

Indsigt

10. oktober 2025

BANKINVEST

Handler
med omtanke



Indhold

Indledning.....	2
Allokering.....	3
Makro og markederne	6

Indledning

Aktier forsætter med at stige. *Upåagtet* at den amerikanske beskæftigelse er svagere end i første halvår af 2025. *Upåagtet* nedlukning af statsapparatet i USA. *Upåagtet* at aktier handler på de højeste multipler siden 2020; og før dette slutningen af 90'erne.

Forklaringen er i vores øjne relativt simpel: Den recession som mange frygtede er udeblevet! Dette medfører, at de defensivt positionerede investorer, bliver tvungne købere af aktier. Effekten er stærk her i 2025 givet, at de institutionelle investorer, generelt, har haft svært ved at følge med markederne de sidste par år. De har haft en for negativ allokering til aktier. Dette er vores tolkning i hvert fald af de brede opgørelser for positionering blandt institutionelle investorer.

Vi kan, skriftligt, definere den ovenstående tendens på mange måder. Men for lethedens skyld kalder vi det et short squeeze. Et ord vi kommer tilbage til mange gange i dette skriv. Det short squeeze som vi er vidne til i disse dage/uger/måneder, begynder at løbe tør for damp. Vi har set at risikovilligheden er steget markant efter handelskrigen i april. Vi har set flere indikationer på at investorerne har løftet aktieallokeringen. Og isoleret set handler aktier dyrt.

Dette betyder at vi kommer tættere på at tage toppen af vores risiko. Både generelt på aktieovervægten. Men isærdeleshed intra-aktier. *Vi er der dog ikke endnu.*

Ser vi bort fra de taktiske overvejelser, og i stedet fokuserer på det strategiske billede, så fastholder vi et positivt syn på væksten for 2026. Historisk har markederne været en stærk ledende indikator for væksten. Og på

nuværende tidspunkt, ser vi en række underliggende dynamikker som alle peger på, at vi skal se en vækstacceleration gående ind i 2026.

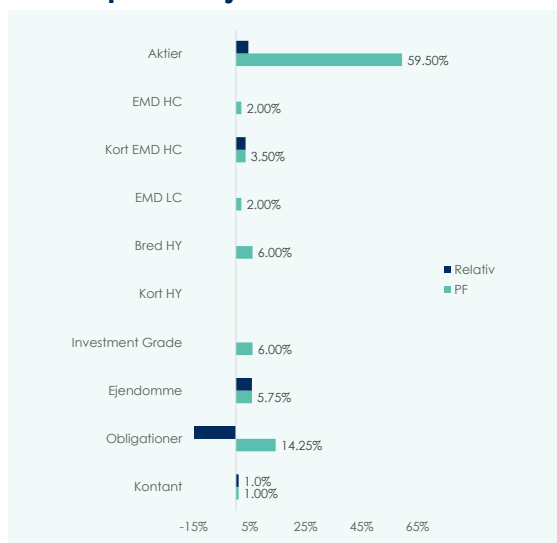
Vi skriver mere om det følgende i afsnittet om Makro og Markederne. Men overordnet set er vi i midten af en teknologisk revolution. Det skal ikke undervurderes. For det betyder at produktiviteten vil stige herfra. Vi kan se ind i et 2026 som overstiger de relativt begrænsede vækstestimer der på nuværende tidspunkt gør sig gældende for både USA og Europa. Igen: Som følge af produktivitetsstigninger.

Som nok kan forstås, er vi samlet set positive. Det eneste som bekymrer os, er den enighed der er om et positivt 2026 i markedet. Dette kan resultere i nogle kortvarige korrektioner. Men den overordnede trend er dog stadigvæk opad.

Allokering

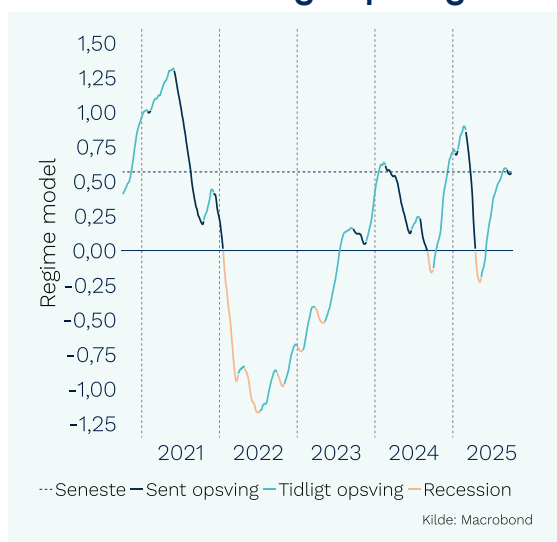
Allokeringen i porteføljerne er fastholdt fra sidste måned: Vi er overvægtet aktier. Og vi er overvægtet den type aktier som skal klare det godt når vækstestimerne revideres op (dem vi populært kalder Expansion aktier).

Relativ og absolut allokering af modelporteføljen



Vores regimeindikatorer i det tidlige opsving.

Vi er inde i det tidlige opsving

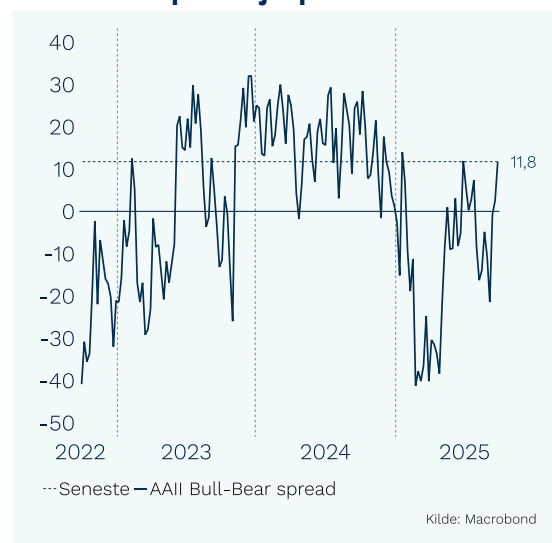


Det har været et svagt signal over den seneste måned. Indikatoren har balanceret mellem tidligt og sent opsving. Forklaringen er, at mange af de underliggende markedsindikatorer allerede ligger på så ekstremt høje niveauer. Noget der betyder, at der ikke skal meget for at de kommer til at se svagere ud end tidligere.

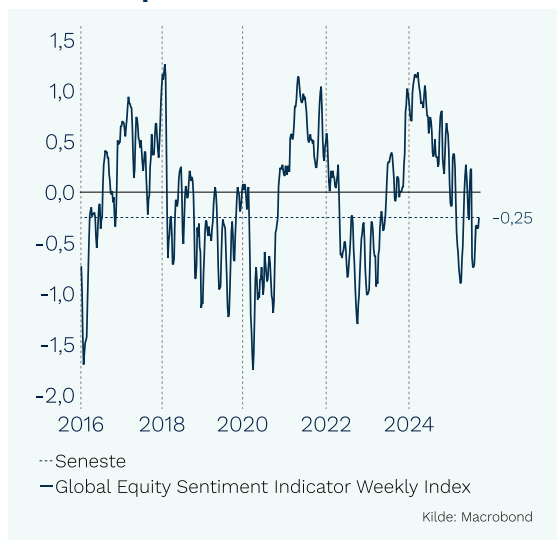
For at give et eksempel: Over 2025 har vi set en stærk outperformance af cykliske aktier relativt til defensive. Noget vi for øvrigt også forventer vil gøre sig gældende gående fremadrettet. Men for at det skal være med til at presse vores model yderligere op, så skal de ikke bare forsætte med at outperforme. De skal outperforme mere end hvad de har gjort tidligere. Det er dette som gør at vores model har haft svært ved at bevæge sig højere.

Derudover så bemærker vi at sentiment indikatorerne har holdt indikatoren tilbage. Dette er blandt andet bull-bear indikatoren for de private investorer i USA og JPMorgans Global Sentiment Indikator. Disse er på overraskende lave niveauer.

Sentiment hos de private investorer er først nu på vej op



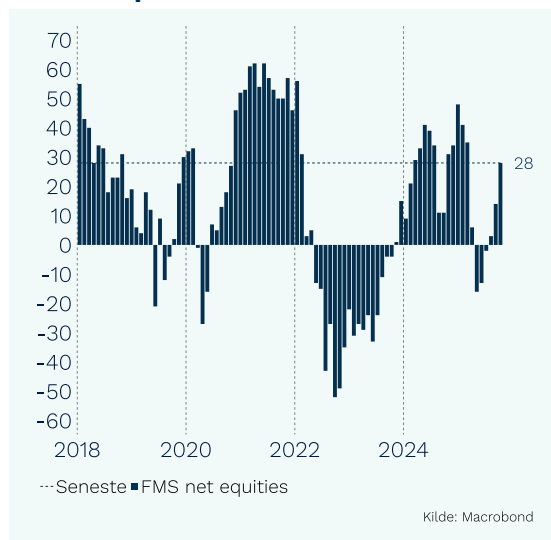
JPM Equity Sentiment indikator forbliver på lave niveauer



Vi finder trygheden i at det blandt andet er sentiment indikatorer som holder vores model tilbage. For hvis vi får ret i vores forudsigelser, så er det over oktober måned at de sidste negative investorer kaster håndklædet i ringen. At de bliver tvungne købere af aktier. Og derved vil vores modelsignal blive tvunget yderligere opad.

Som en interessant forlængelse af ovenstående historie, så kan vi bemærke at aktieallokeringen i Bank of Americas Fund Manager survey stadig ikke ser ekstrem ud. Vi er et pænt stykke vej fra de niveauer vi så i f.eks. 2021.

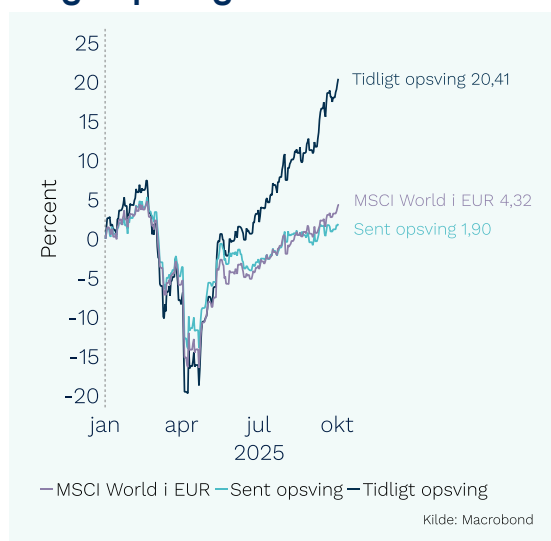
Institutionelle investorer har ikke til fulde kapituleret



For os er det en illustration på at det sidste del af opsvinget stadig ligger foran os.

Intra-aktier fastholder vi en høj eksponering til de aktier som klarer sig godt i det tidlige del af et opsving. Det vil sige aktier som scorer højt på vækst og momentum. Og aktier som scorer lavt på kvalitet. Denne type aktier har leveret et særdeles positivt merafkast her over 2025.

Aktier som skal klare det godt i det tidlige opsving har leveret i 2025



Samlet set et positivt view på aktier. Både taktisk og strategisk. Taktisk kommer vi dog nærmere en reduktion i risikoen. Dette når den sidste del af kapitulationen blandt de institutionelle investorer har gået sin gang. Sandsynligvis i slutningen af 2025. Indtil da er det maksimal overvægt til risiko.

Makro og markederne

Verdensøkonomien og de finansielle markeder bliver altid påvirket af både positive og mere negative kræfter. Det handler om, hvem der har overhånden! Vi har længe haft troen på positiv økonomisk vækst globalt og nedadgående inflation på længere sigt. Det har vi fortsat. Vi holder fast i, at teknologien – med AI som omdrejningspunkt – er en stærk og langvarig positiv drivkraft.

På kortere sigt ser vi også fortsat flere positive faktorer end negative. Rentepolitikken bliver mere lempelig: ECB er måske færdig med sænkninger, men Federal Reserve har taget hul på en ny runde. Kina lempes stadig stille og roligt. Energipriserne holder sig relativt lave trods geopolitiske spændinger – Brent-olie er stort set uændret over den seneste måned på 66 USD pr. tønde. Det samme er naturgas noteret på børsen i Holland, der handler på ca. 32 EUR pr. MWh. På handelsfronten er der, relativt set, roligt. Finanspolitikken drejer fortsat i en mere lempelig retning i USA, Tyskland og Kina.

Alt det her taler for positiv BNP-vækst, stigende produktivitet og voksende bundlinjer i de fleste brancher og virksomheder. Det taler også for stabilitet på de store obligationsmarkeder.

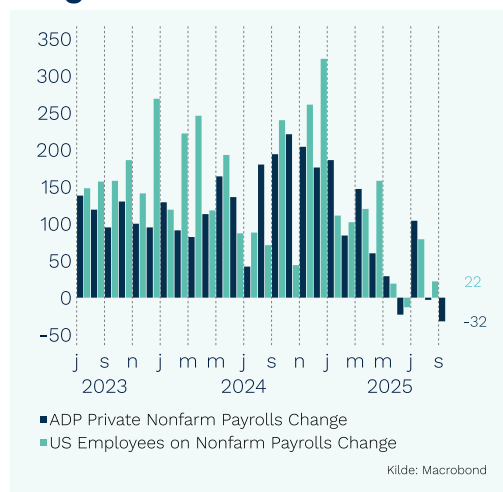
MEN der er altid risici, politiske, økonomiske og finansielle. Og en af de mere uklare dynamikker i øjeblikket udspiller sig på det amerikanske arbejdsmarked.

USA

Der er uden tvivl en vis opbremsning i gang på det amerikanske arbejdsmarked. Men der er usikkerhed om, hvor dybt det stikker. De seneste Nonfarm Payrolls for september

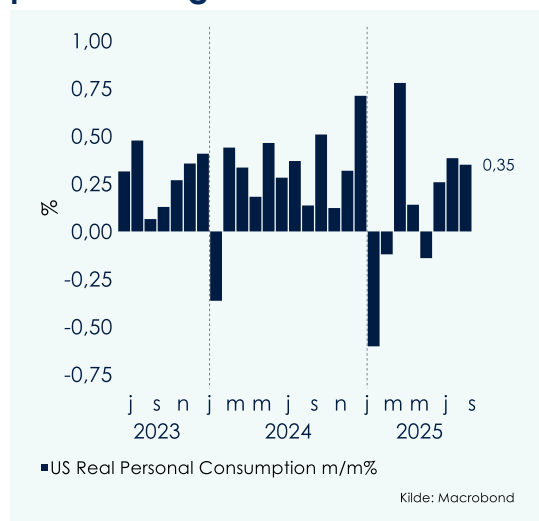
blev ikke offentliggjort 3. oktober pga. den igangværende 'Government Shutdown'. Til gengæld fik vi tal i form af ADP Private Payrolls, der igen viste en overraskende svaghed med et fald på 32.000 i september. Men omvendt er Jobless Claims faldet ned igen i den seneste offentliggjorte opgørelse. JOLTS – antallet af jobannoncer – er også stabiliseret på et relativt højt niveau. Så der er forskellige signaler. Der breder sig lige nu et billede af et arbejdsmarked med 'No Hiring, No Firing'. Altså en form for stabilitet.

Nonfarm og ADP Payrolls viser svaghed



Det lyder måske meget godt. Men hypotetisk: uden beskæftigelsesvækst over det komme år kommer væksten i privatforbruget under pres. Forbruget er både en funktion af husholdningernes disponible indkomster, opsparende tendensen og antallet i jobs. Hvis jobvæksten er nul, kunne et ordentlig løft i de disponible indkomster (lønløft, skattesænkninger) kompensere. Men AI-bølgen er også med til at moderere lønstigningerne for de fleste.

Mere positiv realvækst i privatforbruget



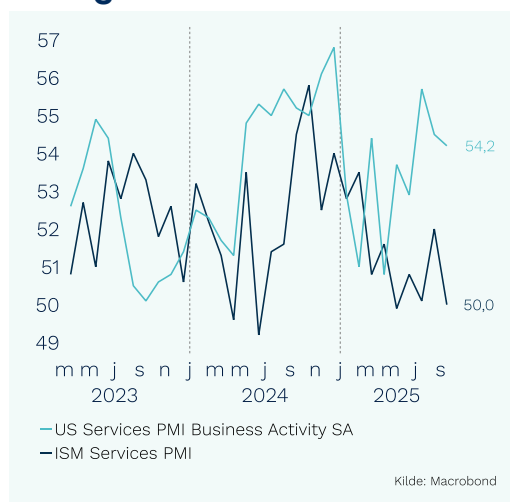
Vi anerkender, at der hersker usikkerhed. MEN vores base case er, at der kommer mere 'gang' i arbejdsmarkedet ind i 2026. Der er flere støttende politikker: Renterne i Fed er på vej ned. Og med vedtagelsen af The One Big Beautiful Bill drejer finanspolitikken også i mere lempelig retning. Samtidig er virksomhedernes profitabilitet ret stærk. Det efterlader et vist rum til at rekruttere og ikke afskedige.

Og alt imens kan vi konstatere, at der faktisk er liv i privatforbruget. Realvæksten i forbruget ligger omkring 0,35% m/m i snit over de seneste 3 måneder. Det er godt at se, at der er liv i forbrugerne. Også i den grad!

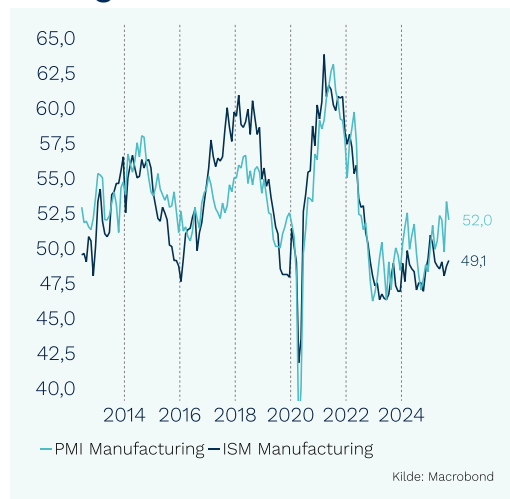
Atlanta Fed og New York Fed estimerer for Q3 BNP-vækst



ISM og PMI for servicesektoren



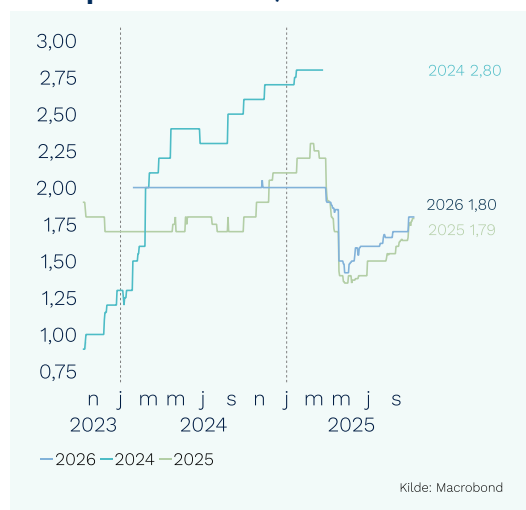
ISM og PMI for industrien



Der er også andre områder, der står lidt uskarpe i den amerikanske økonomi i øjeblikket. ISM'erne kom ud ret svagt i den seneste september-opgørelse. Men det står i kontrast til PMI's, der ligger på et pænt niveau for både industri og service. Atlanta Fed's GDP-Now model flager vækst i Q3 helt oppe på 3,8%. N.Y. Fed ligger på mere moderate 2,2%, hvilket også er godt nok.

Samlet set anerkender vi at der p.t. er et vist slør over den amerikanske makrodynamik. Det sker på et tidspunkt, hvor USA samtidig er i 'Government Shutdown', hvilket både presser økonomien på marginalen og som indebærer, at en række nøgletal ikke offentliggøres. Når det er sagt, står vi stadig tilbage med en relativ positiv vurdering af de fremadrettede vækstudsigter. Konsensus peger på 1,8% BNP-vækst i år og til næste år. Vi vil ikke blive overraskede, hvis væksten til næste år kommer op over 2%.

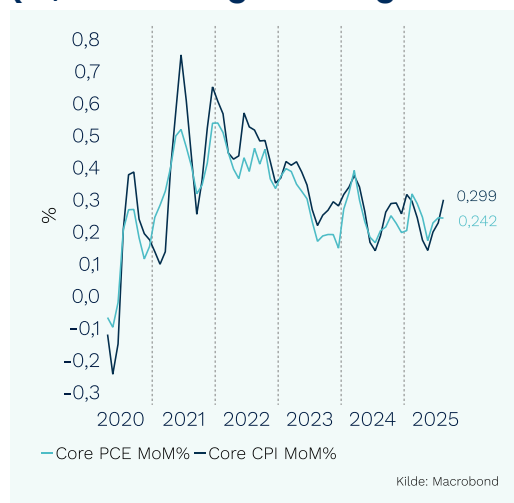
Konsensus BNP-vækst i USA er tikket lidt op til senest 1,8%



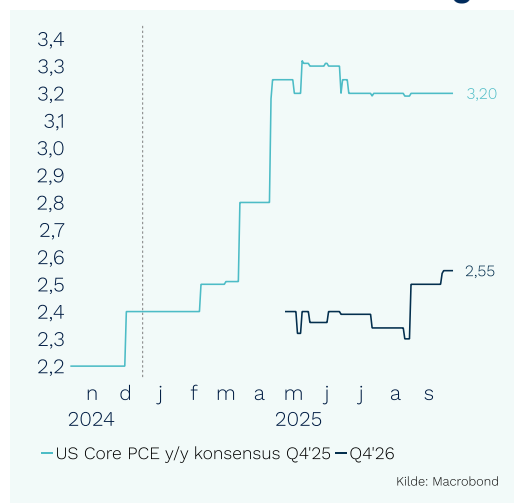
På inflationssiden er der også blandede tendenser. Kerneinflationen målt ved core CPI er trukket op på 0,3% m/m i gennemsnit over de sidste 3 måneder. Core PCE ligger lidt lavere på 0,24%. I øjeblikket er der et vist pres fra de højere todsatser på importen og svækkelsen af USD tidligere i år. Det bør

være midlertidige effekter. Vi deler den vurdering, at inflationen vil falde mærkbart gennem 2026. Konsensus peger på et fald i core PCE y/y til 2,6% i Q4'26, ned fra 3,2% i Q4'25.

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



Core PCE konsensus Q4'25 og '26



Dette inflationscenarie indebærer også, at den amerikanske centralbank kan se igennem den aktuelt højere end ønskede inflation for netop at prioritere hensynet til et godt arbejdsmarked. Fed sænkede i september renten med 25bp til 4-4,25%. Markedet regner med yderligere 100bp over det kommende år. Det virker på ingen

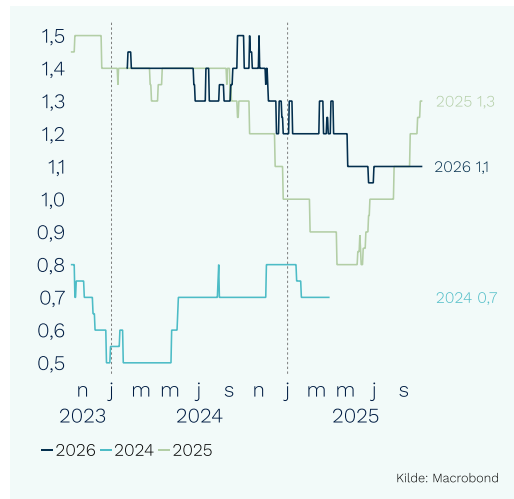
måde urealistisk. På sigt skal renten nok ned omkring 3,0%, der vurderes at være niveauet for den 'neutrale' rente.

FED forventes at sænke renten



Vi forventer bedre PMIs forude, og at BNP-væksten i 2026 kommer op omkring 1,5% eller måske endda højere.

Euro BNP-vækst: Konsensus

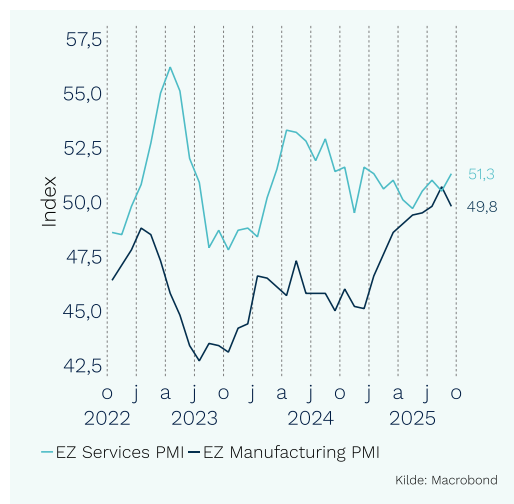


Eurozonen

Politisk uro præger fortsat Europa, hvor den franske premierminister Sébastien Lecornu for nylig trådte tilbage efter kun en måned. Den politiske uro og betydelige finanspolitiske underskud har presset de lange renter op. Vi mener dog ikke, at dette vil forhindre eurozonen i at opleve et stærkt 2026. Vi forventer, at ECB's mere lempelige pengepolitik og de betydelige finanspolitiske lempelser vil bidrage positivt til den europæiske vækst. Toldsatser er ikke længere i fokus for de finansielle markeder. De er landet på et niveau, som vi mener, de europæiske virksomheder kan leve med.

Konsensus for BNP-væksten i 2025 er steget til 1,3%, mens konsensus for 2026 fortsat er 1,1%. Vi mener, at vækstestimatene for 2026 er for lave. Pengepolitiske lempelser fra ECB og markante finanspolitiske stimuli fra Tyskland vil give positiv støtte til væksten i 2026. PMIs er også i bedring, særligt for fremstillingssektoren. Det er dog stadig ikke konjunkturbarometre, som virkelig bekræfter, at opsvinget er på vej i Europa.

Eurozone PMI-indeks



Inflationen er tæt på ECB's 2%-mål med en kerneinflation på 2,3% og en samlet inflation på 2,2%, målt y/y. Vi forventer ikke fornyet inflationspres i euroområdet, da væksten stadig er relativt begrænset, og den handelsvægtede euro er styrket. Samtidig er lønvæksten i tydelig nedgang, hvilket understøtter forventningen om lavt inflationspres. Konsensus blandt økonomer forventer, at kerneinflationen falder til 2,0% i 2026.

Eurozone inflation tæt på 2%

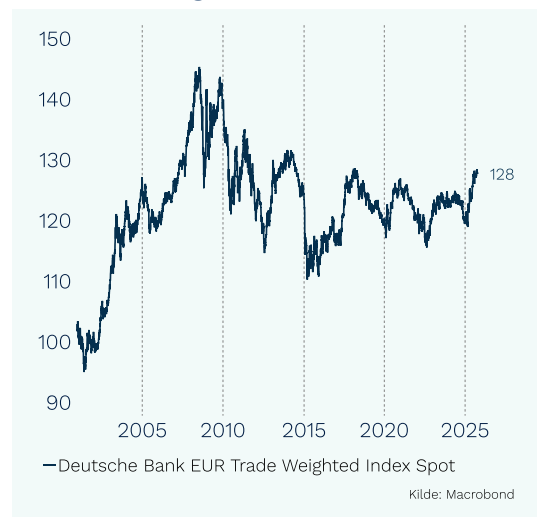


euroen styrkes betydeligt fra de nuværende niveauer. 1,20 USD pr. EUR bør være overlæggeren på kursen.

ECB har sænket renten markant



Handelsvægtet EUR er styrket



ECB har stort set nået målet om at nedbringe inflationen til 2% og har allerede sænket renten markant i år med fire rentenedsættelser. Derfor forventer vi heller ikke yderligere rentenedsættelser fra ECB i 2025, hvilket er i tråd med markedsforventningerne. ECB har udtalt, at hurdlen for yderligere rentenedsættelser er høj.

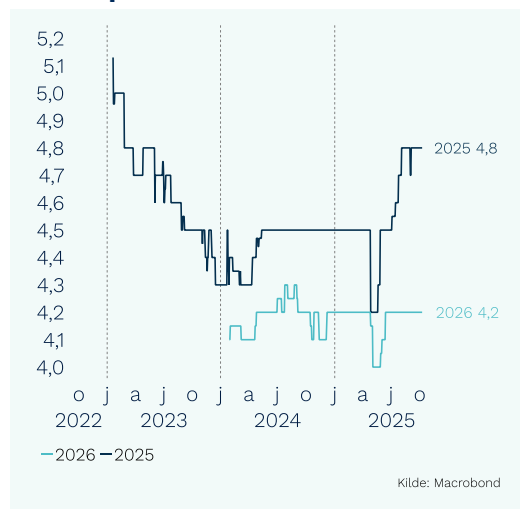
Euroen har styrket sig markant mod dollaren i år. En stærkere euro kan udfordre europæiske virksomheders konkurrenceevne og føre til svagere økonomisk vækst. Vi forventer ikke, at

Kina

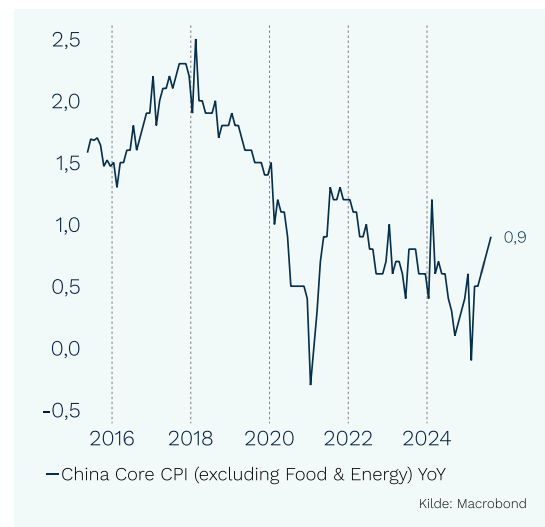
Den kinesiske økonomi står over for fortsatte udfordringer. BNP-vækstestimerne for 2025 ligger på 4,8%, hvilket er en lille opjustering. Boligmarkedet er dog igen blevet en bekymring efter de seneste fald i salget af boliger og boligpriser. Dette har fået flere analytikere til at presse på for ekspansive finanspolitiske tiltag for at stabilisere boligmarkedet.

En stabilisering af boligmarkedet er afgørende for at stimulere det kinesiske indenlandske forbrug. Vi er optimistiske med hensyn til en stabilisering af boligmarkedet i 2026. Det bliver dog et afgørende punkt ift. hvordan væksten i 2026 kommer til at se ud. De seneste PMIs fra Kina viser positive tendenser, særligt i industrien. Nye ordrer og eksportordrer viser fornyet optimisme. PMIs for byggeriet ser dog fortsat ret negativt ud.

Kina: BNP-vækstforventninger under målet på 5%



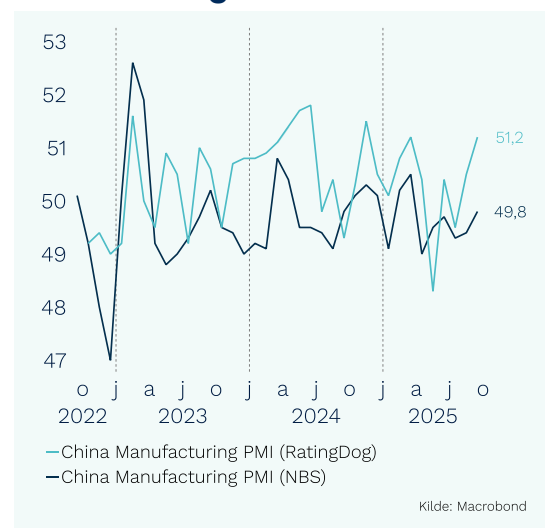
Kinas kerneinflation er positiv



Kinas industriproduktion og detailsalg vokser langsommere



PMIs i bedring



De seneste nøgletal fra Kina afspejler begrænset optimisme. Detailsalget vokser med 3,4% y/y, men i et svagere tempo, da den indenlandske efterspørgsel fortsat er svag. Industriproduktionen vokser i et stabilt tempo med 5,2% y/y. Eksporten har opretholdt en stabil udvikling trods toldsatser fra USA. Forbrugerpriserne faldt med 0,4% y/y i august, men kerneinflationen forblev positiv på 0,9%. Kina balancerer fortsat på grænsen til deflation, men myndighedernes ekspansive politikker understøtter den økonomiske vækst.

Obligationsmarkedet

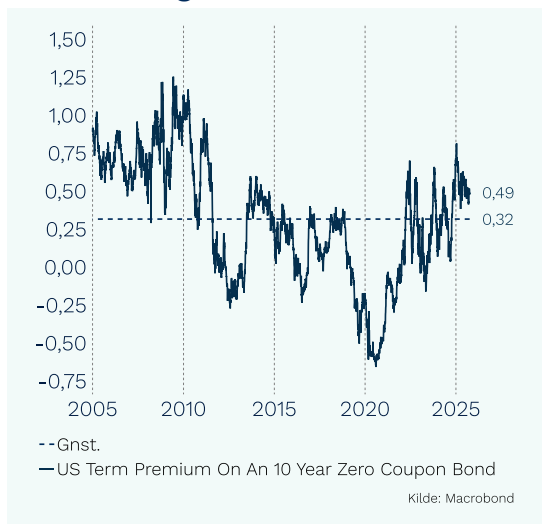
Udviklingen på obligationsmarkedet er forblevet stabil i den seneste tid. Volatiliteten på obligationsmarkederne er faldet markant og ligger tæt på det laveste niveau i tre år. Den amerikanske 10-årige statsobligation er senest på 4,13%, hvilket er i den nedre del af vores 'fair value'-interval på 4-5%. De korte renter vurderer vi som værende fair. Vi forventer solid økonomisk vækst fremadrettet, understøttet af penge- og finanspolitiske lempelser. Derfor forventer vi ikke, at de lange renter vil falde

væsentligt fra de nuværende niveauer. 'Term premium' på en 10-årig statsobligation, omkring 49 basispoint, vurderes som fair.

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



USA: 10-årig 'Term Premium' fair



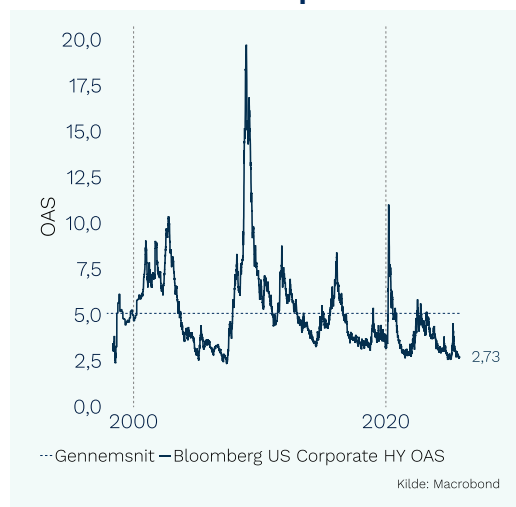
I Danmark og Tyskland er de 10-årige renter steget marginalt over den seneste måned og ligger nu på niveauer omkring 2,6-2,7%, hvilket fortsat er i den nedre del af vores 'fair value'-interval på 2,5-3,5%. Vi forventer, at den europæiske økonomi vil overraske positivt, samtidig med at udsigterne til en

markant mere gældsfinansieret tysk finanspolitik understøtter væksten.

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



US high yield rentespænd til stat er faldet til bare 273bp



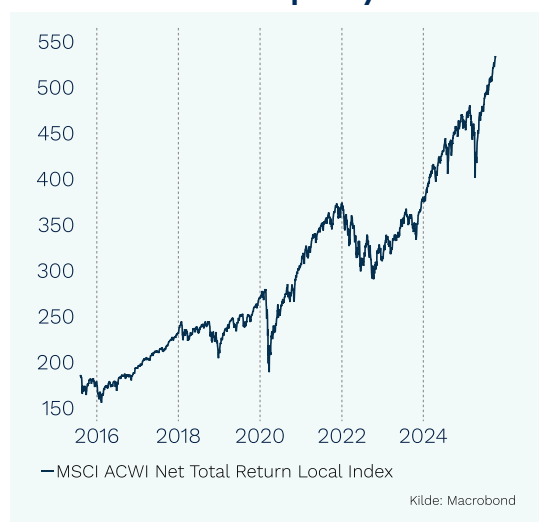
Kreditobligationer har performet stærkt i år, og merrenten i forhold til statsobligationer fortsætter med at falde. Renteforskellen er faldet til 273 basispoint, hvilket afspejler positive forhold på kreditmarkederne. Vi forventer, at denne udvikling vil fortsætte ind i 2026 med lave spreads på kreditobligationer. Derfor forventer vi også,

at kreditobligationer vil levere bedre afkast sammenlignet med statsobligationer.

Aktiemarkedene

Aktiemarkedet fortsætter ufortrødent og sætter nye kursrekorder, både i lokalvaluta og i danske kroner. Trods dollarens fald har det globale aktiemarked målt i DKK oversteget toppen fra februar og leveret et afkast for året på 6,8%.

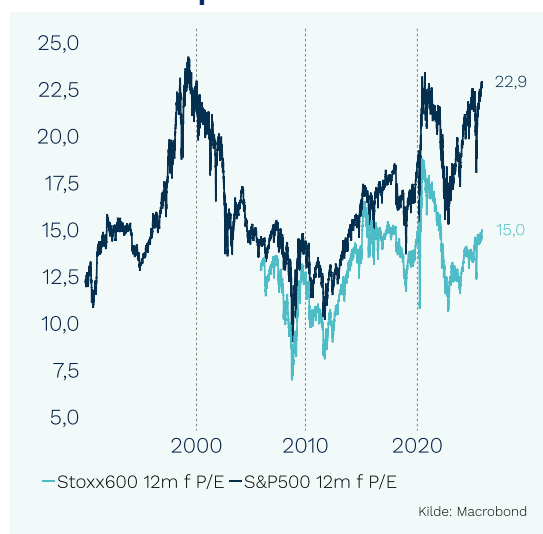
Aktiemarkedet er på ny rekord



Afkast på globale aktier i DKK

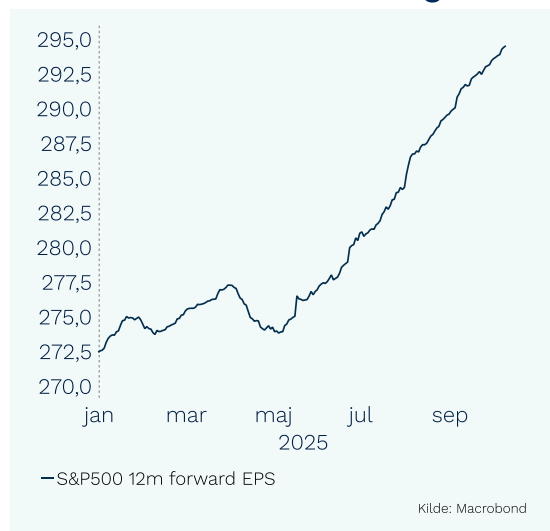


S&P500 er DYRT prifsatsat, men det er bl.a. europæiske aktier ikke

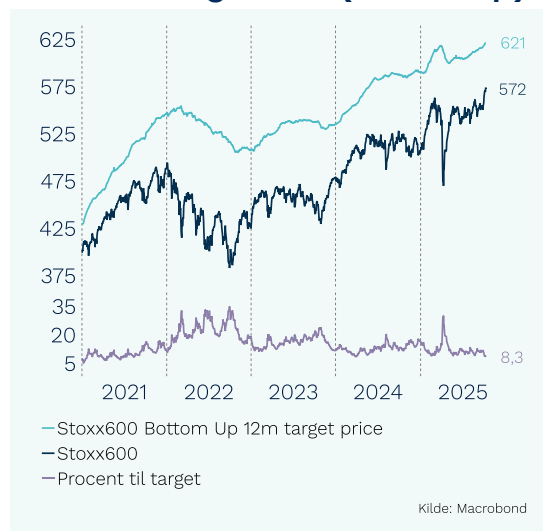


Det europæiske aktiemarked har senest også oversteget toppen fra februar. Det er dog stadig de amerikanske aktiemarkeder, der har været den primære driver af det seneste rally. Det danske aktiemarked fortsætter med at være udfordret. Valuation på aktiemarkedet stiger fortsat, hvor den 12-måneders forward P/E senest er oppe på 22,9 for S&P 500. For Europa ligger niveauet lavere på 15, men en del af forskellen skyldes indekssammensætningen, hvor it-sektoren udgør en væsentligt større andel af det amerikanske aktiemarked. Det ændrer dog ikke på, at de amerikanske aktier er markant dyrere end de europæiske. Vi forventer ikke, at valuation på det amerikanske aktiemarked vil sætte en stopper for aktiestigningerne for nu. Indtjeningsperspektiverne er fortsat stærke, og selskaberne leverer meget solide regnskaber. Forventningerne til indtjeningen fremadrettet er steget markant siden maj. Vi forventer en stærk regnskabssæson.

S&P500 12m forward EPS stiger fortsat

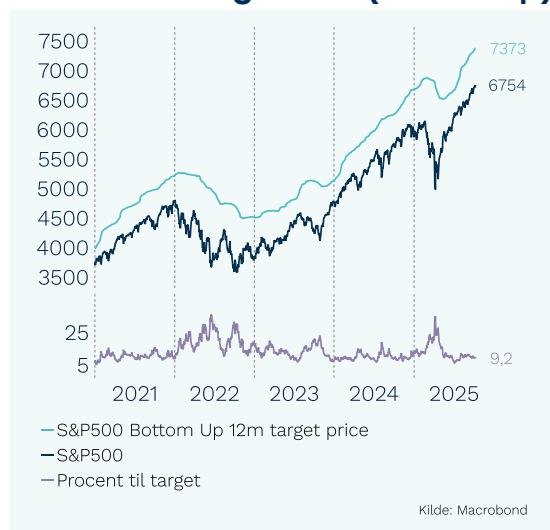


Stoxx kurstarget 12m (bottom up)



Analytikernes target for S&P 500 ligger på 7.373 (bottom-up) over de næste 12 måneder, hvilket er 9,2% over den nuværende markedskurs. For europæiske aktier vurderes potentialet også positivt med et forventet afkast på 8,3%. Vi anser estimaterne for realistiske, da indtjeningsmomentum er stærkt, og perspektiverne ser lovende ud.

S&P500 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