



# Outlook 2026

23. december 2025

**BANKINVEST**

## **Indholdsfortegnelse**

|                                    |           |
|------------------------------------|-----------|
| <b>Outlook intro.....</b>          | <b>3</b>  |
| <b>2025 kort fortalt .....</b>     | <b>4</b>  |
| <b>Perspektiver for 2026 .....</b> | <b>10</b> |



## Outlook intro

Vi står ved udgangen af 2025 – et år, der på mange måder har været en rutsjebanetur. Det har været præget af globale konflikter og risici, som også har udfordret den måde, mange ser verdensordenen på. Geopolitiske spændinger er taget til, krigen i Ukraine raser videre, og NATO-alliancens sammenhold bliver løbende testet. Krige og uforudsigelige magthavere har sat europæisk autonomi øverst på dagsordenen. Verden står på mange måder et usikkert sted.

Men når det er sagt, er året endt bedre, end de fleste havde forventet ved indgangen til året – og markant bedre, end alle frygtede tilbage i april, da Trump stod mod sin tavle og dikterede, hvad toldsatterne skulle være. Denne episode har på mange måder været skelsættende for året; mange troede, at den ville sende verdensøkonomien ud i en recession. Vi forblev dog konstruktive over for verdensøkonomien, hvilket viste sig at være det rigtige valg. I takt med flere lempelser i handelskrigen har økonomien absorberet toldsatterne. Verdensøkonomien befinder sig derfor et ganske godt sted. Der sker noget nede i maskinrummet, som skaber et positivt bundtræk og driver den økonomiske værdiskabelse fremad. Vi har længe været tilhængere af tesen om, at verden er midt i en teknologisk revolution – den fjerde industrielle revolution (4IR). Der sker voldsomme fremskridt inden for teknologier som kunstig intelligens, robotteknologi, IoT og bioteknologi, som fundamentalt transformerer industrier, økonomier og samfund. Alt sammen noget, der er med til at forbedre eksisterende leverancer og skabe større samfundsøkonomisk værdiskabelse.

Derfor tror vi også på, at økonomierne går en periode i møde, hvor de vil høste frugterne af de store teknologiske fremskridt. Det betyder væsentligt højere produktivitetsvækst i de kommende år, en afgørende faktor for den fremtidige vækst. Det er en af hovedårsagerne til, at vi strukturelt har været vækstpositive i de seneste år. Det er også en af årsagerne til, hvorfor vi mener, at vækstestimerne blandt økonomerne stadig er for moderate i USA. Vi

tror på, at de vil blive løftet, når vi går ind i 2026.

En god nyhed for investorerne er, at centralbankerne ikke længere kæmper med for høj inflation i samme omfang. Centralbankerne har lempet pengepolitikken markant i de senere år; ECB er færdig med sine rentenedsættelser, og FED kommer til at lempe yderligere i 2026. Dermed fører centralbankerne ikke længere en væksthæmmende politik, og bl.a. derfor er der medvind til økonomierne. Faldende korte renter har historisk set også været positive for obligationsmarkedet. Bekymringer for det store budgetunderskud og den voksende gæld har fyldt mere og mere, men vi er relativt komfortable med perspektiverne. Vi forventer ikke, at de langsigtede inflationsforventninger stiger – det ville ellers være et afgørende opadgående pres på de længere renter. Vi er af den overbevisning, at den teknologiske udvikling er med til at holde inflationen nede.

Kunstig intelligens har været det helt store tema på aktiemarkedet i 2025. Det har været medvirkende til at løfte værdiansættelserne i vejret, så særligt det amerikanske marked fremstår dyrt prisfastsat. Flere frygter, at markedet befinder sig i en AI-boble. Vi deler ikke den overbevisning, da indtjeningsvæksten har fulgt godt med de stigende aktiekurser. Vi er naturligvis bevidste om, at der investeres massivt inden for området, og at der inden for ny teknologi altid vil findes vindere og tabere på aktiemarkedet. Temaet som helhed synes vi stadig ser lovende ud.

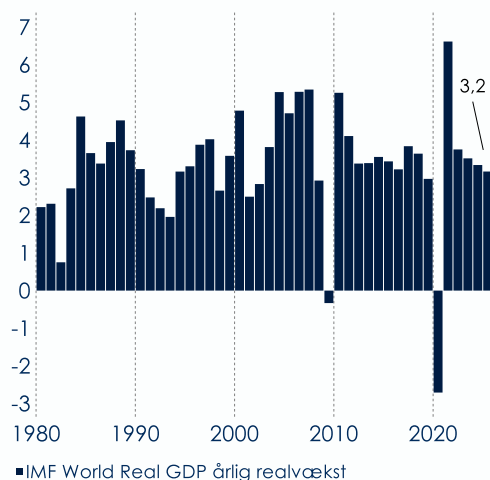
Vi går ind i 2026 med en fortsat positiv forventning til væksten og aktiemarkederne. Vi forventer, at mange af de medvinde, vi så i 2025, også vil gøre sig gældende i 2026. Det vil sige ekspansiv finanspolitik, lempeligere pengepolitik og et markant investeringsboom. Kombinationen af disse faktorer vil understøtte en rigtig pæn indtjeningsvækst. Primært i USA. Men også i Europa og Emerging Markets.

I det følgende gennemgår vi året, der ligger bag os, for derefter at zoome ind på de økonomiske og finansielle perspektiver for det kommende år. Som vi finder det mest sandsynligt.

## 2025 kort fortalt

Verdensøkonomien fortsatte med solid fremgang i 2025, men det var ikke uden bump på vejen. Handelskrigen og toldsatserne var det store tema for verdensøkonomien det forgangne år. Tilbage i april blev økonomernes vækstestimer justeret markant ned, fordi Trumps toldsatser ramte et bekymrende højt niveau. Sidenhen er toldsatserne blevet mere moderate, og forhandlingerne mere konstruktive – samtidig med at økonomien har vist sig standhaftig og fortsat med at vokse. Det forventes, at vi kommer ud af året med en real BNP-vækst på 3,2%, hvilket er stort set på niveau med gennemsnittet på 3,4% siden 1980. Der er bestemt tale om en fornuftig udvikling, set i lyset af de geopolitiske usikkerheder, der har præget året. I starten af året regnede økonomerne med en BNP-vækst på 2,1% i USA.

### Global BNP-vækst 3,2% i 2025

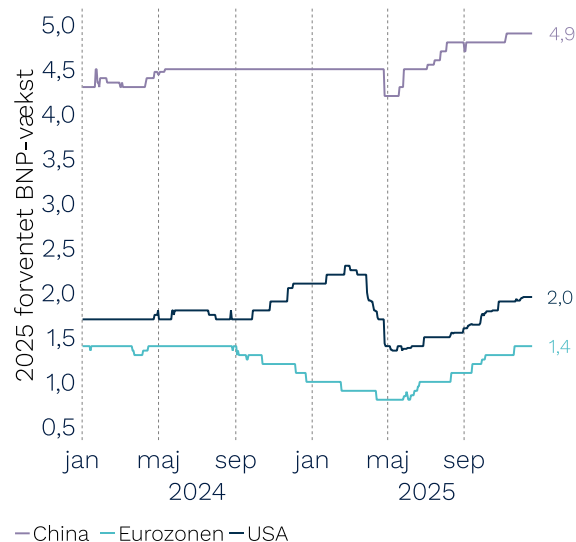


Kilde: Macrobond

Nu hedder skønnet 2,0%, hvilket er tæt på udgangspunktet, dog med betydelige udsving undervejs. Den frygtede dommedag for den amerikanske økonomi efter Trumps toldsatser er udeblevet, og økonomien har klaret sig fornuftigt. Privatforbruget, som er essentielt for den amerikanske økonomi, fortsætter med at vokse rigtig flot med 2,5% i 2025 – og det sker trods en forbrugertillid på et lavt niveau. Investeringerne viser også stærk fremgang, hvor investeringer i datacentre og AI-temaet blandt andet er en stor drivkraft. Et af de steder, hvor handelskrigen og den mere protektionistiske tilgang fra USA har ramt, er nettoeksporten, der

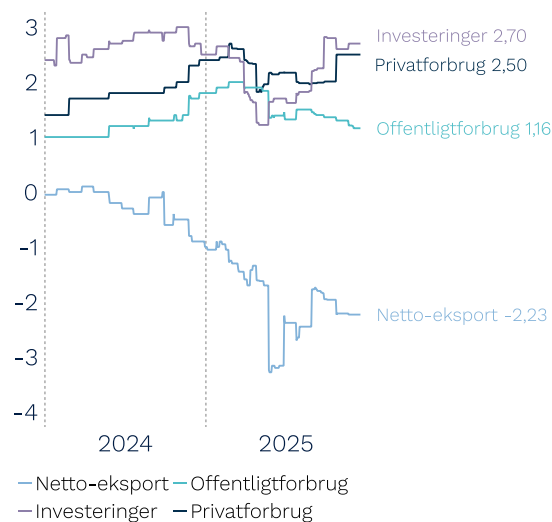
er faldet. Men samlet set må kan det konstateres, at væksten i USA har klaret sig bedre, end mange havde ventet.

### BNP-forventninger for 2025



Kilde: Macrobond

### USA: Opjusterede vækstforventninger

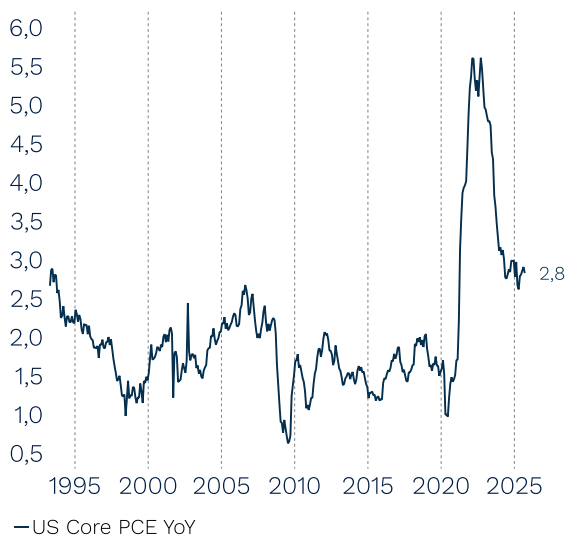


Kilde: Macrobond

De seneste inflationstal fra USA viser en årlig stigning på 2,8% målt ved kerneinflationen (Core PCE). Vi havde forventet, at kerneinflationen ville bevæge sig ned mod 2%. Inflationstrykket har vist sig mere vedholdende end ventet, særligt inden for services. Trods den stadig for høje inflation har den amerikanske centralbank, FED, alligevel leveret tre rentenedsættelser i år. Det er sket som følge af en svækkelse på det amerikanske arbejdsmarked, en konsekvens af en lavere efterspørgsel efter arbejdskraft.

Arbejdsløshedsraten er steget til 4,6%, og beskæftigelsesvæksten har været mere beskeden. Der meldes om, at virksomhederne i højere grad er i en fase præget af 'No Hiring, No Firing'.

### Kerneinflation i USA ligger fortsat en del over 2% mål



### Arbejdsløshedsraten i USA er steget

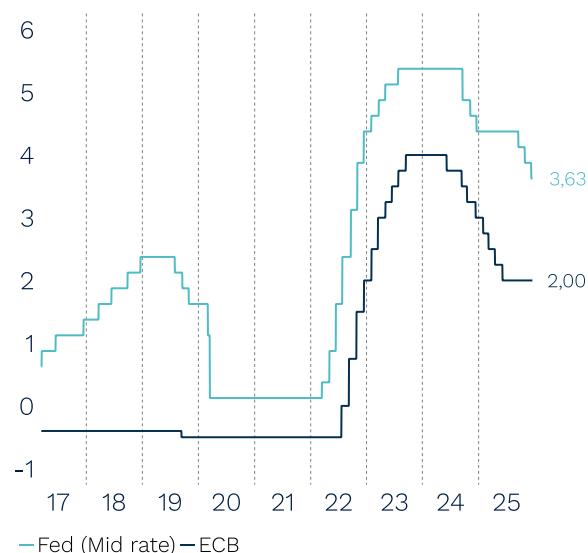


Udviklingen på arbejdsmarkedet har givet FED mulighed for at sænke renten med 75bp trods en stadig for høj inflation. Ved indgangen til 2025 forventede markedet kun to rentenedsættelser.

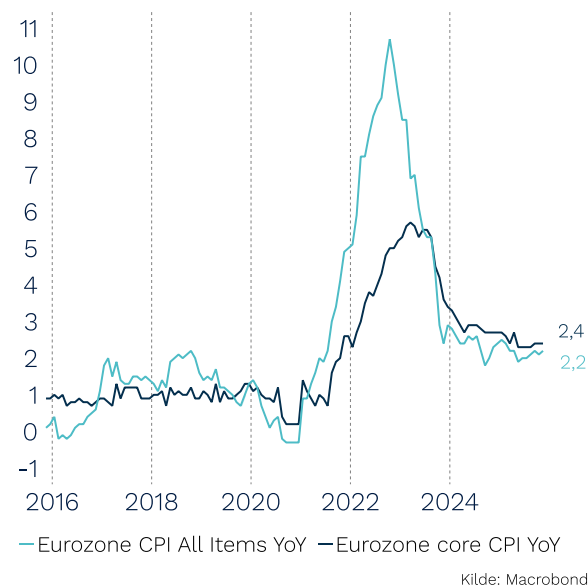
Den europæiske centralbank, ECB, har sænket renten 100bp i år – ligesom tilfældet også var i

2024. Dermed er renten kommet ned på 2%. Europa har kæmpet med at komme op i vækstgear, og væksten har i år været i bedring. Væksten forventes at lande på 1,4% i euroområdet, hvilket er fornuftigt set i lyset af de forgangne år. En mere lempelig pengepolitik fra ECB har været gavnlig. Inflationen har udviklet sig bedre, og senest har den ligget på 2,2% årligt – tæt på målet om "lige under 2%", som ECB signalerer. Kerneinflationen ligger en anelse højere på 2,4%, men stadig på et niveau, hvor ECB har kunnet sænke renten.

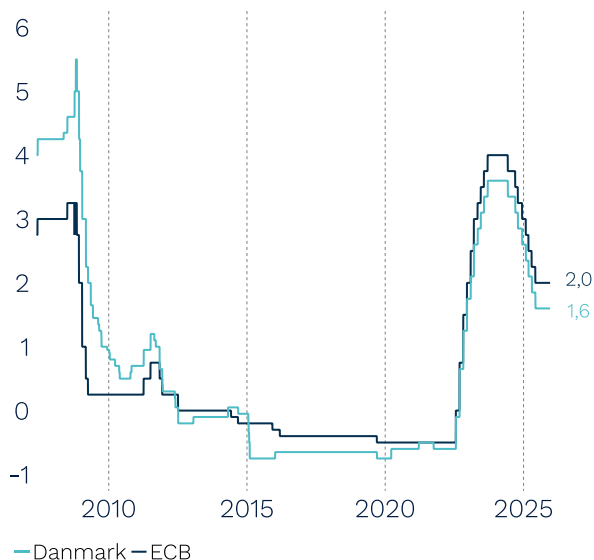
### FED og ECB har leveret henholdsvis 3 og 4 rentenedsættelser



### Inflationen falder i eurozonen



## Den korte rente i Danmark følger ECB men holder sig på et lavere niveau

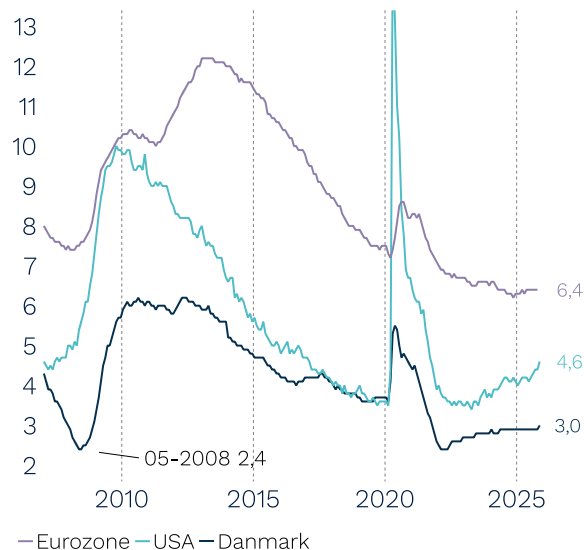


Kilde: Macrobond

I Danmark har vi set en tilsvarende udvikling som hos ECB, nemlig fire rentenedsættelser på 25bp hver. Den korte indskudsbevisrente i Nationalbanken slutter året på 1,6% – 40bp lavere end den tilsvarende rente i ECB. Rentespændet til ECB er gennem 2025 forblevet uændret, hvilket har afspejlet den høje tillid til fastkurspolitikken, de sunde offentlige finanser og det store overskud på betalingsbalancen. De seneste estimater peger på, at BNP-væksten i Danmark lander på 2,5% i 2025 – væsentligt bedre end i Europa som helhed. Beskæftigelsesvæksten i Danmark har været ganske solid og fortsætter med at sætte nye beskæftigelsesrekorder. Det har resulteret i en lav arbejdsløshed på 3,0%.

Mens væksten er høj, er inflationen moderat i Danmark. De seneste inflationstal viser en årlig stigningstakt på 2,1% og en stigning i kerneinflationen på 2,3%.

## Arbejdsløshedsraten holder sig på et lavt niveau, også i Danmark

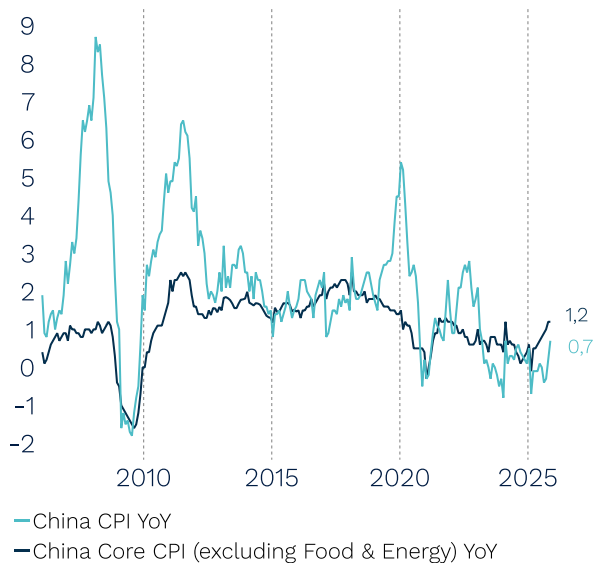


Kilde: Macrobond

Kina har befundet sig på grænsen til deflation det seneste års tid, men senest har der været et løft i priserne. Den årlige inflationsrate ligger på 0,7% y/y, mens kerneinflationen er på 1,2%. Den svage indenlandske efterspørgsel, kombineret med tegn på overskudskapacitet i kinesisk industri, har været årsagen til det nedadgående pres på priserne. Boligpriserne fortsætter med at falde og udgør stadig en udfordring for den kinesiske økonomi. Det har også været en medvirkende faktor til en svagere forbrugsvækst og fortsat stigende opsparinger.

Mange taler stadig om et Kina i krise, men så slemt står det ikke til – om end der bestemt er udfordringer. Men der er også positive elementer: Industriproduktionen vokser stadig pænt, og eksporten er vokset mærkbart i år. Kinas handelsoverskud har lige sat nye rekorder med et overskud på over 1.000 mia. USD. BNP-væksten forventes at lande på 4,9% i 2025, hvilket må siges at være godkendt.

## Bedring i Kinas inflation

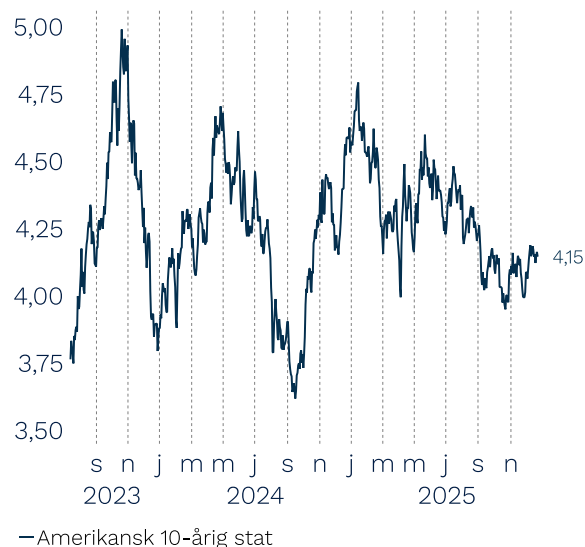


Kilde: Macrobond

## Obligationsmarkederne

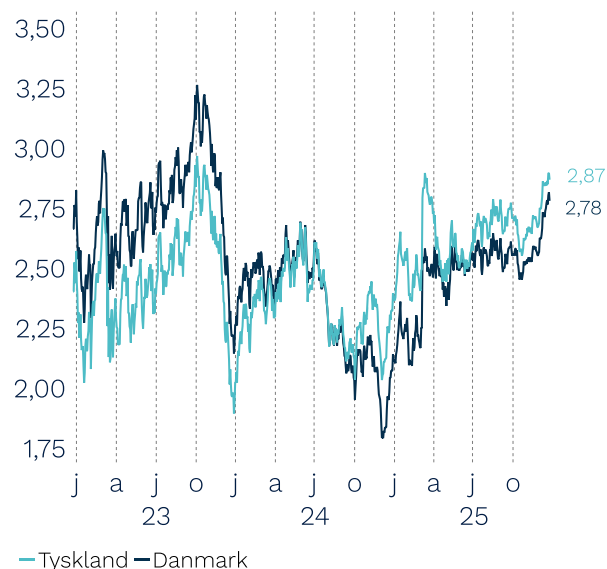
Udviklingen på de vestlige obligationsmarkeder har været udbytterig, og for langt størstedelen af obligationsmarkederne har det betydet positive afkast. Den 10-årige amerikanske statsrente lukker året omkring 4,15% og er dermed faldet ca. 50bp. Der var ellers tidligere på året frygt for, at renten ville stige som følge af Trumps ekspansive finanspolitik og den store statsgæld. I Tyskland og Danmark har man derimod set et løft i de 10-årige renter på henholdsvis ca. 50bp og 70bp. Dette skete først tilbage i marts, hvor udsigten til en mere gældsfinansieret og ekspansiv finanspolitik løftede renterne, og i slutningen af året er det udsigten til, at den næste ændring fra ECB bliver en renteforhøjelse i 2027. Afkastene på korte statsobligationer har været positive, mens lange løbetider har givet marginalt negative afkast. Kreditmarkederne har haft et godt 2025. EUR Investment Grade-virksomhedsobligationer har givet et markedsafkast på omkring 2,8%, mens EUR High Yield-obligationer har leveret afkast på 4,5%. Emerging Markets-obligationer har også opnået pæne positive afkast både i lokalvaluta og dollar hedget til danske kroner.

## USA: 10-årig statsrente er faldet i år



Kilde: Macrobond

## Tyskland og Danmark: 10-årige statsrenter er steget i år



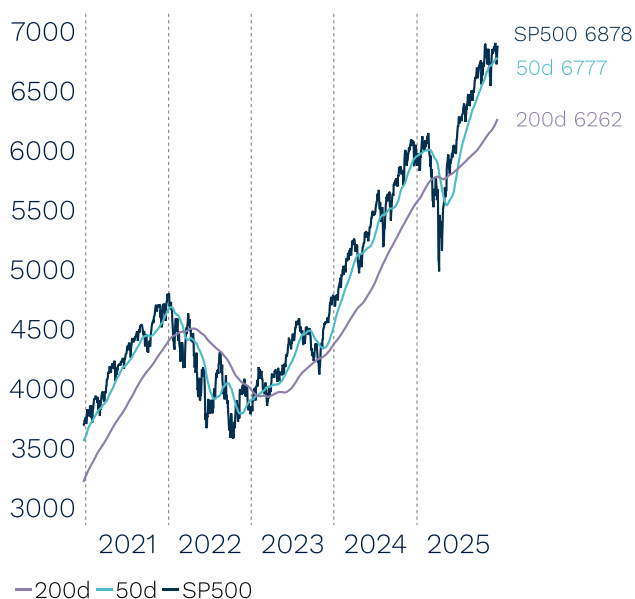
Kilde: Macrobond

## Aktiemarkederne

Globalt set har 2025 været et fornuftigt aktieår, hvor verdensmarkedet senest er steget 8,5% målt ved MSCI AC World i DKK. Det er stort set på niveau med gennemsnittet på ca. 9% p.a. over de seneste 20 år. Afkastet kunne have været en del højere, hvis ikke dollaren var svækket ca. 14% mod DKK. Der har været meget store afkastforskelle på tværs af lande, regioner og sektorer – især når valutaændringer

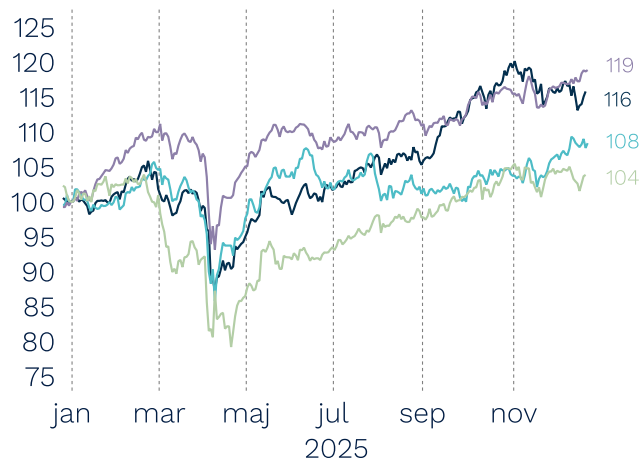
tages med i regningen. Det amerikanske marked, målt ved S&P 500, har givet 18,4% i dollar, men kun mere beskedne 4,4% målt i danske kroner. Europæiske aktier, repræsenteret ved Stoxx 600, ligger i toppen med et afkast på 20% i danske kroner, tæt fulgt af Emerging Markets-aktier med 16%. Danske aktier har ikke helt kunnet følge det brede europæiske marked, men OMX Copenhagen Cap har trods alt leveret et afkast på 8% for året. På sektorniveau har IT og Communication Services været årets højdespringere. Blandt de nævneværdige temaer har AI-relaterede aktier samt europæiske forsvars- og bankaktier været nogen af de vindende temaer for 2025.

### S&P 500 er steget markant



Kilde: Macrobond

### Europæiske aktier som årets vinder



- S&P 500 Net Total Return (EUR)
- STOXX Europe 600 Net Total Return (EUR)
- OMX Copenhagen Cap Net Total Return (DKK)
- MSCI Emerging Markets Net Total Return (EUR)

Kilde: Macrobond



## Udvikling på globale markeder ÅTD pr. 23. december

**Renter**

|                 | USA                    | Tyskland              | UK                      | Japan |
|-----------------|------------------------|-----------------------|-------------------------|-------|
| 3-månedes Tbill | -76 bp                 | -59 bp                | -86 bp                  | 40 bp |
| 2-årige renter  | -75 bp                 | 6 bp                  | -66 bp                  | 49 bp |
| 10-årige renter | -42 bp                 | 51 bp                 | -5 bp                   | 93 bp |
|                 |                        |                       |                         |       |
| Kreditspænd     | EUR IG spænd<br>-24 bp | US HY spænd<br>-16 bp | EM stat spænd<br>-69 bp |       |

**Aktier**

|                    | S&P 500        | Stoxx 600          | OMX CC            | Topix         |
|--------------------|----------------|--------------------|-------------------|---------------|
| Udviklede markeder | 16.9%          | 15.8%              | 5.4%              | 22.9%         |
| BRIC lande         | Indien<br>9.6% | Brasilien<br>31.5% | Sydkorea<br>71.6% | Kina<br>29.3% |

**Råvarer**

|  | Industrimetaller<br>17.5% | WTI<br>-18.9% | Ædelmetaller<br>111.4% | Landbrugsvarer<br>-6.5% |
|--|---------------------------|---------------|------------------------|-------------------------|
|--|---------------------------|---------------|------------------------|-------------------------|

**Valuta**

|  | EURvsUSD | EURvsJPY | EURvsGBP | EURvsSEK | EURvsNOK | EURvsCHF |
|--|----------|----------|----------|----------|----------|----------|
|  | 13.9%    | 12.7%    | 5.5%     | -3.7%    | 0.8%     | -1.1%    |

Bloomberg, BankInvest

## Perspektiver for 2026

På vej ind i 2026 er der overvejende medvind til verdensøkonomien. Det er den gode nyhed! Finanspolitikken drejer i mere lempelig retning i USA, Kina, Japan og Tyskland. Pengepolitikken er enten stabil, som i Europa med lave renter. Eller på vej mod endnu lavere renter, som i USA. Der kører en dereguleringsbølge hen over Trumps USA. Og presset for deregulering er voksende dag for dag i EU/Europa. Positivt! Energipriserne er kommet langt ned, tænk oliepriser og naturgas. Forsvarsinvesteringerne stiger betydeligt globalt (på godt og ondt). Energiinvesteringerne vokser mere end den samlede realvækst, mest i grøn energi. Og så er der hele den bredspektrede teknologiske 'revolution'. 4IR. Kært barn har mange navne. Nogen mener, at vi stadig er i 3IR. Det spiller ingen rolle. Det afgørende er, at vi ser det teknologiske boom omkring os, fra AI til Blockchain til Genteknologi og robotter. Vi tror på, at den her acceleration i og fusion mellem teknologier i det fysiske, biologiske og digitale rum kører videre for fuld fart. Det betyder masser af innovation og investeringer. Frugterne bliver høstet gradvis i form af øget udbud af varer og tjenester og et løft i velstanden samlet set. Som investor er det virkelig opløftende at se, at bundlinjerne styrkes kvartal for kvartal.

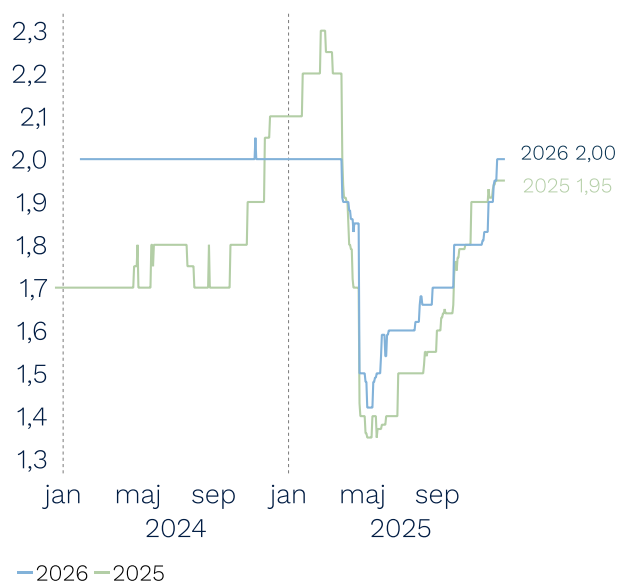
Og så er der den dårlige nyhed! Hele det geopolitiske klima er mildest talt spændt. Lad os se, hvor Ukraine-krigen ender henne. Odds peger på ca. 50% sandsynlighed for en våbenhvile inden slutningen af 2026. Men det ligger og bølger op og ned. Vores 'geopolitiske base case' for 2026 er egentlig uændret ift. 2025: 'status quo' i Ukraine (krigen fortsætter med en rimelig fastfrosset frontlinje), status quo i NATO-samarbejdet (USA ryger ikke ud af NATO, og indtager fx ikke Grønland), status quo mht. Taiwan (Beijing angriber ikke øen eller laver en fuldkommen handelsblokade) og en form for status quo i Mellemøsten (ingen oliekrise).

Sagt med andre ord: Økonomierne og markederne er på vej frem. Den private sektor kan selv! Det er de førende ledere globalt, der kan stikke en kæp i hjulet på det hele. Vi håber og tror ikke, at det sker. Men risikoen ligger der.

## USA

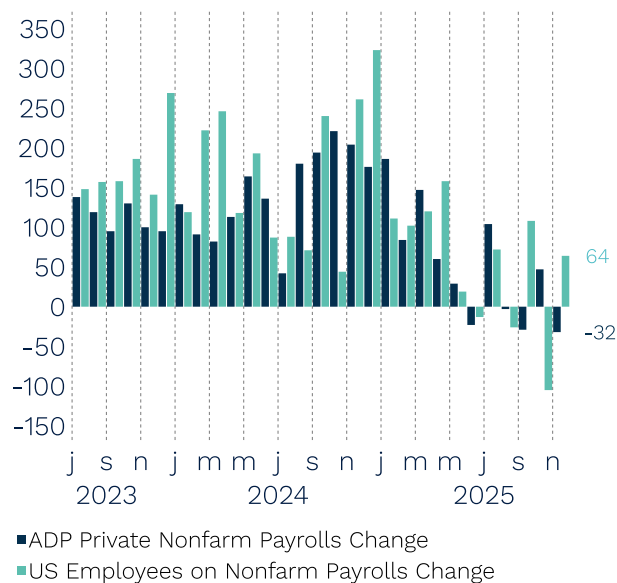
Det er rigtig godt at se, at konsensus nu peger på 2% BNP-vækst både i 2025 og 2026. Forventningerne er bare tikket op og op siden forårets pres pga. toldkrigen. Det er lige vores vej. Vi bliver ikke overraskede, hvis 2026 estimerterne trækker yderligere op og ser et interval på 2-2,5% i 2026. Det er base case.

### Konsensus BNP-vækst i USA på 2,0%



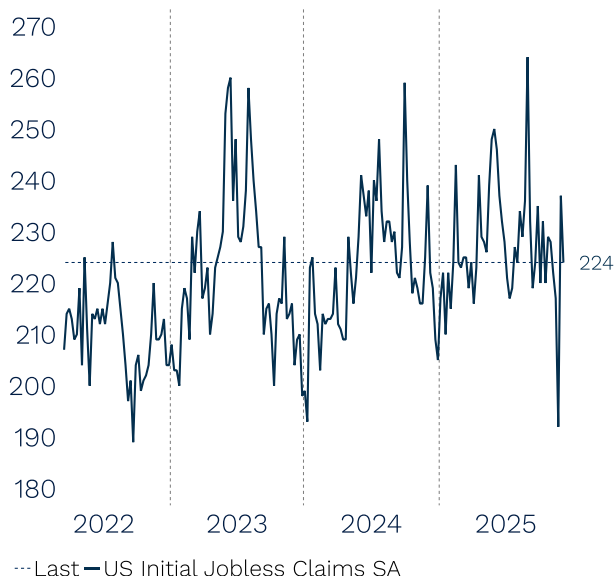
Kilde: Macrobond

### Nonfarm og ADP Payrolls viser svaghed



Kilde: Macrobond

## ...men Jobless Claims ligger stabilt

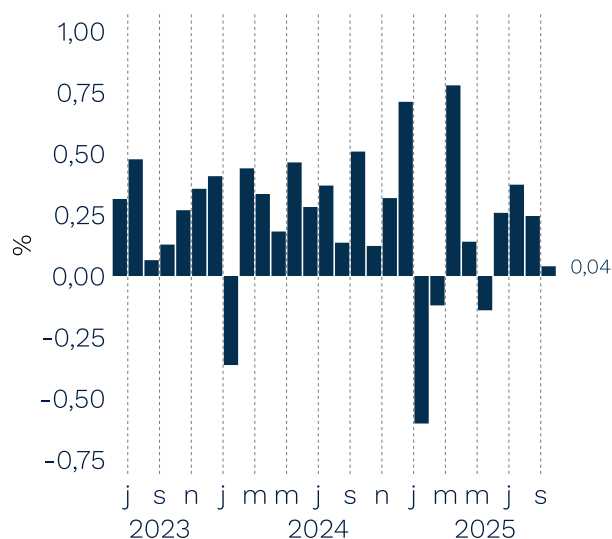


Kilde: Macrobond

Selvfølge er der huller i osten. Vi noterer os de forskellige signaler fra arbejdsmarkedet. ADP Private Employment faldt 32k sidste måned. MEN Jobless Claims ligger stabilt omkring 220k. Vores take er, at der er en stagnation i jobfremgangen her og nu. Det handler både om tilbagegang i den statslige sektor og om private virksomheder, der tænker 'No Hiring, No Firing'. Mange udruller AI i virksomheden og holder igen med nyansættelser i lyset af betydelige automatiseringer og produktivitetstgevinster forude. Vi forventer positiv jobvækst i 2026 igen, men det bliver gradvis andre typer af jobs. Transformationen på arbejdsmarkedet i USA og globalt i lyset af AI-bølgen er i gang. Det er en BIG DEAL. Helt hvordan det kommer til at udvikle sig er uklart.

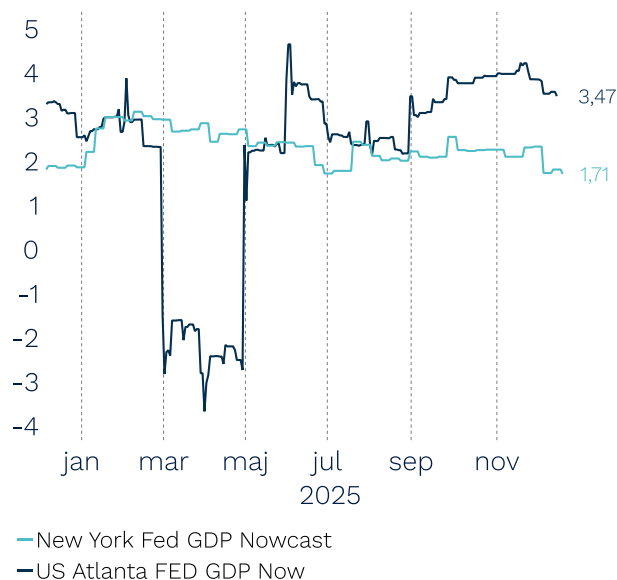
Vi noterer også, at fremgangen i privatforbruget sker lidt mere afdæmpet. De seneste tal er vel at mærke fra september. Det blev til et rundt 0% m/m justeret for inflationen. Gennemsnittet i Q3 ligger på 0,2% m/m. Det er bestemt ikke dårligt. Vi regner med en realvækst i privatforbruget til næste år på mindst 2%. Der vil nok være tale om en reallønsfremgang på 1-2%, en let fremgang i beskæftigelsen og lidt skattelettelser på toppen. Vi regner også med, at den pæne vækst i de private investeringer fortsætter.

## Seneste data september: svag realvækst i privatforbruget september



Kilde: Macrobond

## Atlanta Fed og New York Feds seneste vækstestimer er pæne



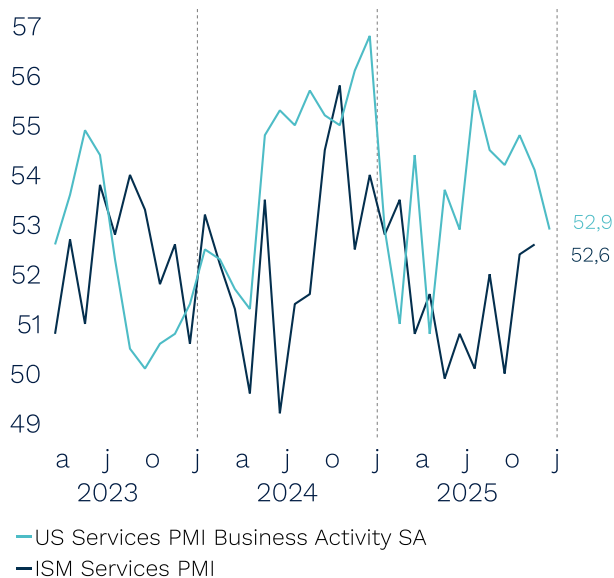
Kilde: Macrobond

Det er fortsat servicesektoren, der driver ekspansionen på udbudssiden. Det viser de seneste ISM- og PMI-data. Industrien slider noget mere. Den faktiske industriproduktion ligger ret stabilt og er for længst 'stagneret'.

Trump vil meget gerne have en industriel renæssance med 'millioner af nye jobs'. Vi regner med et vis løft i industriens aktivitet i

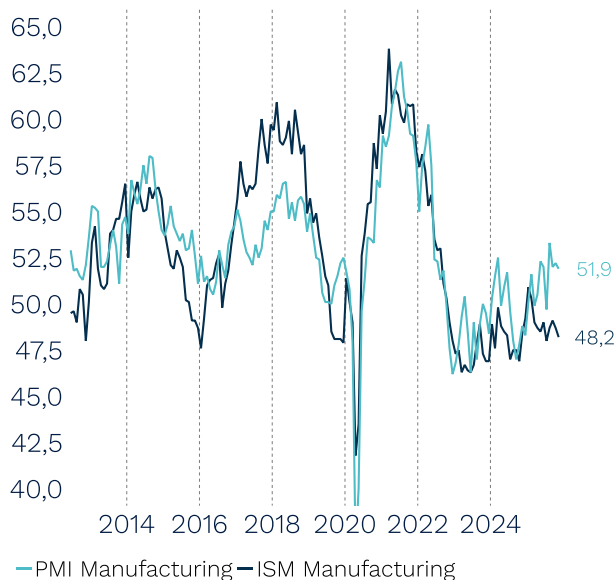
2026, men antallet af nye jobs bliver nok begrænset pga. automatiseringer.

### ISM og PMI for servicesektoren



Kilde: Macrobond

### ISM og PMI for industrien

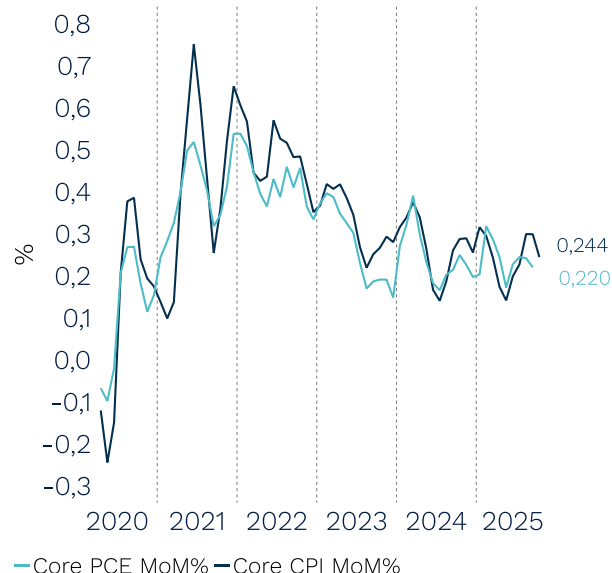


Kilde: Macrobond

På inflationssiden er der lidt bedre tendenser. Core PCE viste senest i september et lille fald til 0,2% m/m fra 0,3% m/m. De sidste 3 måneder er snittet 0,22%. Konsensus peger på at core PCE y/y lander på 2,9% i Q4 og 2,5% i Q4'26. Faldet på ca. 0,4pp over det kommende år tror vi en hel del på. En gradvis mere afdæmpet stigningstakt vil motivere FED til at

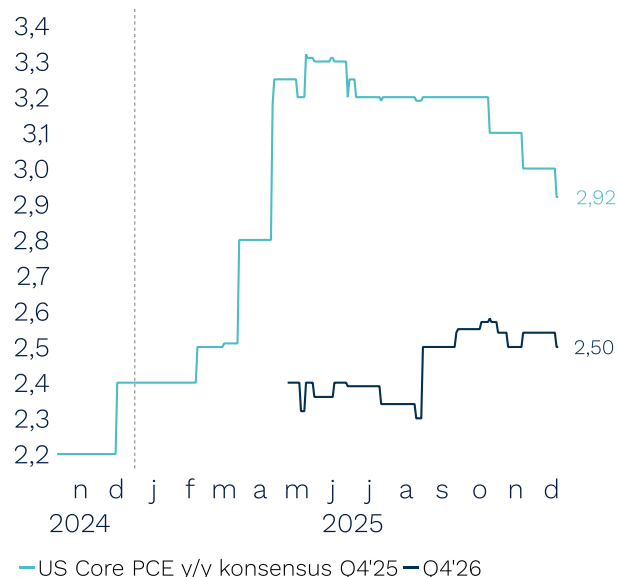
sætte renten yderligere ned. Markedet regner med at den korte rente kommer ned på 3,05% ultimo 2026 fra senest 3,65% på O/N renten.

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



Kilde: Macrobond

### Core PCE konsensus Q4'25 og Q4'26

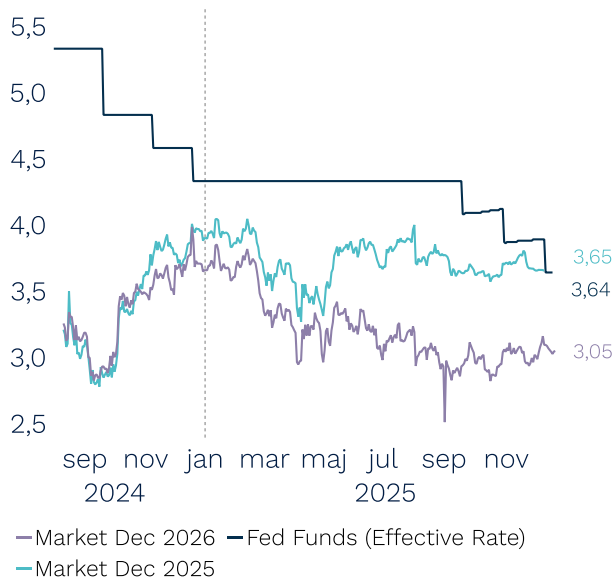


Kilde: Macrobond

Vi er helt enige i retningen og synes niveauet på ca. 3% fremstår realistisk. FED's rentekorridor kan meget vel ligge på 3-3,25% ultimo 2026.

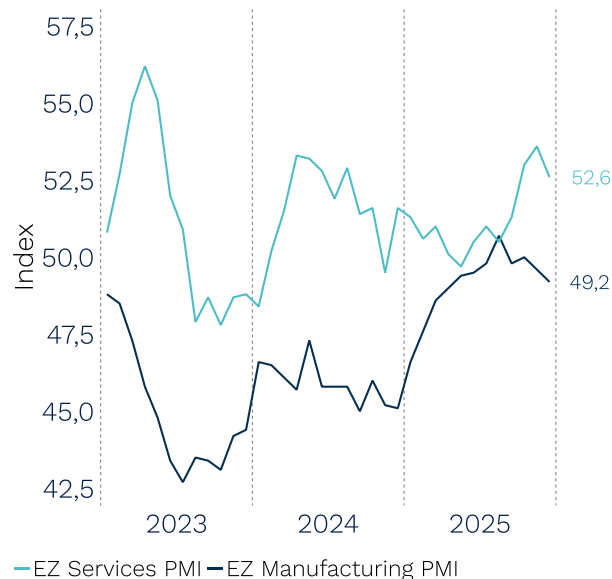


## FED forventes at sænke renten



Kilde: Macrobond

## Eurozone PMI: Servicesektoren vokser



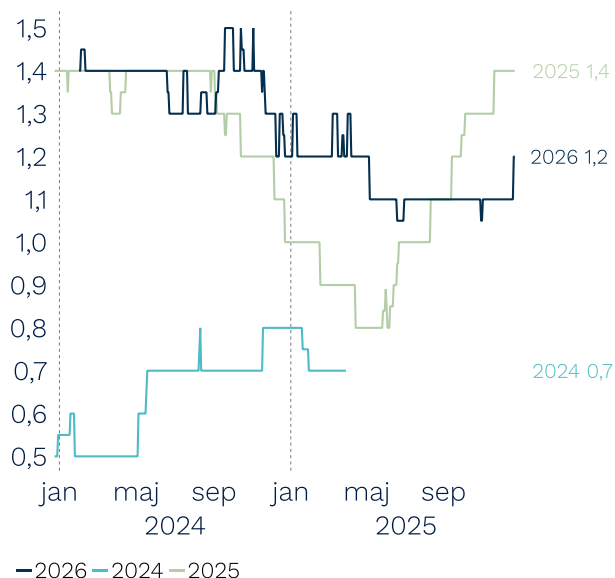
Kilde: Macrobond

## Eurozonen

Euroområdet er i gang med at runde et skarpt hjørne. Det kommer til udtryk i 2025 BNP, der nu ventes at vokse 1,4%. Det er dobbelt op af væksten i 2024. Der er ikke de store forventninger til 2026, og det hænger sammen med 'kernelandene' Tyskland, Frankrig og Italien. Her regner økonomerne ikke med mere end 1% BNP-vækst, 0,8% og 0,7% respektive. Tyskland er særlig interessant, for her er der

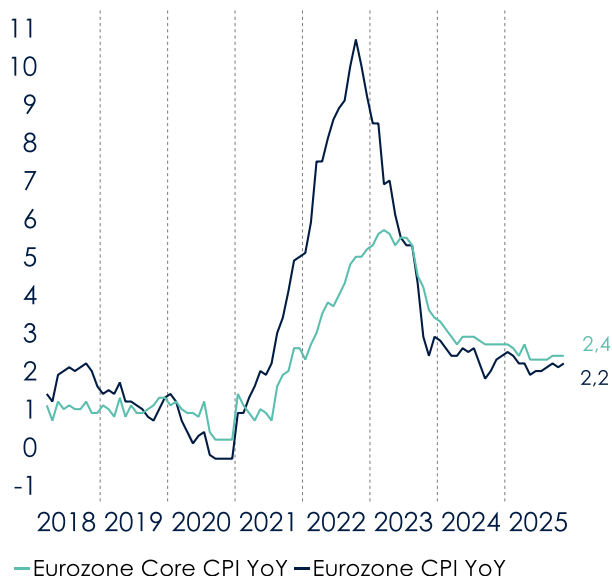
virkelig udsigt til et temposkift opad i de kommende år. Jo længere ud i 2026, vi kommer, jo mere synligt regner vi med at opsvinget bliver. Merz er godt i gang med arbejdet. I foråret blev Gældsbremsen udhulet, den 500 mia. EUR infrastrukturfond blev vedtaget, der er etableret et nyt ministerium for digitalisering, budgettet for 2026 er godkendt, og der er netop skabt flertal for en pensionsreform 1.0. Det tager tid, før det hele slår positivt igennem. Men det kommer.

## Euro BNP-vækst: Konsensus 1,2% i '26



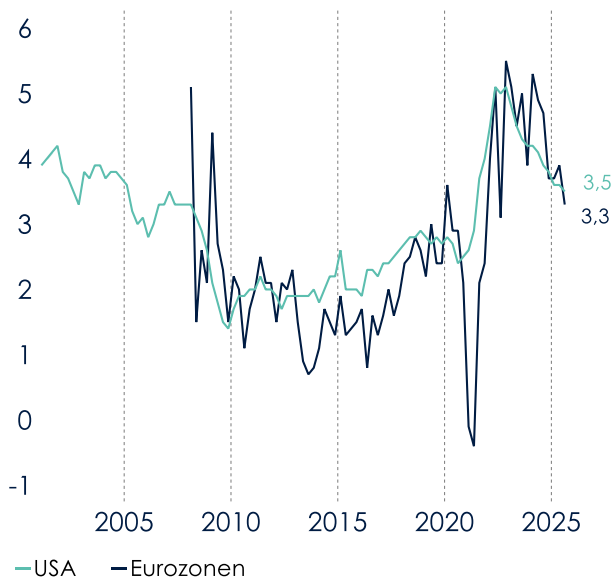
Kilde: Macrobond

## Eurozone inflation på godt 2%



Kilde: Macrobond

## Lønstigningstakten er faldet både i USA og eurozonen



Kilde: Macrobond

På inflationssiden er der en betydelig grad af stabilitet både på Headline og på Core. Det meste peger på, at ECB ganske enkelt holder renten fast det kommende års tid. Markedet priser den korte rente lige under 2%. Det er fair nok. Det tyske ECB-medlem, Schnabel, har netop signaleret, at næste skridt bliver OP.

## ECB vil nok til at holde renten på 2%



Kilde: Macrobond

## Handelsvægtet EUR er styrket. Det dæmper også inflationen

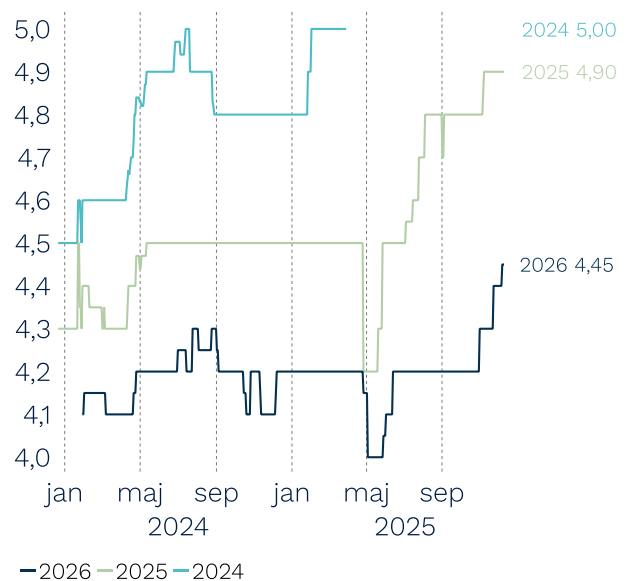


Kilde: Macrobond

## Kina

Også i Kina er vækstforventningerne stigende. Det er positivt. Konsensus regner nu med næsten 5% vækst i år og 4,5% i 2026.

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



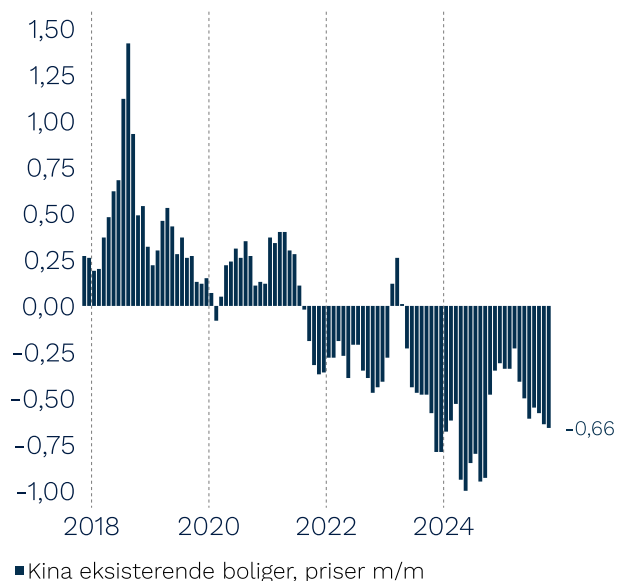
Kilde: Macrobond

## Kinas detailsalg vokser mindre



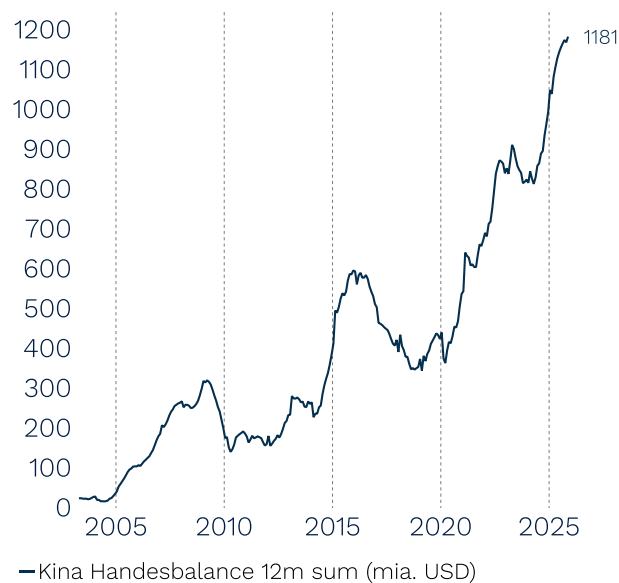
Spørgsmålet i Kina er altid, om de officielle BNP-tal overvurderer den reelle fremgang. Det er muligt. Der er svaghedspunkter i økonomien. De seneste tal for væksten i detailsalget viser en tydeligt vigende tendens. Væksten i industriproduktionen er også aftaget lidt. Vi kan

## Kinas boligmarked har fortsat problemer, priserne falder

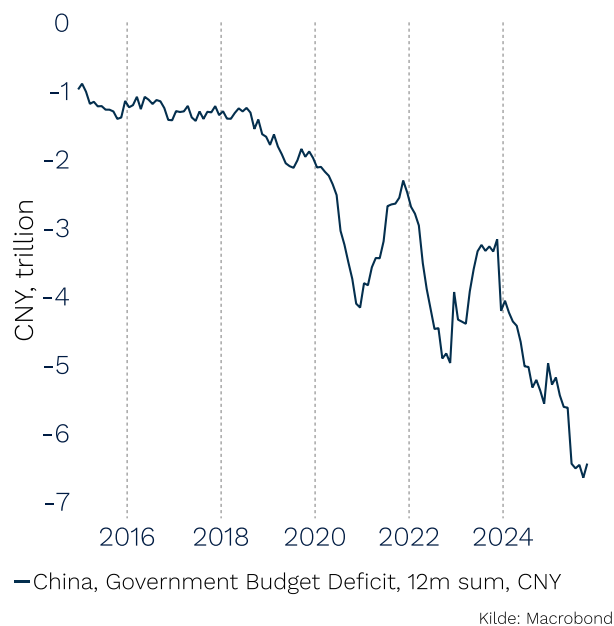


også konstatere, at ejendomspriserne stadig falder. Ejendomsinvesteringerne er nede 15% ÅTD. Ejendomssalget er nede 10%. Så det er lidt af en dødvægt fra en af de tidligere helt store drivers. Derimod er der tydeligvis fuld tryk på investeringerne i den nye højteknologiske del af økonomien. Der er en form for 'todeling', hvor den gamle økonomi falder tilbage, mens den nye tordner frem.

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

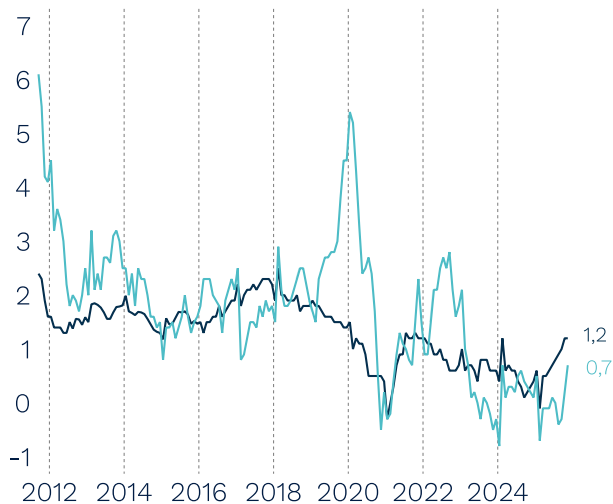


## Kinas budgetunderskud vokser



Inflationen i Kina bevæger sig lidt op til senest 0,7% y/y i oktober. Kerneinflationen er trukket op på 1,2% y/y senest. Det er lav inflation, der skaber god plads til både en lempelig økonomisk politik og penge-/kreditpolitik.

### Kinas inflation holder sig lavt



Kilde: Macrobond

### Obligationsmarkedet

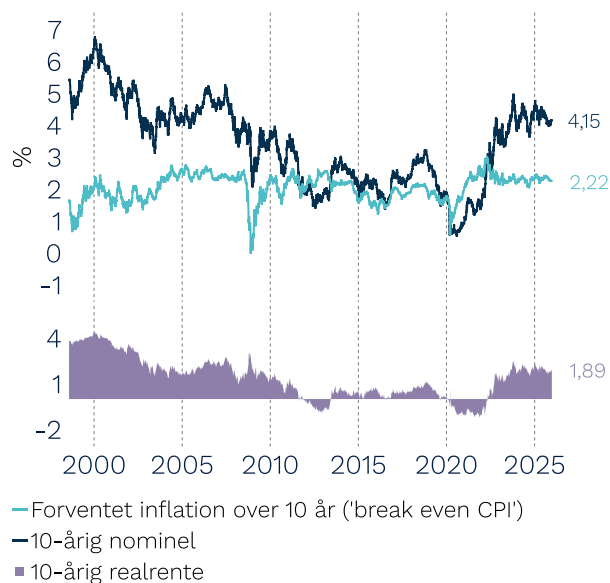
Den 10-årige amerikanske statsrente er steget marginalt over den sidste måned til senest 4,15%. Der hersker masser af bekymringer for,

### USA: 10-årig rente lidt over 4%



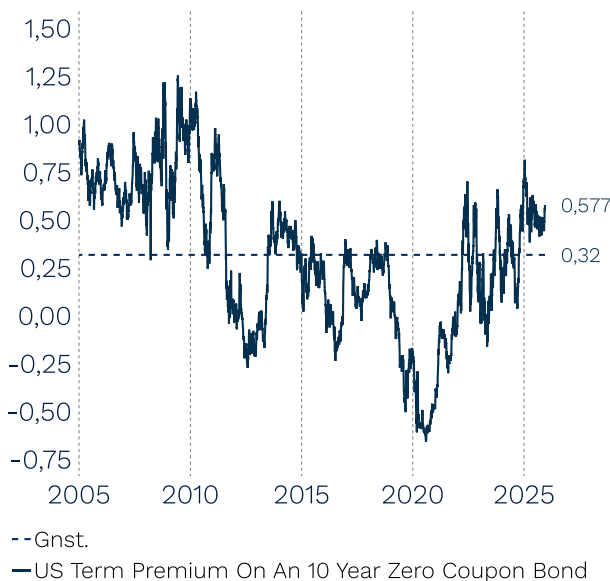
Kilde: Macrobond

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



Kilde: Macrobond

### USA: 10-årig 'Term Premium' er fair

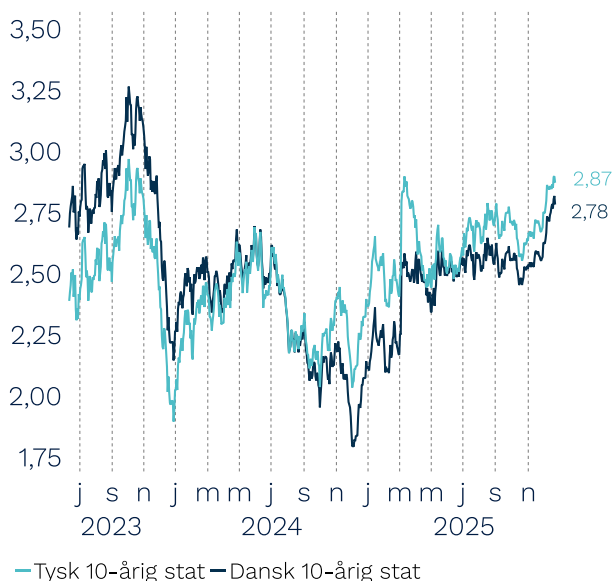


Kilde: Macrobond

om renten skal til at stige mere systematisk pga. store budgetunderskud forude eller højere inflation i USA. Der er altid risici, men vi er relativt komfortable med perspektiverne. Vi tror ikke, at de langsigtede inflationsforventninger i markedet skal begynde at stige mere systematisk. Det er den afgørende driver for de lange renter. Vi anerkender, at budgetunderskuddene i USA er store og at statsgælden vokser. Vi tror bare ikke, at det vil

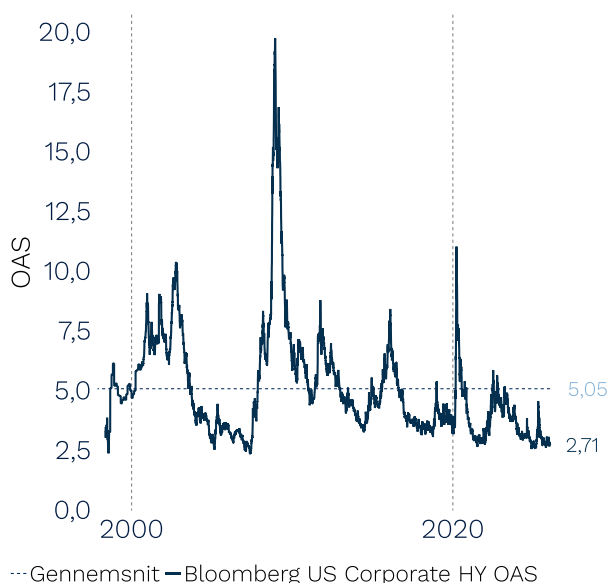
være en afgørende negativ driver. Stabile inflationsforventninger og lavere korte renter fra FED gennem 2026 bør være nok til at holde de lange renter relativt stabile. Fair value ligger nok i intervallet 4-5%. Mod slutningen af 2026 regner vi med, at den 10-årige rente ligger i området 4-4,5%.

### 10-årig tysk rente er kravlet opad



Kilde: Macrobond

### US high yield rentespænd til stat



Kilde: Macrobond

De 10-årige renter i Tyskland og Danmark er steget synligt frem mod årsskiftet. Den tyske er tilbage på toppen fra marts på 2,9%. Det er stadig vores vurdering, at et fair value interval

for de 10-årige tyske og danske statsrenter ligger omkring 2,5-3,5%. Så der er stadig et vist 'upside' potentiale. Hvis eurozonen endelig kan få mere vækstmomentum ind i 2026, bl.a. drevet af tysk finanspolitik, kan renterne stige lidt yderligere.

Kreditmarkederne fremstår fortsat rigtig stærke med flotte positive afkast ÅTD og lave kreditspænd. Rentespændet mellem de amerikanske high yield- og statsobligationer er igen nede på 271bp. Det er rigtig lavt historisk set. Det afspejler forventninger om lave konkursrater forude, hvilket understøttes af fx Moody's prognoser. Her forventes som base case en default rate omkring 3% om et års tid. Det vil være under det langsigtede gennemsnit omkring 3,4%. Hvis det holder, er der god mulighed for endnu et år med merafkast på kreditter pga. bedre løbende merrente. Potentialet for et yderlige fald i rentespændet til stater, både i USA og Europa, må siges at være yderst begrænset.

### Aktiemarkedet

Afkastet op det globale aktiemarked ligger senest på 8,5% i DKK ÅTD. Markedet har lagt november-korrekturen bag sig. Vi er helt opmærksomme på, at særligt det amerikanske aktiemarked er dyrt prisfastsat. Og det gælder særligt tech-aktierne. Det gør hele aktiemarkedet ekstra sårbart over for fx urovækkende geopolitiske nyheder, stigende obligationsrenter, AI-bekymringer eller andet. Vi regner bestemt med at se nogle af de klassiske korrektioner i området 10% i løbet af 2026. Men helt afgørende vil det være, at trenden fortsat tegner positivt på indtjeningen. S&P500 EPS-væksten forventes at lande på 13% i 2026. Det vil ikke overraske, hvis analytikerne p.t. skyder lidt for højt. Men 9-10% kan også gøre det. Stoxx600 EPS-væksten ventes at lande på 10%. 7-8% kan også gøre det og løfte aktierne. Det vigtige vil også være perspektiverne for 2027. Vi holder fast i en relativ optimistisk forventning til væksten, også ind i 2027. Det samme gælder indtjeningsvæksten i USA, Europa og globalt. Får vi ret i, at renterne vil holde sig relativt stabile over det kommende år, skal aktiemarkedet ligge tydeligt højere ultimo 2026. Et samlet globalt afkast i den øvre del af 5-10% intervallet er realistisk. De sidste 20 år er



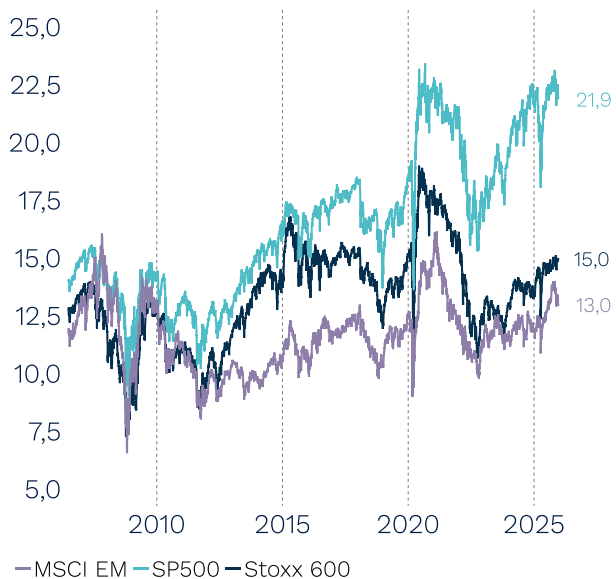
afkastet ca. 9% p.a. på MSCI AC World i DKK.  
Det kan fint gentage sig i 2026.

### Afkast på globale aktier i DKK



Kilde: Macrobond

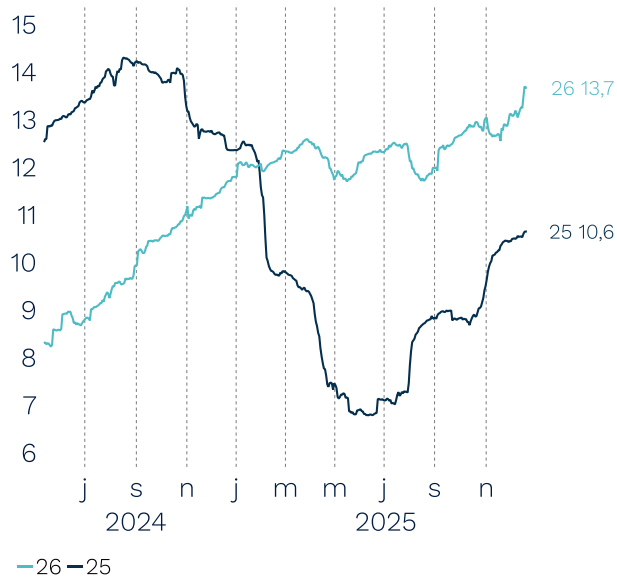
### US aktier er dyrt prisfastsat, men det er EM og Europa ikke



Kilde: Macrobond

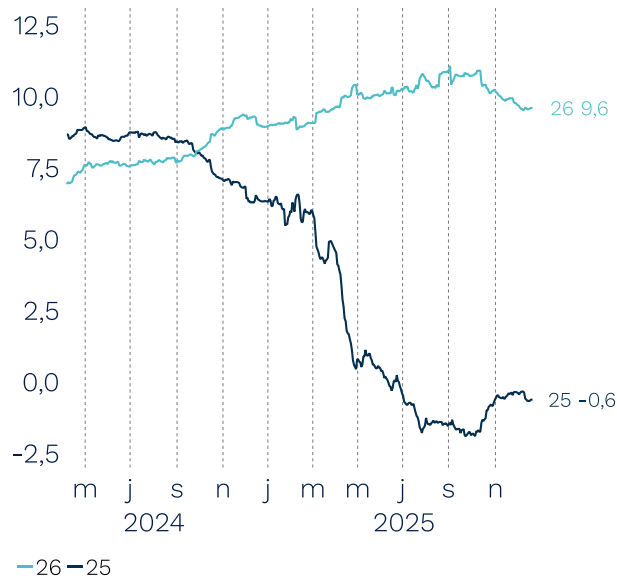
'Bottom Up' kursestimaterne fra analytikerne (konsensus) indebærer en samlet forventet kursstigning på S&P500 på ca. 15% det kommende år. Det er ikke helt urealistisk men nok til den høje side. Vi regner med at se kurs 7.500, hvilket er knap 10% højere end aktuelt. Bottom up konsensus på Stoxx600 er ca. 11% højere. Det er ikke urealistisk.

### S&P500 EPS-vækst estimer '25-26

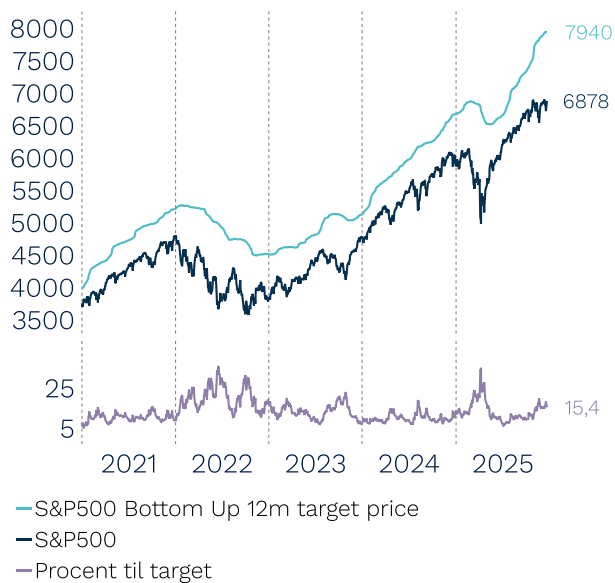


Kilde: Macrobond

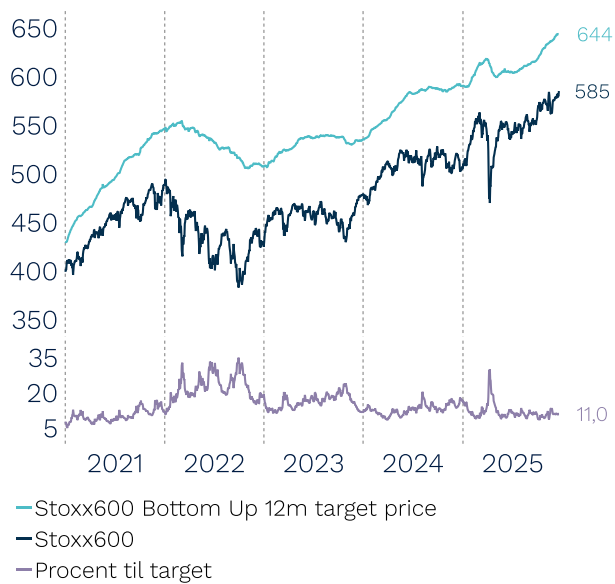
### Stoxx600 EPS-vækst estimer '25-26



Kilde: Macrobond

**S&P500 kurstarget 12m (bottom up)**

Kilde: Macrobond

**Stoxx600 kurstarget 12m (bottom up)**

Kilde: Macrobond

