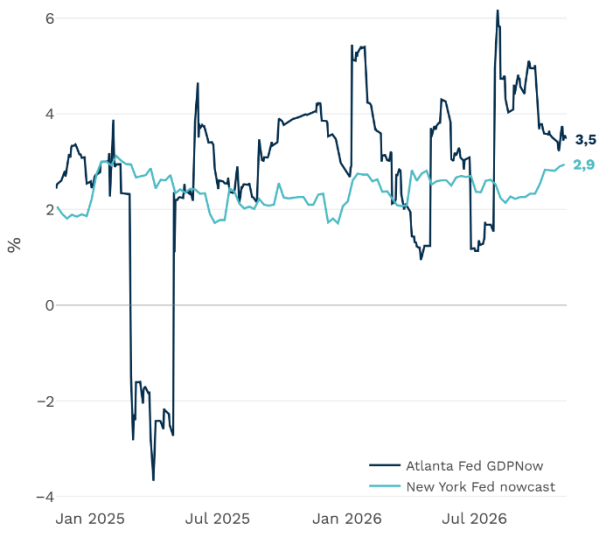
Realvækst i privatforbruget



Kilde: BankInvest

Privatforbruget vokser fornuftigt. Seneste måned var flad med 0,0% m/m, men måneden før bød på 0,5%. Forbruget holder sig pænt, selvom forbrugerne møder modvind fra de høje benzin- og dieselpriser. Forbrugertilliden er lav, hvilket afspejler en stor spredning i amerikanernes økonomiske situation. Vi forventer, at privatforbruget vokser med 2% i 2027. Reallønsfremgang vil være den primære driver, da bidraget fra jobvæksten er mere moderat. Risikoen er, at konflikten i Mellemøsten fortsætter og holder benzin- og dieselpriserne høje langt ind i 2027.

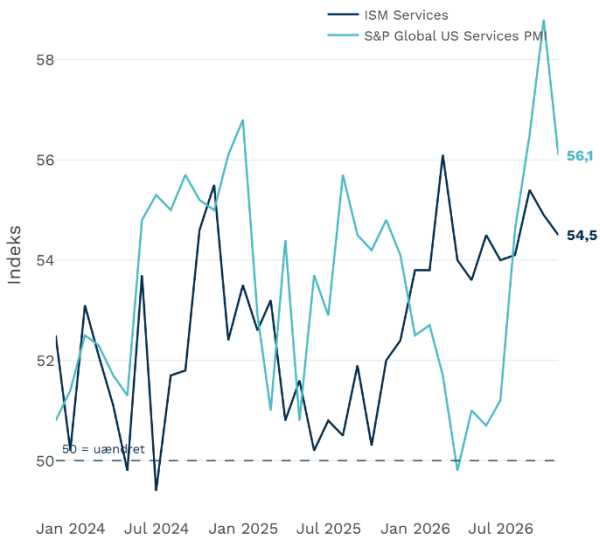
Atlanta Fed og New York Fed: Vækst



Kilde: BankInvest

Atlanta Feds GDPNow estimerer en vækst på 3,5% i Q4, senest trukket op af den stærkere end ventede arbejdsmarkedsrapport. New York Feds Nowcast peger samme vej med 2,9%, hvilket er det højeste niveau siden starten af 2025.

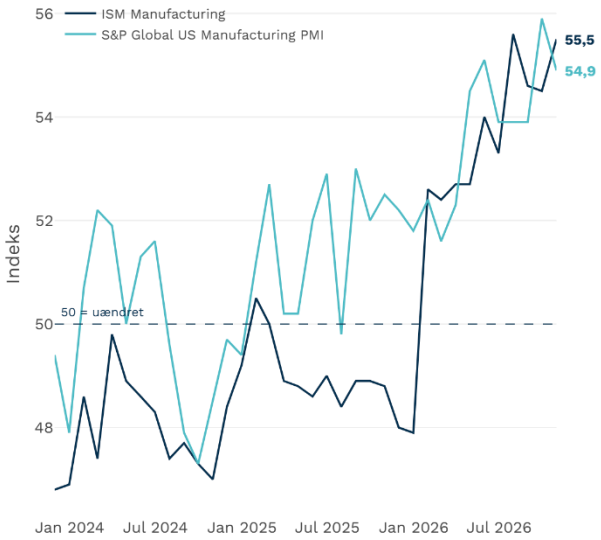
ISM og PMI for servicesektoren falder tilbage



Kilde: BankInvest

Konjunkturbarometrene er fortsat optimistiske, men lavere end måneden før. For service faldt både ISM og PMI, men niveauerne peger fortsat på solid fremgang. I fremstillingssektoren er niveauerne også høje efter et markant løft gennem 2026. Det styrker vores tro på, at vækstestimaterne for 2027 kan blive opjusteret.

ISM og PMI for industrien udviser optimisme



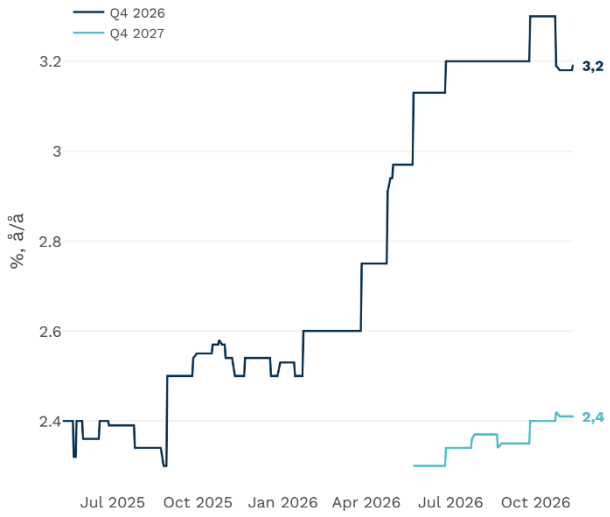
Kilde: BankInvest

Inflationen er en udfordring for den amerikanske økonomi, og de månedlige stigningstakter er for høje. De seneste 3 måneder er kerneinflationen steget 0,3% m/m. Det er ikke betryggende. Vi holder skarpt øje med 2. runde-effekter fra de højere energipriser, som man f.eks. ser i transport, der indgår i kerneinflationen. Lavere energipriser vil også afhjælpe situationen, og der begynder igen at være håb for en aftale mellem USA og Iran kan komme igennem. Vi hæfter os ved, at lønvæksten fortsat er moderat. Økonomerne forventer et markant fald i inflationen i 2027, hvor Feds foretrukne inflationsmål, core PCE, bevæger sig mod 2%. Vi tror også på en blødere inflationsudvikling.

Fed har fortsat fokus på inflationen. Markedets prisning af Fed er blevet mere dovish efter presset på AI og kreditmarkedet, og markedet venter nu en renteforhøjelse i december og yderligere 2 i 2027. Vi hælder til, at det er i overkanten, men risikoen for rentestigninger er reel, særligt med den seneste inflationsudvikling in mente. Inflationen har

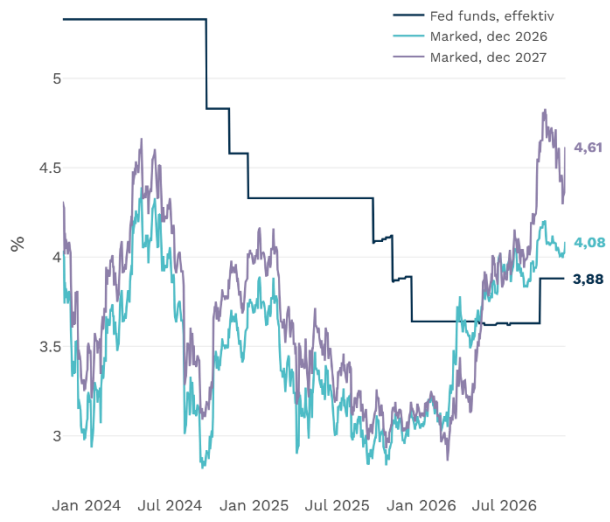
primært været drevet af energipriserne, men jo længere de forbliver høje, desto større er risikoen for, at de sætter sig i resten af økonomien. Vi forventer, at Fed hæver renten på mødet i december.

Kerneinflation i USA (core PCE): Konsensus regner med stort fald i 2027



Bloombergs konsensusprognose for core PCE
Kilde: BankInvest

Fed forventes at hæve renten



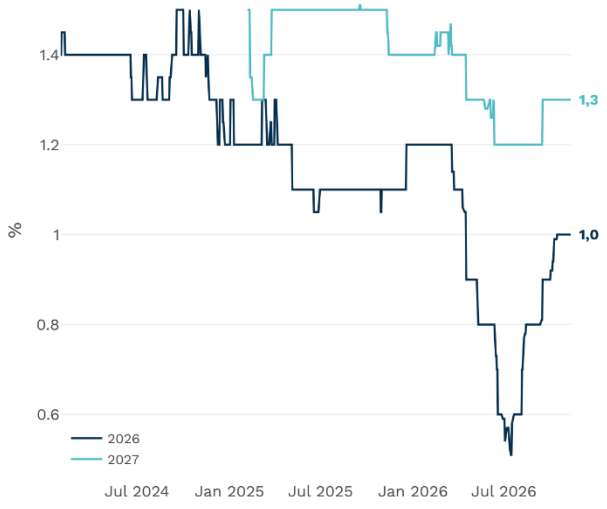
Markedets forventning: fed funds-futures for december
Kilde: BankInvest

Eurozonen

Den europæiske økonomi er kommet pænt igennem de høje energipriser. Konsensus venter en vækst på 1,0% i 2026. Det er beskedent, men set i lyset af de foregående år er det positivt. Det store investeringsboom, særligt i Tyskland, har ladet vente på sig. Vi tror dog, at de vækstfremmende tiltag og store investeringer vil trække europæisk økonomi i positiv retning i 2027.

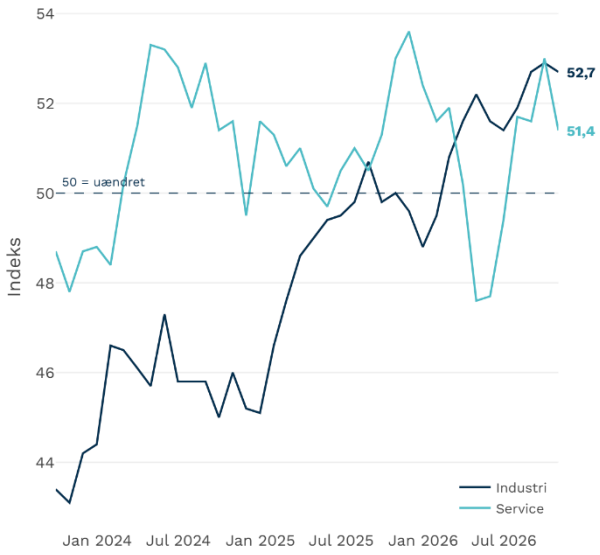
Der er fortsat udfordringer for den europæiske økonomi. De høje energipriser giver strid modvind, og renterne er steget mærkbart i år. Samtidig presser Kina europæisk industri med sin overkapacitet. Alligevel melder virksomhederne om optimisme i konjunkturbarometrene. Især PMI for fremstillingssektoren er steget markant de seneste to år og giver optimisme for europæisk industri ind i 2027. I servicesektoren er stemningen pæn, men uden samme fremgang. Samlet set er vi optimistiske på Europas vegne, men ser en risiko for, at ECB strammer pengepolitikken for meget, og at energipriserne forbliver høje i store dele af 2026.

Euro BNP-vækst: Konsensus 1,0% i '26



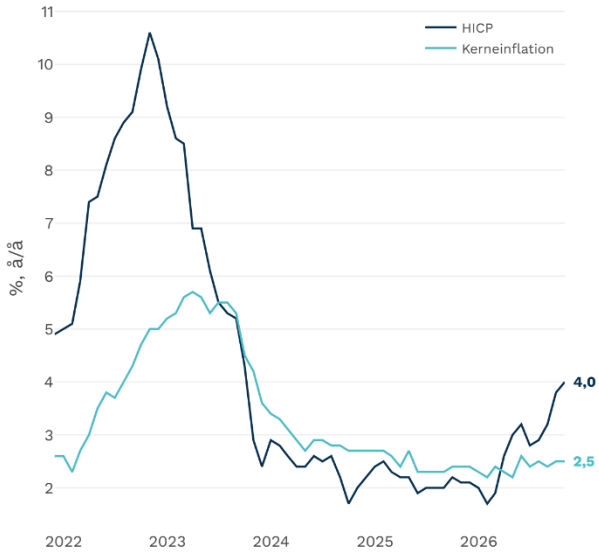
Bloombergs konsensusprognose for årlig BNP-vækst i euroområdet
Kilde: BankInvest

Eurozone PMI: Positive signaler



Kilde: BankInvest

Inflationen i eurozonen er for høj

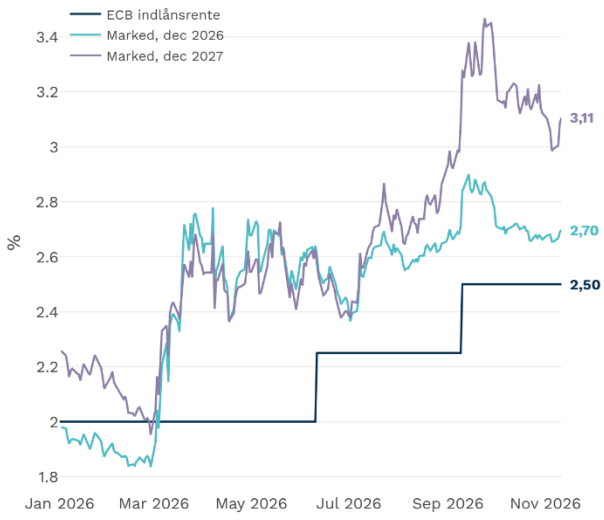


Kilde: BankInvest

Headline-inflationen i eurozonen ligger på 4,0%. Det er for højt. Fjerner vi energi og fødevarer, ligger kerneinflationen på 2,5%. Stadig for højt, men ikke alarmerende. Inflationspresset er fortsat energidrevet, og vi forventer, at det er midlertidigt, om end det har varet længere, end vi havde regnet med. Det afgørende for os er, at lønudviklingen er moderat og ikke tyder på en ny inflationsbølge. Samtidig har ECB allerede strammet pengepolitikken, og væksten er afdæmpet. Derfor forventer vi, at inflationen bevæger sig ned mod 2% i løbet af 2027.

Markedets prisning af ECB er også blevet mere dovish. Den store stigning i de franske renter har bidraget til reprisningen, ligesom presset på kreditmarkederne og AI har. Markedet venter en renteforhøjelse i december og 1-2 i 2027. Vi mener fortsat, at ECB skal passe på med ikke at stramme for meget. Så længe konflikten i Mellemøsten varer ved, forventer vi dog, at ECB hæver renten i december. Vi mener dog stadig, at der er priset for meget ind i 2027. Vi er langt fra det frygtede 2022-scenarie. Den større risiko er, at ECB strammer for meget og kvæler den i forvejen beskedne vækst. Vi tror, at prisningen af ECB kan blive mere dovish over de kommende måneder.

Markedet forventer flere renteforhøjelser fra ECB

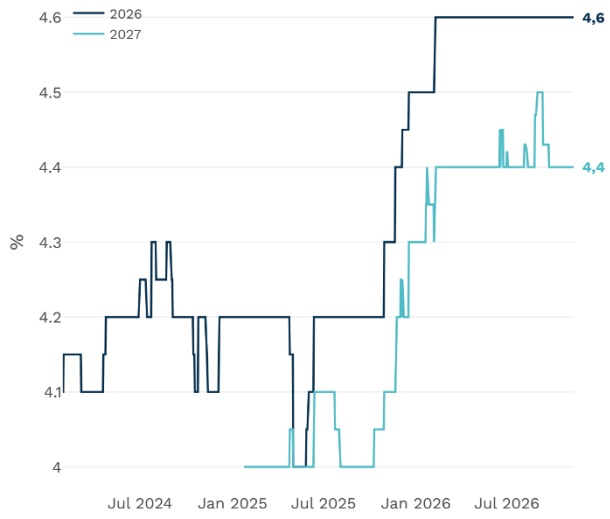


Markedets forventning: 3 mdr. €STR-futures for december
Kilde: BankInvest

Kina

Økonomerne forventer fortsat en vækst på 4,6% i år. Kina er en todelt økonomi, hvor særligt den indenlandske del er udfordret. Boligmarkedet har været i en negativ spiral siden 2022, men boligpriserne falder nu i et lavere tempo.

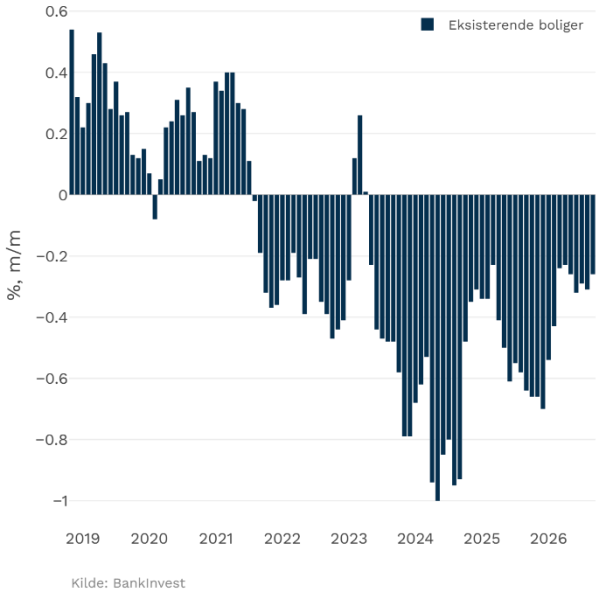
Kina: Konsensus BNP 4,6% for 2026



Bloombergs konsensusprognose for årlig BNP-vækst i Kina
Kilde: BankInvest

Vi mener det kræver yderligere stimuli fra regeringen at vende spiralen, og indtil videre har stimulipakkerne været begrænsede. I de større byer er der tegn på, at presset kan vende i 2027. Boligmarkedet er altafgørende for at få gang i den indenlandske efterspørgsel. Detailsalget voksede senest 1,1% y/y. Det er en forbedring, men stadig beskedne niveauer.

Kinas boligmarked er en udfordring

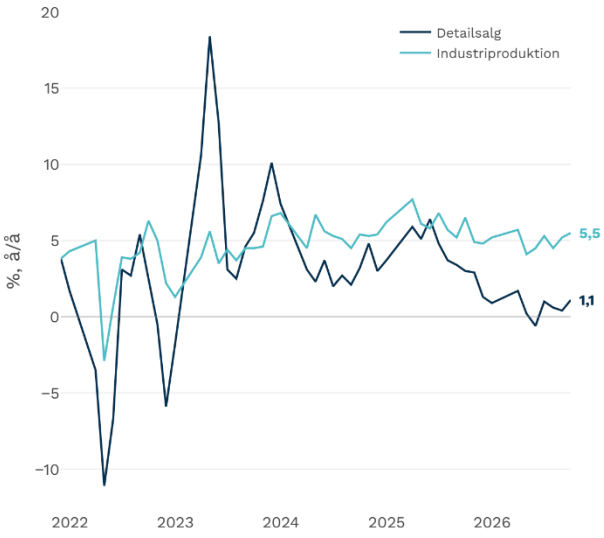


Kilde: BankInvest

Eksporten holder væksten oppe. Industriproduktionen vokser 5,5% y/y i skarp kontrast til den indenlandske efterspørgsel.

Økonomien kører i to tempi. Vi ser det som nødvendigt at få gang i den indenlandske efterspørgsel. Alligevel tror vi, at kinesisk vækst forbliver fornuftig, drevet af fremstillingssektoren og de teknologitunge industrier. Geopolitikken og forholdet til Europa og USA er en risiko, hvis potentielle restriktioner rammer den kinesiske eksport.

Todelt fremgang i kinesisk økonomi



Industrien vokser, mens boligsalget falder
Kilde: BankInvest

Obligationsmarkedet

Den 10-årige amerikanske statsrente er faldet til 4,99%. Som vi argumenterede for i seneste Markedssyn, havde investorernes positionering været en stor drivkraft bag rentestigningerne. Den er blevet vendt den seneste måned efter uroen i AI-temaet. Presset på kreditmarkederne skabte frygt for et langsommere tempo i AI-investeringerne. Det rammer vækstforventningerne og er med til at forklare det store rentefald. Det ses også i prisningen af Fed, som er blevet mere dovish den seneste måned. De 10-årige inflationsforventninger er faldet til 2,22%, men overordnet set stabile.

USA's budgetunderskud er rykket i baggrunden hos investorerne, men både statsgælden og underskuddet ligger og ulmer. Med en fastlåst indenrigspolitik efter midtvejsvalget venter vi ikke større ændringer i finanspolitikken de kommende to år. Problemet bliver blot skubbet foran sig. Den 10-årige rente er kommet ind i

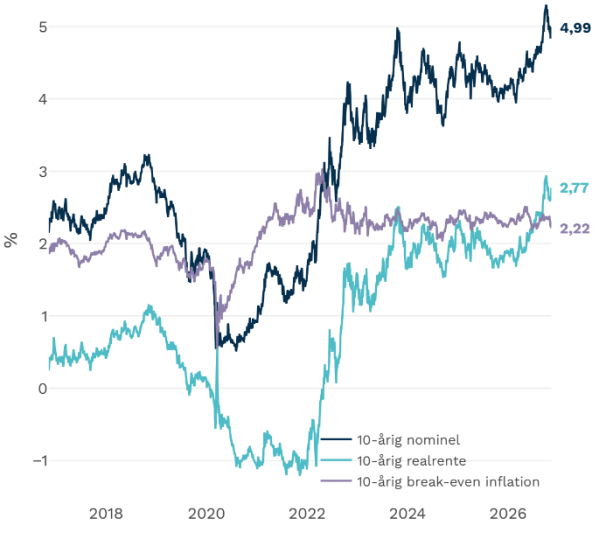
vores fair value-interval mellem 4,5 og 5,0%, dog i toppen af intervallet.

USA: 10-årig rente på 4,99%



Kilde: BankInvest

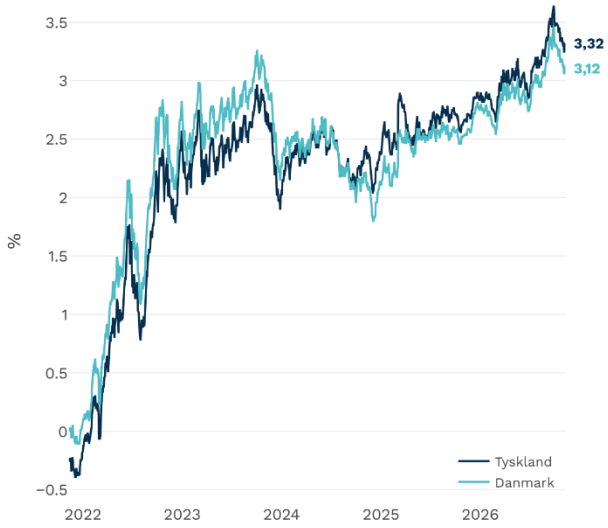
USA: 10-årige inflationsforventninger er meget stabile. Positiv realrente



Kilde: BankInvest

De europæiske renter er også faldet den seneste måned. Den 10-årige tyske rente ligger nu på 3,32% og den danske på 3,12%. En mere dovish prisning af ECB og lavere oliepriser har trukket renterne ned, og faldet i de amerikanske renter smitter. Den 10-årige tyske er lige over vores fair value-interval mellem 2,75 og 3,25%, og vi ser potentiale for et fald mod 3%.

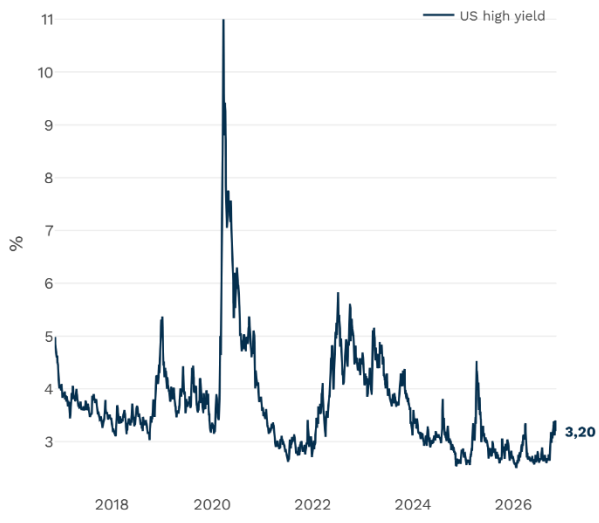
10-årig tysk rente på 3,32%



Kilde: BankInvest

Kreditspændet på højrenteobligationer er steget til 320bp, drevet af et stort pres på AI-relaterede selskaber. CDS'en på CoreWeave, en amerikansk cloud computing-virksomhed, steg markant, og frygten for en konkurs bredte sig til andre dele af kreditmarkedet. Dertil kommer et stort udbud af højrenteobligationer, som også har presset rentespændet op.

US high yield rentespænd til stat



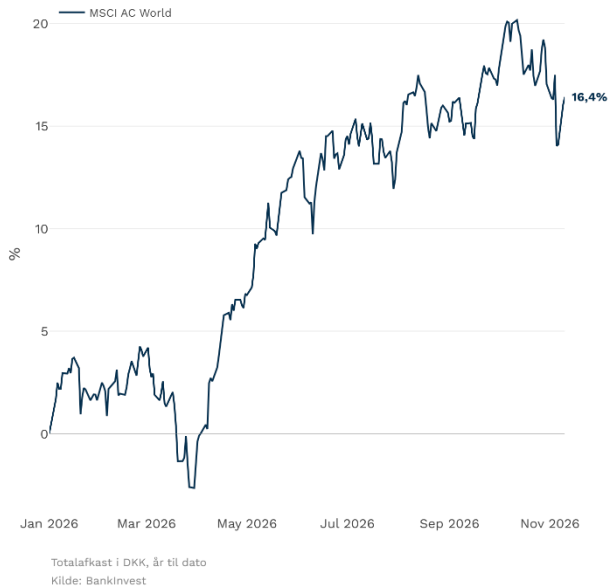
Option-adjusted spread til statsobligationer
Kilde: BankInvest

Vi forventer, at investeringerne i AI fortsætter, om end kreditvilkårene for visse selskaber er strammet. Samtidig vurderer vi recessionsrisikoen som lav. Vi forbliver positive på kreditobligationer og venter, at de leverer et højere afkast end statsobligationer over det kommende år.

Aktiemarkedet

Det globale aktiemarked har haft en svær måned med AI-temaet og momentumaktier under pres. Strammere kreditvilkår for hyperscalere og neoclouds har ramt hele AI-temaet og skabt frygt for, at færre datacentre bliver bygget. Demokraternes sejr ved midtvejsvalget og en demokratisk guvernør i Texas forstærkede frygten. Regnskabssæsonen levede ikke op til de høje forventninger, og der blev sået tvivl om de store investeringer og det negative frie cashflow, de medfører. Sidste måned skrev vi, at IT og Communication havde holdt hånden under markedet gennem rentestigningerne. I oktober var det netop dem, der blev ramt, da investorerne roterede over i mere defensive sektorer. Vi mener også, at en del af forklaringen på AI-korrektionen skal findes i positioneringen.

Afkast på globale aktier i DKK

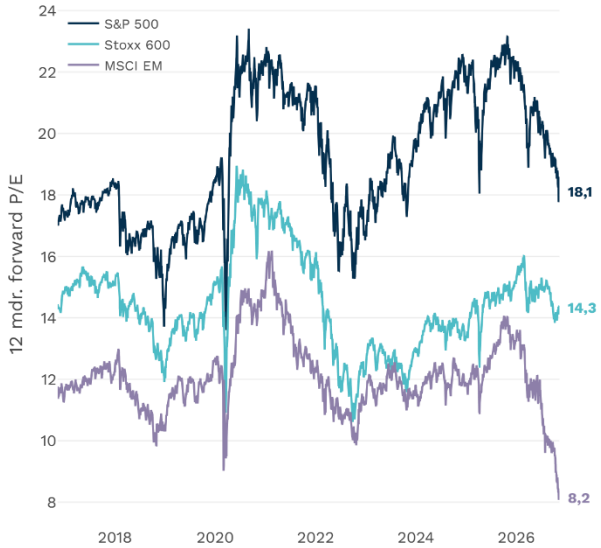


Totalafkast i DKK, år til dato
Kilde: BankInvest

Efter korrektionen er det globale aktiemarked oppe med 16,4% målt i danske kroner. Indtjeningen er til gengæld fortsat med at stige. For S&P 500 forventes indtjeningen at vokse med 37,5% i 2026, og AI-temaet bidrager fortsat væsentligt til fremgangen.

Kursfald kombineret med stigende indtjening har sendt værdiansættelsen ned på niveauer, vi senest så i 2023. 12 måneders forward P/E for S&P 500 er nu 18,1 trods den massive indtjeningsvækst. I vores optik handler markedet ikke på højere multipler, fordi investorerne begynder at tvivle på, om indtjeningen kan blive ved med at vokse ud over de næste 12 måneder. Det gælder særligt AI-infrastruktur, herunder chipproducenterne. Indtil videre fortsætter de store hyperscalere ufortrødent med deres AI-investeringer, og det tror vi, at de bliver ved med. Efter midtvejsvalget er der risiko for, at nogle datacenterprojekter møder politisk modstand, hvilket kan mindske eller udskyde investeringer. Vi tror, at AI-udbygningen fortsætter. Enkelte projekter kan blive forsinket, men vi forventer ikke, at det bliver normen. Vi er fortsat af den overbevisning, at vi står over for den 4. industrielle revolution, og at det, vi har set, er starten på den intelligensbølge, der vil ramme samfundet de kommende år.

US og EM aktier handler til væsentlig lavere valuation

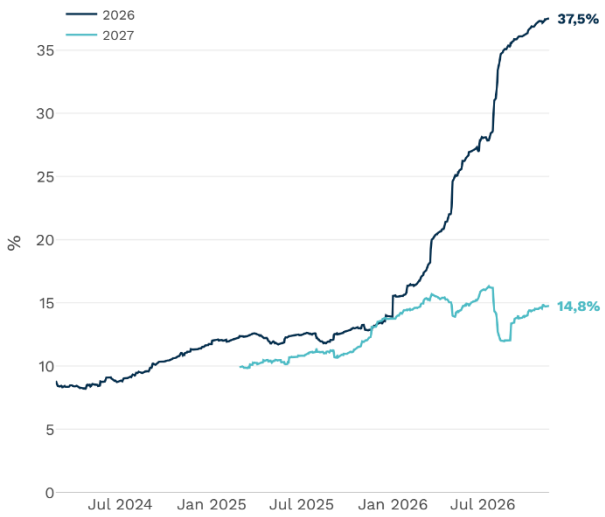


Kilde: BankInvest

Emerging markets-aktier er også ramt af AI-korrektionen, særligt de koreanske chipproducenter SK Hynix og Samsung.

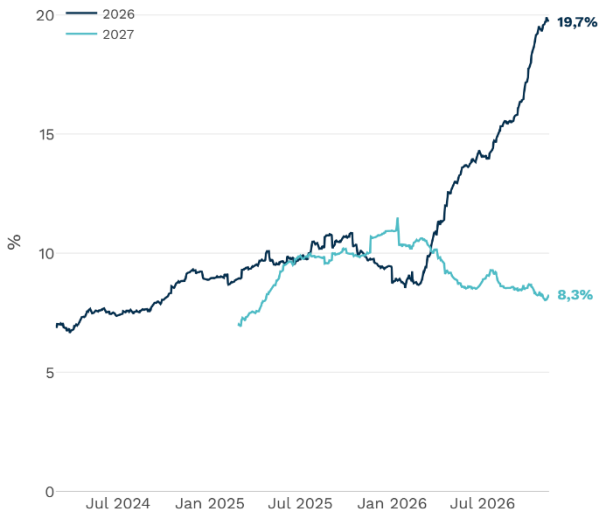
Emerging markets handler nu til en 12 måneders forward P/E på 8,2. I Europa, hvor AI-korrektionen har sat sig mindre, er 12 måneders forward P/E uændret på 14,3. Europæiske aktier har nydt godt af lavere energipriser og renter. Dertil kommer en ventet europæisk indtjeningsvækst på 19,7%, en markant fremgang i forhold til de foregående år

S&P500 EPS-vækst estimater



S&P 500: forventet vækst i indtjening pr. aktie
Kilde: BankInvest

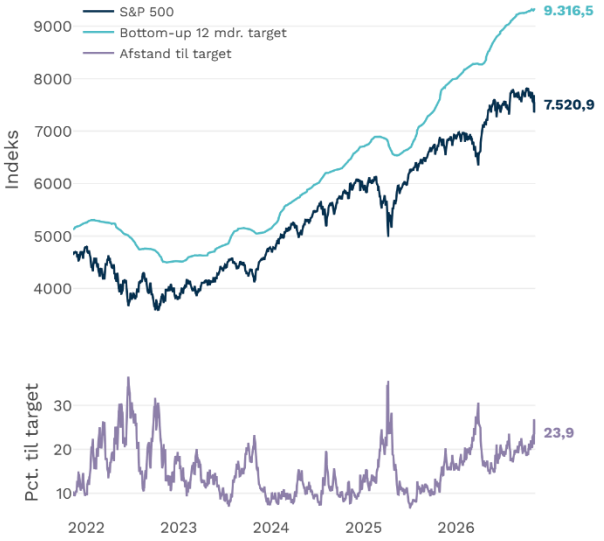
Stoxx600 EPS-vækst estimater



Stoxx 600: forventet vækst i indtjening pr. aktie
Kilde: BankInvest

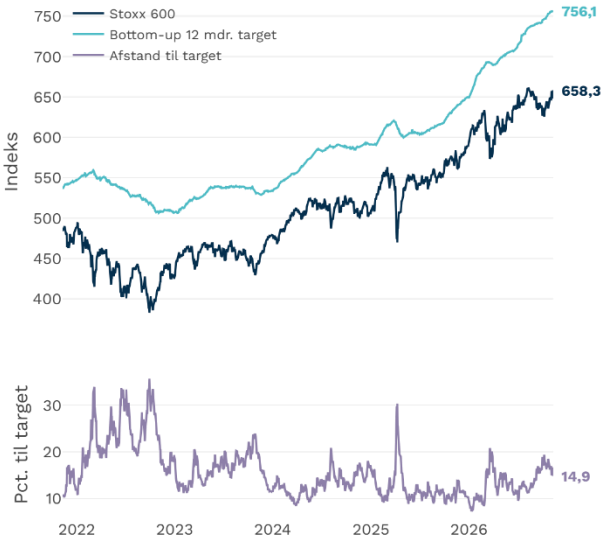
Trods den seneste korrektion har det været et godt aktieår, og vi ser gode muligheder for, at 2027 bliver det samme. Der er fortsat geopolitisk uro, ikke mindst i Mellemøsten, men vi tror, at markedet kommer igennem det, som så mange gange før. Og AI vil fortsat være en vigtig drivkraft for aktiemarkedet i 2027.

S&P500 kurstarget 12m (bottom up)



Kilde: BankInvest

Stoxx600 kurstarget 12m (bottom up)



Kilde: BankInvest

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.

BANKINVEST