



Indsigt

Investeringsstrategi og forventninger

10. september 2026

BANKiNVEST

Indledning

Vi starter med konklusionen: Vi er meget bullish på aktiemarkederne. Ikke bare de overordnede niveauer, men også på potentialet for en kraftig cyklisk rotation. Dette kommer denne måneds markedssyn til at bære præg af.

Argumenterne er ligetil: Indtjeningsvæksten er den stærkeste i mange år. Ikke bare for AI aktier, men for det brede marked også. Sandsynligheden for en recession er meget lille. Og endeligt synes markederne ikke at være i irrationelt bullish territorium endnu. Dette argument kobler sig op på prisfastsættelsen af aktier. Alt dette understøtter for os, at man skal have en overvægt til aktier og kredit i skrivende stund.

Vi anerkender naturligvis, at der er en masse strukturelle modvinde. Eller udfordringer. Den amerikanske statsgæld er høj. Væksten er understøttet af et snævert AI boom. Budgetunderskuddet på tværs af kloden er højt. Den geopolitiske risiko er høj. Osv. osv.

Men som porteføljeforvaltere bliver man tvunget til at vælge, om man ser glasset halvfuldt eller halvtomt. Det er for os ikke en gangbar strategi at afvente fred og fordragelighed i verden, før vi køber risiko. Og at være bekymret for statsgælden er også en parameter, som man kunne have fokuseret på i mange, mange år. Det synes for os ikke specielt urovækkende i disse dage.

Nej, vores sande frygt, vores taktiske frygt, er nok i højere grad sentimentet. For selvom aktier ikke handler urimeligt dyrt, så anerkender vi, at rigtig mange investorgrupper allerede har købt op i risiko. Vi ser de institutionelle investorer være det mest bullish på aktier, de har været i flere år. Vi ser det samme for de private investorer. Og vi ser det også for de systematiske strategier.

Hvis markedet skal fortsætte op på denne baggrund, så kræver det, at momentum i indtjeningsvæksten består. Og det er netop det, vi stærkt tror på, vil ske over i hvert fald den resterende del af 2026. Vi ser i skrivende stund ingen tegn på, at en afmatning er på vej. Og

derfor så vælger vi at købe risiko, selvom alle de strukturelle udfordringer består.

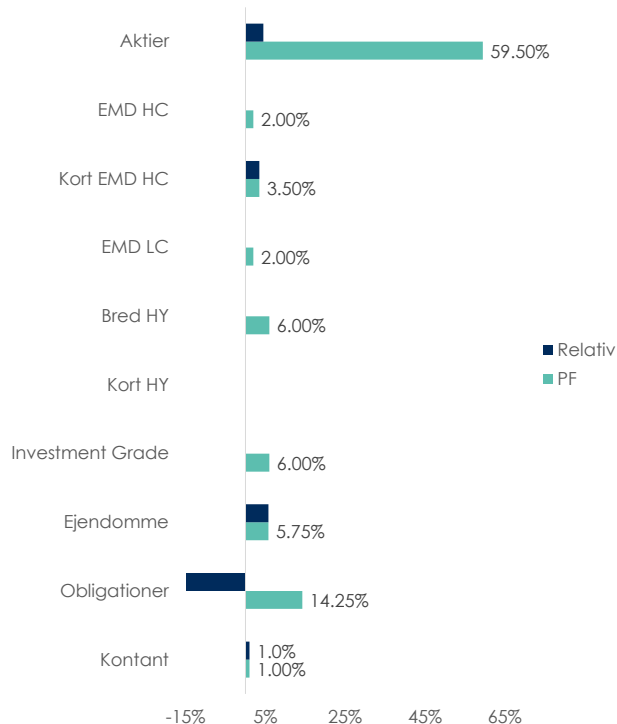
Som vi kommer ind på i dette skriv, har markederne været volatile over sommeren. Selvom vi på overfladen ikke har set nogen stor korrektion, så har vi over juli og august set AI aktier blive presset ned. Også selvom indtjeningen har været stærk. Det betyder, at vi stadig ser et afkastpotentiale fra en cyklisk rotation ind i netop denne type aktier. Dette betyder for os uendeligt meget mere end bevægelserne i de samlede aktiemarkeder.

Så samlet set ser vi et stærkt marked frem for os. Løser vi nogle af de udfordringer, læs Iran, som præger markedet i øjeblikket, så kan det endda ske mere voldsomt end hvad vi mener mange forventer.

Allokering

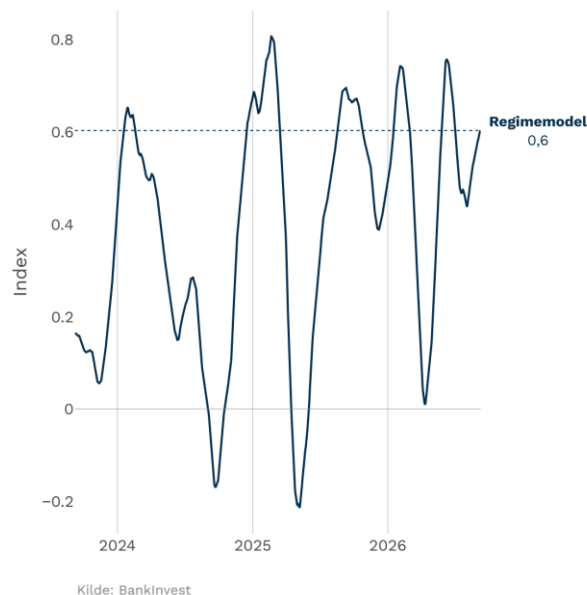
Ingenting er ændret ved vores allokering. Det er stadig maksimal overvægt i forhold til vores investeringsrammer.

Relativ og absolut allokering af modelporteføljen



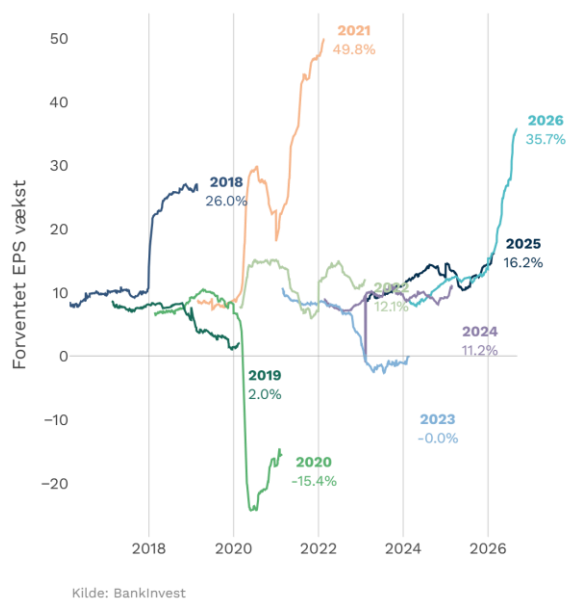
Vores regimeindikator fortsætter med at være i det, vi kalder tidligt opsving. Det klareste budskab man skal tage ud af denne model, er at der under overfladen på aktiemarkedet bliver tegnet et billede op om, at væksten er på vej op. Dette i form af en pæn cyklisk rotation.

Vores regimeindikator er i tidligt opsving



Fundamentalt er der også positive tendenser. Den klareste er nok den massive oprevidering, vi i skrivende stund ser i indtjeningsvæksten. Det brede S&P 500 er nu projekteret til at lave 35,7% i vækst op gennem 2026.

Indtjeningsvæksten bliver revideret kraftigt op

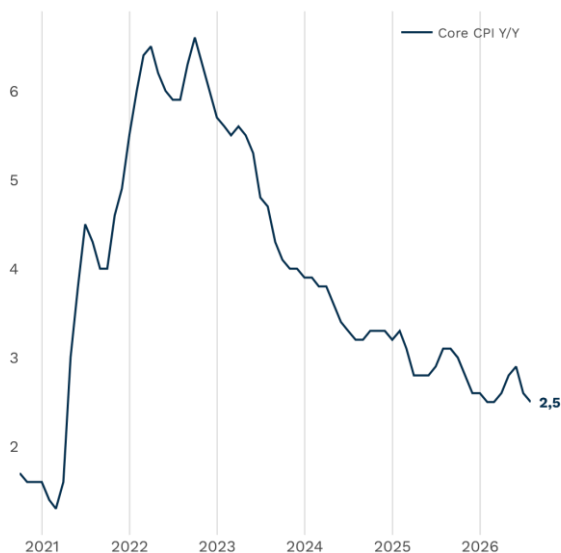


Det er den stærkeste indtjeningsvækst, vi har set i lang tid. Indtil vi begynder at se afmatning heri, er det vores klare forventning, at det her

vil blive ved med at presse markederne op. Og til det skal siges at vi i skrivende stund IKKE ser denne afmatning.

I øjeblikket er der naturligvis meget fokus på renterne. Vi skal ikke lyde, som om vi er ligeglade. Men vi frygter dem ikke nær så meget, som vi gjorde i 2022 og 2023. Selvom vi nu nærmer os de 5% på den amerikanske 10-årige, så ser vi, at der er en øvre grænse. Dette i takt med at vi er vidne til et helt andet inflationsbillede nu her.

Kerneinflationen i USA giver os ro med hensyn til renterne

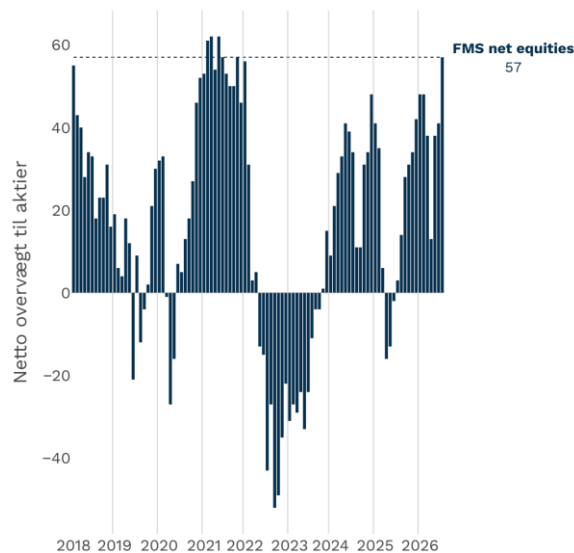


Kilde: Bankinvest

Tilbage i 2023 var vi alle i tvivl om, hvor højt inflationen skulle gå. Det er vi ikke længere. Selv hvis der kommer en renteforhøjelse for Fed, så vil det ikke være starten på noget, der ligner det, vi var vidne til i 2022. Dette vil forankre den lange ende af kurven og lede til, at vi ikke kommer til at se en gentagelse af det mønster, vi tidligere har set. I forlængelse af det kan vi da også bemærke, at markederne indtil videre har taget stigningen i renterne relativt roligt.

Det, der måske bekymrer os mest, er sentimentet. For vi har set, at institutionelle investorer har øget deres aktieallokering kraftigt.

Institutionelle investorer har kraftigt øget deres aktieovervægt



Kilde: Bankinvest

I takt med at sentimentet er så positivt som det er i øjeblikket, så øger det følsomheden over for negative nyheder. Når og hvis de kommer, forventer vi, at størrelsen på korrektionen bliver større end normalt.

Men når det er sagt, bliver vi jo efterladt med en beslutning: Skal vi forblive overvægtede risiko nu og tjene på det stærke indtjeningsmomentum. Eller skal vi reducere risikoen i lyset af, hvad der **kan** ske. I valget mellem disse to vælger vi den første. Men vi er bevidst om, at jo længere hen i opsvinget vi kommer, jo mere varsomme skal vi nok være.

Makro og markederne

Krigen i Mellemøsten er blusset op igen, og det har løftet olieprisen. Senest ligger vi på oliepris på 101 dollars per tønde, det begynder at kunne mærkes. Det har været medvirkende til at løfte renteniveauet og gøre centralbanksprisningen mere hawkish. Aktiemarkedet har dog i høj grad set igennem det, og ligger fortsat tæt på all time high. Fokus har været rettet mod AI-temaet og den stærke indtjeningsvækst. Vi begynder dog og nærme os niveauer på renterne, hvor vi forventer, at yderligere stigninger vil sætte sig i aktiemarkedet. Men det store spørgsmål er om Trump kan leve med krigen i Mellemøsten frem mod midtvejsvalget. Prædiktionsmarkederne tegner til, at demokraterne vinder både Senatet og Huset. Det må alt andet lige lægge et pres på Trump for at få afsluttet krigen. Vores forventninger er, at oliepriserne vil falde mere til ro, hvilket vil styrke vækstbilledet og lette inflationspresset.

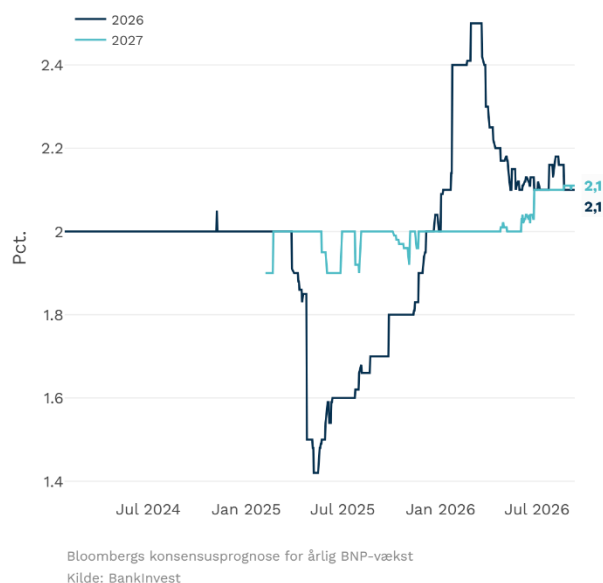
Olieprisen presser igen



USA

Det markante investeringsboom i kunstig intelligens fortsætter med at være en medvind for amerikansk økonomi. Højere oliepriser og renter kan dog blive en hæmsko, men for nu fortsætter de positive tendenser.

Konsensus BNP-vækst i USA på 2,1%

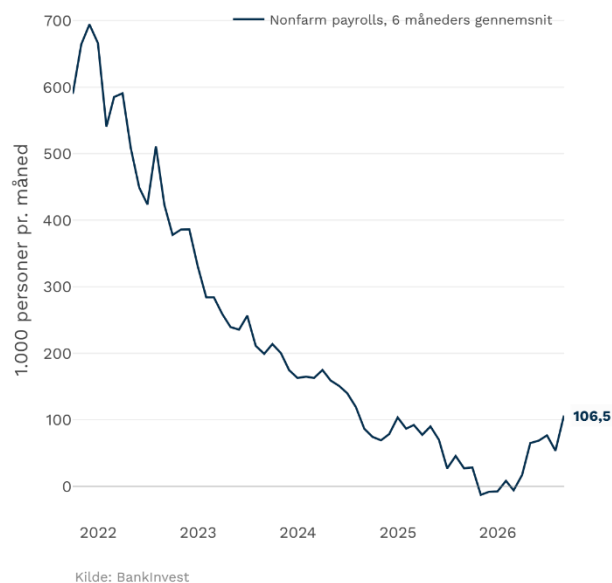


Konsensus blandt økonomerne for amerikansk vækst er 2,1% i både 2026 og 2027. Vi vurderer, at der er mulighed for, at vækstestimerne bliver oprevideret i resten af 2026. Der er en massiv impuls fra investeringer i AI og teknologi. Vi forventer, at det vil give et markant løft til produktiviteten, og at vi befinder os i starten af den 4. industrielle revolution. Vi forventer også, at produktiviteten i højere grad vil være en driver af væksten frem for beskæftigelsen. Den høje produktivitet fra AI er i vores optik deflationær på længere sigt, hvilket vil være med til at presse renterne og inflationen ned.

Risikoscenarier er der nok af. De geopolitiske spændinger i Mellemøsten fortsætter med at presse oliepriserne, hvilket særligt rammer forbrugerne. Det sætter sig også i renteniveauet, der er en modvind for økonomien. I perioder med stigende renter vendes fokus også over på den amerikanske statsgæld. Vi tror dog, at den stigende

produktivitet og positive effekter fra AI vil trække i en mere positiv retning, og vores syn forbliver positivt på amerikansk økonomi.

Bedre jobvækst i H1'26 end i H2'25



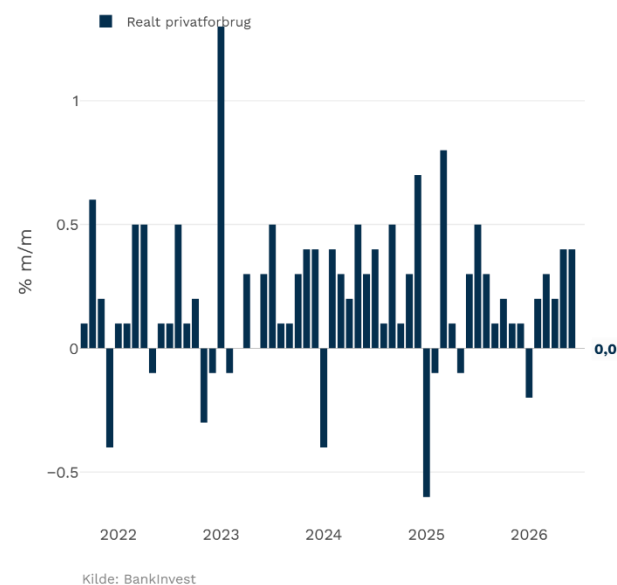
Antal jobannoncer er stabiliseret



Arbejdsmarkedet fortsætter med at overraske positivt og kører i en højere kadence, end vi havde forventet. De seneste 6 måneder er der i gennemsnit blevet skabt 106.000 nye jobs per måned. Det er en klar forbedring fra slutningen af 2025 og starten af 2026, hvor gennemsnittet lå omkring 0. Indtil videre kan det siges, at AI på et aggregeret niveau ikke har ført til massive

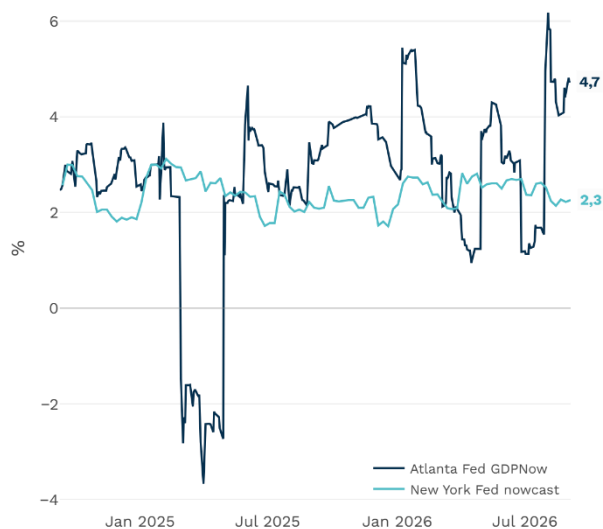
afskedigelser. Vores forventning er, at arbejdsmarkedet vil tilpasse sig AI-revolutionen. Historisk set har store teknologiske revolutioner betydet flere jobs. Men der har også været medvind fra en voksende arbejdsstyrke, hvilket ikke sker i sammen omfang i de kommende år. Vi forventer fortsat en moderat, men positiv beskæftigelsesvækst. Vi noterer os, at antallet af jobåbninger har stabiliseret sig, men at jobefterspørgslen fortsat er moderat. På den anden side ser vi få nye ledige, der søger om understøttelse for første gang. Så vi ser stadig et arbejdsmarked, der i høj grad holder igen med ansættelser og afskedigelser. Det er også, hvad konjunkturbarometrene fra ISM peger på.

Realvækst i privatforbruget



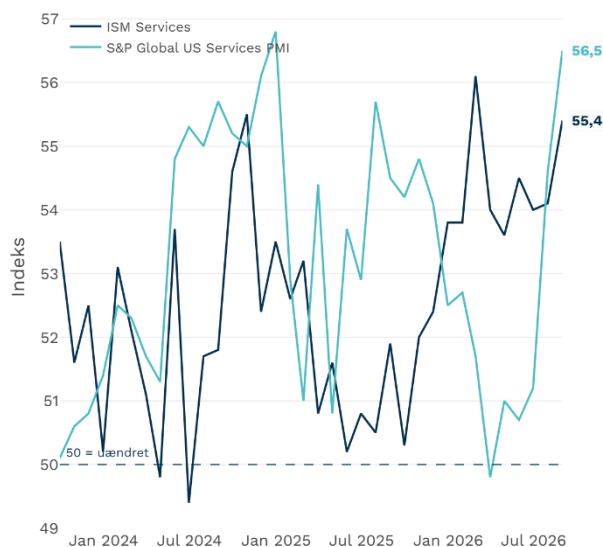
Privatforbruget vokser fortsat pænt, men som altid svinger den månedlige stigningstakt. Senest var den månedlige stigningstakt 0,0%, men de to foregående måneder var den 0,4%. Så stigningstakten er fortsat fornuftig. De høje oliepriser er fortsat et pres på den amerikanske forbruger. Vi forventer 2% annualiseret vækst i resten af 2026 og 2027. Medvind fra reallønsfremgang og jobvækst driver forbruget.

Atlanta Fed og New York Fed: Vækst



Kilde: Bankinvest

ISM og PMI peger på højere aktivitet i servicesektoren

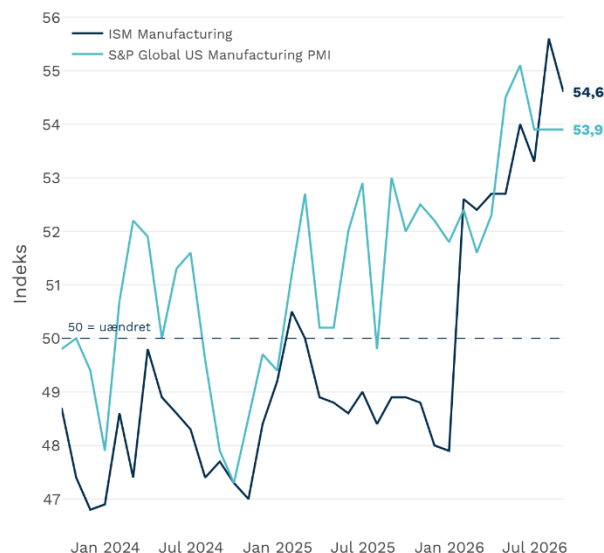


Kilde: Bankinvest

Nowcast tegner et stærkt billede af amerikansk økonomi. Atlanta Feds GDPNow estimerer en vækst på 4,7% i Q3. New York Feds estimat på 2,3% mener vi ser mere realistisk ud. Vi tror dog godt, at økonomien kan overraske positivt fra de nuværende niveauer.

Konjunkturbarometrene viser stor optimisme både i fremstillings- og servicesektoren, men de har de senere år været en knap så god indikator for den faktiske udvikling.

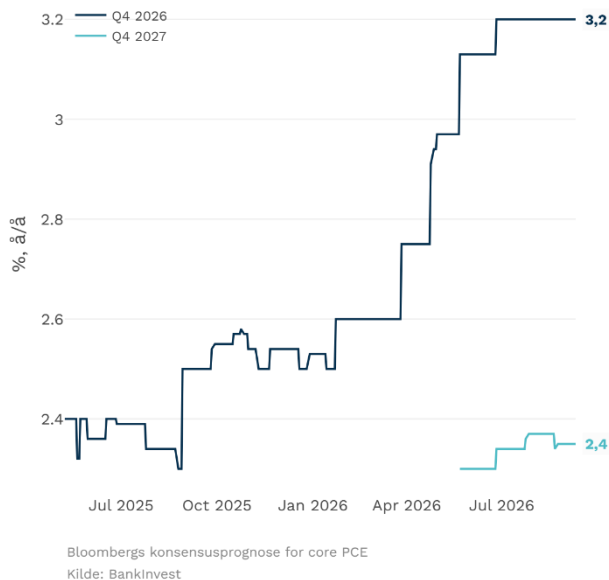
ISM og PMI for industrien udviser optimisme



Kilde: Bankinvest

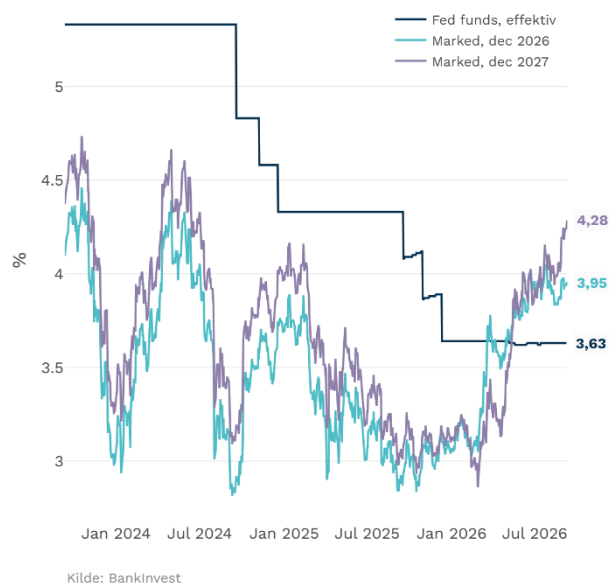
Inflationen fortsætter med at være et afgørende tema. Oliepriserne er kommet op igen og presser inflationen. Det er dog primært headlineinflationen og ikke kerneinflationen, det sætter sig i. Samtidig mener vi, at de højere oliepriser er et klassisk udbudschok, der ikke vil vare ved. Vi hæfter os også ved, at effekten på kerneinflationen fra højere oliepriser er relativt begrænset, når det ikke er et vedvarende løft. Vi tror på en aftagende inflation på længere sigt. Driverne er særligt produktivtetsgevinster fra AI, en mere moderat lønudvikling og overkapaciteten i verdens fabrik, Kina. Noget, der kan give panderynker, er producentprisindekset og prices paid fra ISM. Det er høje niveauer, men vi forventer, at effekten heraf vil være moderat på kerneinflationen og særligt koncentreret inden for computerchips, strøm og materialer til udbygning af datacentre. Markedsprisningen af inflationen 5Y5Y ligger på 2,44% i USD-markedet, hvilket er pænt under det nuværende niveau. Forventningen blandt økonomerne er, at core PCE vil komme ud på 2,4% i Q4 2027. Det mener vi bestemt er realistisk.

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



For nu er det inflationen og i mindre grad arbejdsmarkedet, der er afgørende for Feds rentepolitik. Det var tydeligt i den seneste Fed-kommunikation. Kevin Warsh blev opfattet som hawkish i sin tale ved Jackson Hole, men understregede, at det ikke var forward guidance. Han er udfordret pga. inflationspresset og skal samtidig fremstå troværdig ift. Feds mandat om inflationsbekæmpelse.

FED forventes at hæve renten

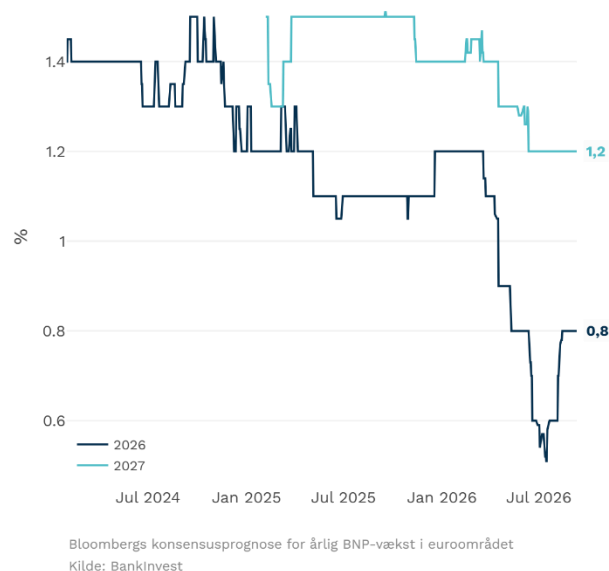


Vi tror, at inflationstallet den 11. september bliver afgørende for Feds beslutning på septembermødet. Markedet priser lige nu 61% sandsynlighed for en renteforhøjelse. Vi vurderer fortsat, at markedet har priset meget ind for både 2026 og 2027, og med en forventet mildere inflationsudvikling tror vi på en mere dovish prising af Fed i resten af 2026.

Eurozonen

Væksten i eurozonen forventes ifølge konsensus at lande på 0,8% i 2026. Det er fortsat relativt moderat og stadig en europæisk økonomi, som er udfordret. De høje energipriser, særligt olie og gas, har været en modvind for europæisk økonomi. Samtidig er overkapaciteten i den kinesiske fremstillingssektor også en udfordring for den europæiske fremstillingssektor. Der er dog lyspunkter: konjunkturbarometrene udviser positive signaler. Vi hæfter os ved, at forventningerne i industrien er løftet markant.

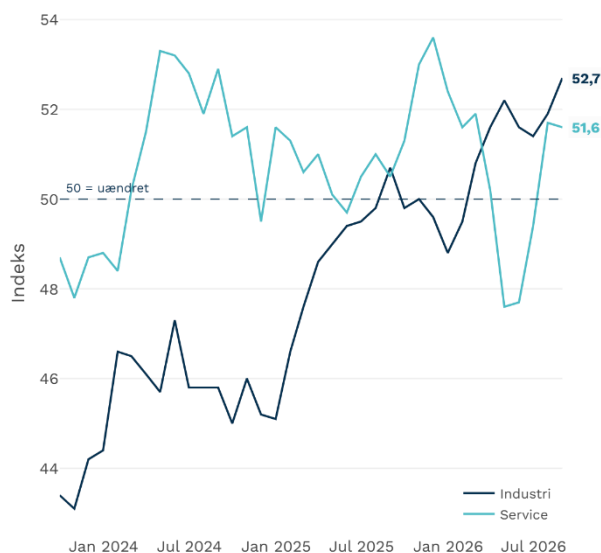
Euro BNP-vækst: Konsensus 0,8% i '26



Det markante skifte, som var spået i europæisk økonomi, særligt Tyskland, er ikke tydeligt endnu. Den begyndende stimulans har ikke fået igangsat det økonomiske momentum. Vi er dog forholdsvis optimistiske og tror, at løftet nok skal komme. De vækstfremmende tiltag og de store investeringer vil være en markant

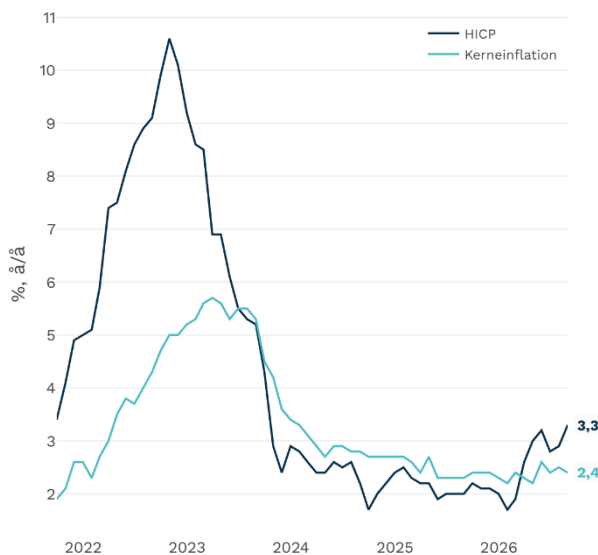
medvind. Vi forventer dog først, at det sker ind i 2027.

Eurozone PMI: Positive signaler



Kilde: Bankinvest

Inflationen i eurozonen er for høj



Kilde: Bankinvest

Det hjælper ikke på det europæiske vækstmomentum, at ECB hævede renten i juni. Det skete som følge af det midlertidige løft i inflationen fra de højere energipriser og frygten for, at det spredte sig til andre dele af økonomien. Det er forventet, at ECB sætter renten op på mødet i dag og samtidig priser markedet næsten yderligere en renteforhøjelse i 2026. Vi mener dog ikke, at det er nødvendigt

for ECB at hæve renten så meget. Den økonomiske aktivitet er moderat, og stigningen i energipriserne er midlertidig og har ikke sat sig i det underliggende inflationspres. Vi erkender, at ECB kan frygte at være for langsom til at stramme pengepolitikken, som de var i 2022. Vi vurderer dog fortsat, at der er priset for meget ind for ECB. Vi noterer os, at kerneinflationen er på 2,4% y/y, hvilket vi ikke vurderer som alarmerende. Headline ligger på 3,3%, men er i høj grad drevet af energipriser. Vi forventer, at niveauet vil falde mærkbart ind i 2027 ned mod de 2%, med potentiale for at komme under 2%.

Markedet forventer 2 renteforhøjelser yderligere fra ECB i 2026



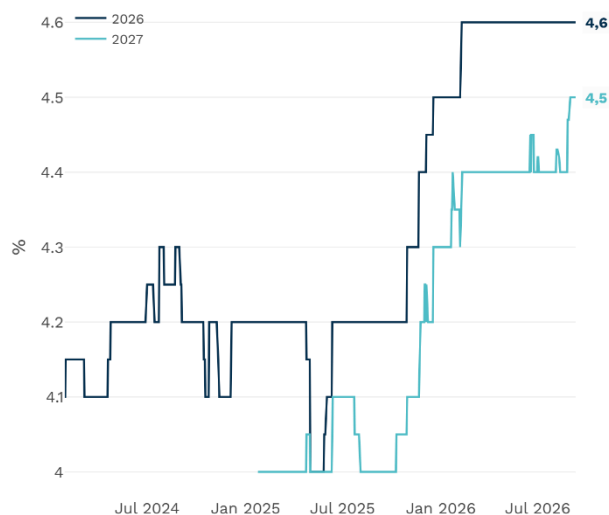
Kilde: Bankinvest

Kina

Forventningerne til Kinas BNP-vækst ligger uændret på 4,6%, som det har gjort hen over størstedelen af 2026. De højere energipriser har ikke ramt økonomernes estimater, og de tror på, at Kinas officielle vækstmål på 4,5-5,0% bliver indfriet. Kina fortsætter med at være udfordret af de faldende boligpriser. Det tynger den indenlandske efterspørgsel, at boligmarkedet har været i negativ spiral siden 2022. Det kinesiske aktiemarked er steget moderat, så der har ikke været nogen væsentlig formueeffekt herfra. Vi mener, at det er afgørende, at den negative spiral bliver vendt, og det vil kræve yderligere stimuli. I visse større

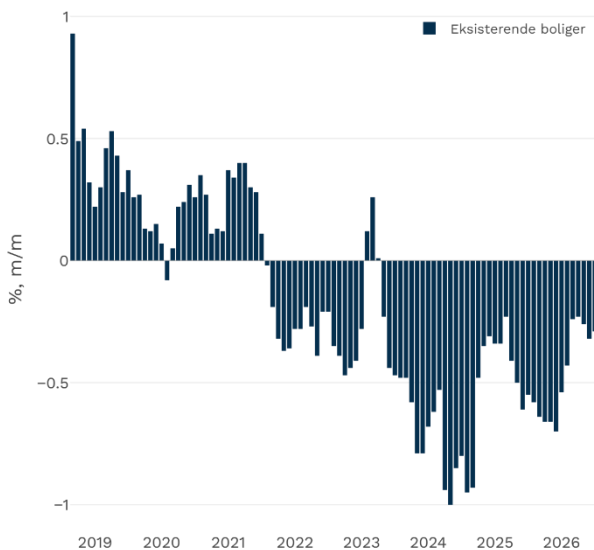
kinesiske byer er der begyndende tegn på, at priserne kan stabilisere sig ind i 2027.

Kina: Konsensus BNP 4,6% for 2026



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

Kinas boligmarked er en udfordring

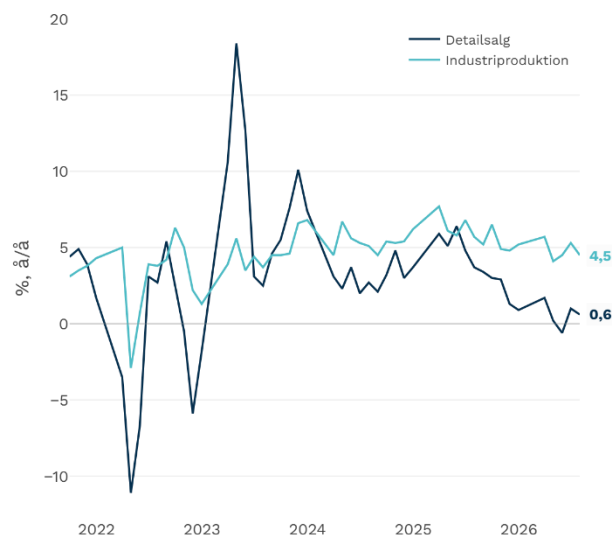


Kilde: BankInvest

Detailsalget er senest vokset med 0,6% y/y, hvilket er lavt. Bedre ser det ud for industriproduktionen, der vokser 4,5% y/y. Det er en anelse svagere end de foregående måneder, men i stor kontrast til detailsalget. Eksporten fortsætter også med at have det godt, og handelsoverskuddet befinder sig tæt på rekordniveauer. Så det er fortsat en økonomi, der bevæger sig i to forskellige tempi,

med en industri, som har det godt, og en indenlandsk efterspørgsel, der halter. Vi forventer, at den kinesiske industri fortsat vil have det godt. Der sker markante investeringer i de teknologiske dele, der vil være med til at drive væksten fremadrettet.

Todelt fremgang i kinesisk økonomi



Industrien vokser, mens boligsalget falder

Kilde: BankInvest

Kinas handelsoverskud er banket op



Kilde: BankInvest

Obligationsmarkedet

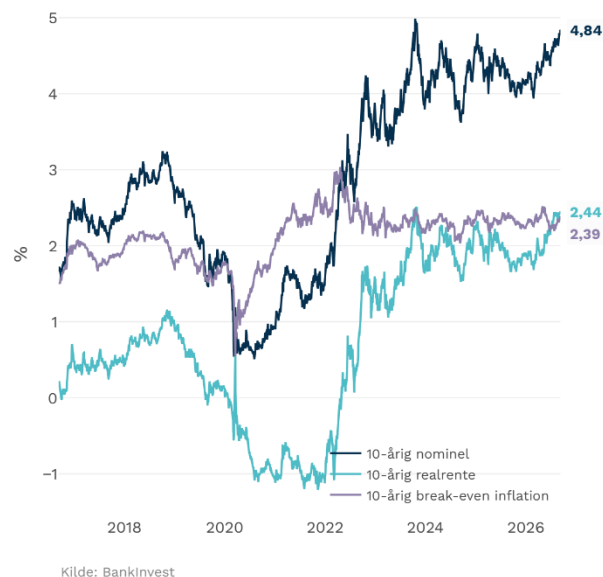
Den 10-årige amerikanske statsrente ligger på 4,84%. Der er kommet ekstra fokus på den amerikanske 10-årige, efter at USA's finansminister Scott Bessent sagde, at USA ville opkøbe obligationer med længere løbetid for at holde renten nede. Det blev sagt, da renten var 4,70%, og det tydeliggjorde, at det var problematisk, hvis renten kom meget over det niveau. Det var samtidig også med til at sætte fokus på den amerikanske statsgæld, der fortsat ligger og ulmer.

USA: 10-årig rente på 4,84%

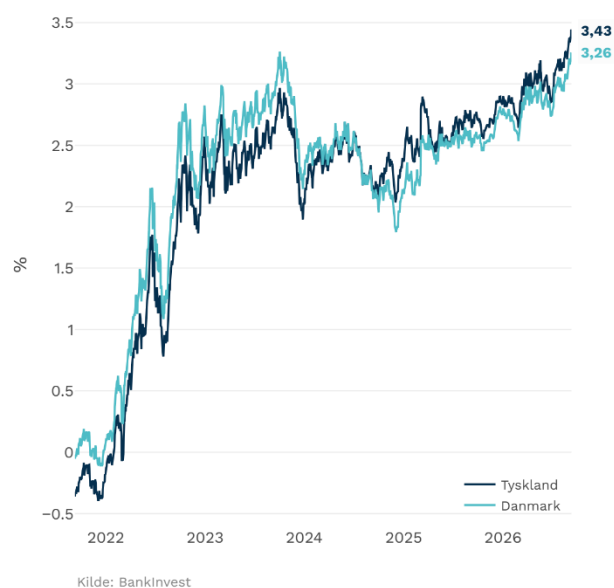


Vi vurderer ikke, at Scott Bessent har haft succes med sin operation 'twist', da renterne ligger højere end før hans udtalelser. Vi mener også, at renterne har nået et niveau nu, hvor yderligere løft i renteniveauet vil presse risikofyldte aktiver. Vi hæfter os dog ved, at inflationsforventningerne er stabile og forventer, at en mildere inflationsudvikling holder renterne nede.

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



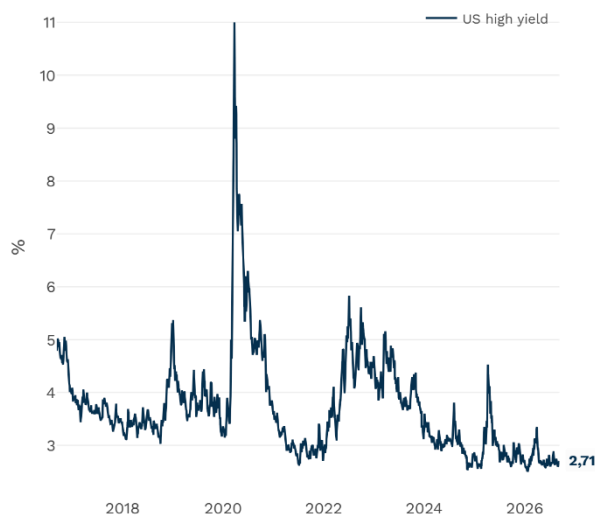
10-årig tysk rente på 3,43%



De europæiske obligationsrenter er steget ligesom de amerikanske. Den 10-årige tyske rente ligger på 3,43%, og den danske ligger på 3,26%. Stigningerne har i høj grad også været drevet af løftet i oliepriserne og prisningen af ECB. Vi forventer ikke at se noget mærkbart løft i de tyske renter fra de nuværende niveauer. Vores fair value-estimat for en tysk 10-årig ligger fortsat i intervallet 2,75-3,25%.

Kreditspændene ligger på lave niveauer i forhold til statsobligationer i USA og Europa. Vi ser det som et udtryk for god kreditkvalitet, men også som en konsekvens af den store statsgæld og de store finanspolitiske underskud. Vi ser også sandsynligheden for en recession som lav og forventer ikke nogen nævneværdig udvidelse af kreditspændene, hvorfor vi forventer, at kreditobligationer vil levere et højere afkast end statsobligationer i 2026 og 2027.

US high yield rentespænd til stat



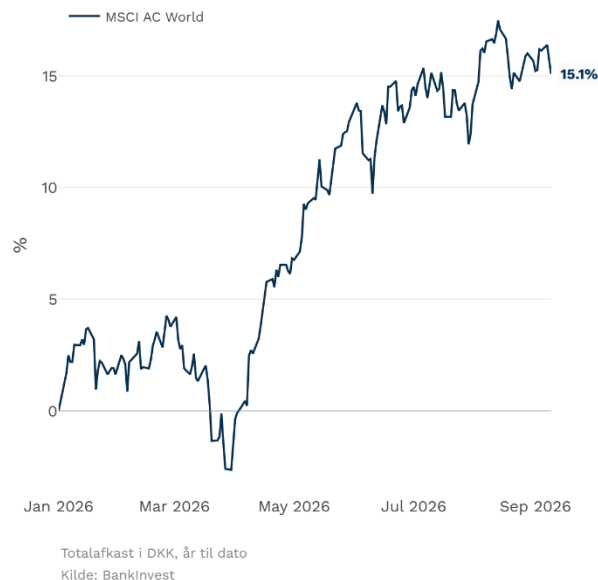
Option-adjusted spread til statsobligationer
Kilde: BankInvest

Aktiemarkedet

Det globale aktiemarked er oppe 15,1% i år målt i danske kroner. Den store volatilitet, vi så i juli og i starten af august, har aftaget en smule. Der sker dog stadig store bevægelser under overfladen på aktiemarkedet, særligt inden for AI-temaet. Den stærke indtjeningsvækst fortsætter med at være en positiv drivkraft for aktiemarkedet. Det opvejer stigende oliepriser og renter, som markedet indtil videre har set fint igennem. Det er også markant, hvad vi er vidne til på markedet i øjeblikket med indtjeningen. Den forventes at vokse 36% i 2026 for S&P 500. Det er ikke kun i USA, at indtjeningsvæksten er stærk. Det gælder også Emerging Markets og Europa. AI-boomet driver en stor del af indtjeningsfremgangen, hvor særligt chipproducenter har nydt godt af det,

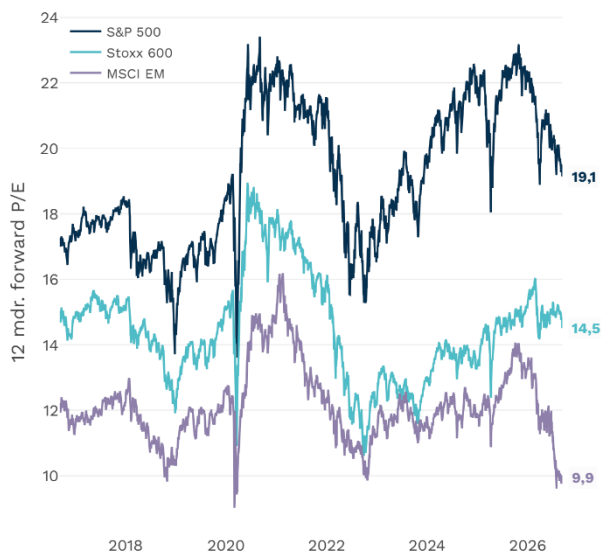
men det er dog bredere funderet end chipproducenter og IT-sektoren.

Afkast på globale aktier i DKK



Den store indtjeningsfremgang har også betydet, at valuation i form af 12 måneders forward P/E er faldet i løbet af året. For S&P 500 handler vi nu på 19,1, hvilket er lavt sammenlignet med de seneste 5 år. Det er særligt de store hyperscalers, som handler på lavere multipler end tidligere. De markante investeringer i GPU'er og datacentre har været medvirkende til at presse multiplerne. Det er gået fra at være selskaber, som tidligere har været "asset light" til at have massive kapitalinvesteringer. De europæiske aktier handler på en 12 måneders forward P/E på 14,5 og har ikke oplevet et fald i valuation i samme omfang som USA og Emerging Markets. Indtjeningsfremgangen er mere moderat, og en del kan skyldes den lavere andel af selskaber inden for IT og kunstig intelligens. MSCI EM handler til forward P/E på 9,9, og det er drevet af SK Hynix, Samsung og Taiwan Semiconductor, som har oplevet massiv indtjeningsvækst.

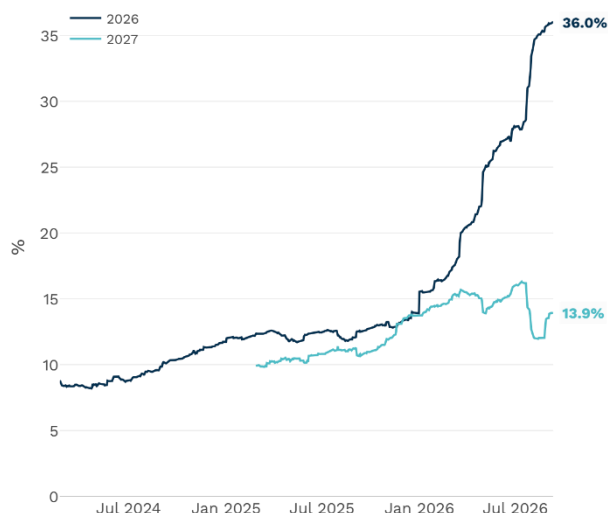
US aktier er relativt dyrt prisfastsat, men det er EM og Europa ikke



Kilde: Bankinvest

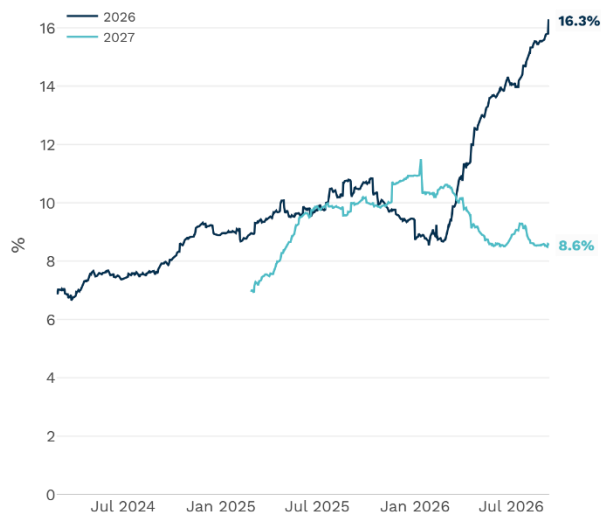
Det store spørgsmål for markedet er fortsat, hvor længe det her markante investeringsboom i kunstig intelligens og det tilhørende indtjeningsmomentum varer. Historisk set har chipproducenterne været cykliske, og det store spørgsmål er, hvorvidt det er tilfældet den her gang. Vi tror fortsat, at det er en cyklisk industri, men mener, at det er længden på investeringsboomet i AI-infrastruktur, som kommer til at være afgørende.

S&P500 EPS-vækst estimer



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

Stoxx600 EPS-vækst estimer

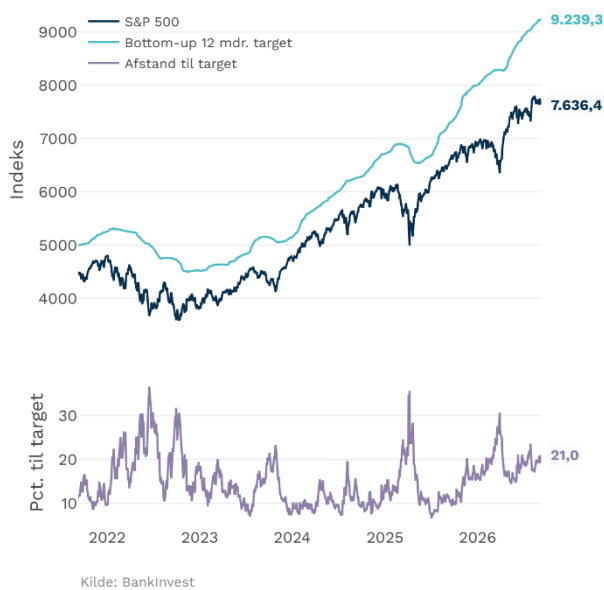


Stoxx 600: forventet vækst i indtjening pr. aktie
Kilde: Bankinvest

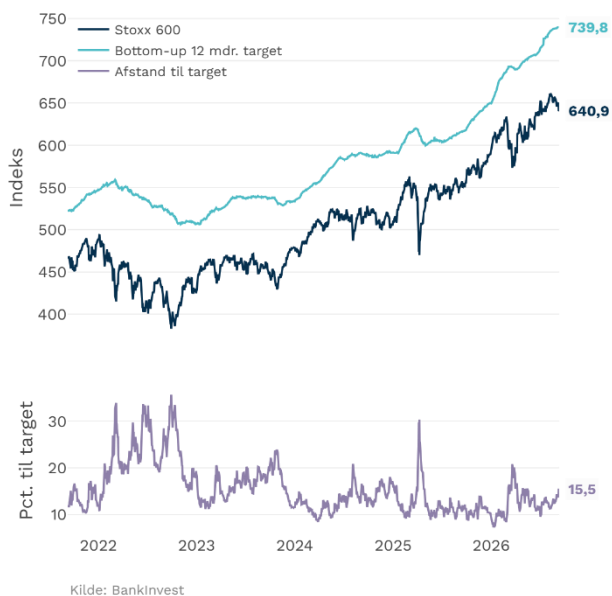
Vi forventer, at det kommer til at fortsætte i flere år, og vi ser også mulighed for, at selskaber fortsætter med at opjustere deres Capex-estimer, som de hidtil har gjort. Vi så også begyndende tegn på, at hyperscalernes store investeringer betalte sig i de seneste regnskaber.

Det har allerede været et godt aktieår, men vi mener, at der fortsat godt kan være yderligere stigninger i vente. Lavere oliepriser og en mildere inflationsudvikling vil være to vigtige elementer ift. at slutte aktieåret godt af. Derfor tror vi også godt, at det globale aktiemarked kan ende året oppe 20%. Der er dog fortsat usikkerhed, særligt omkring geopolitikken, der kan ramme markedet, men vi tror, at markedet kommer igennem det, som så mange gange før.

S&P500 kurstarget 12m (bottom up)



Stoxx600 kurstarget 12m (bottom up)



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.