



Indsigt

Investeringsstrategi og forventninger

13. august 2026

BANKiNVEST

Indledning

På overfladen har sommeren været uden de helt store begivenheder. Aktier ligger på nye rekorder. Olieprisen har været lidt op og lidt ned, men ligger stabilt under 100 USD-tønden. Renter har kravlet nordpå, men ligger langt fra niveauer hvor vi for alvor er bekymrede.

Denne stilhed dækker dog over nogle voldsomme bevægelser under overfladen. Vi har set en kæmpe korrektion i AI. En korrektion som vi skal tilbage til 2020 eller 2022 for at finde tilsvarende.

Korrektionen kommer efter en massiv optur over april, maj, og juni. Men alligevel har den været vild.

Det efterlader markederne meget mere neutralt med hensyn til positionering og sentiment på netop AI-temaet. Koblet sammen med de meget stærke regnskaber, tegner der sig for os en købsmulighed. En mulighed for at købe op i den del af markedet, på relativt billige multipler, som har klart det stærkeste indtjeningsmomentum i øjeblikket. Som vi beskriver senere i dette skriv, så er det netop det vi har gjort.

Beslutningen er understøttet af at vi på nuværende tidspunkt ser en yderligere styrkelse i den amerikanske økonomi. Både ISM Manufacturing og Services står på de højeste niveauer i flere år. Det er for os et tegn på at vi ser ind i et andet halvår af 2026 med stigende vækstmomentum. Med vækstestimerer der skal op. Alt dette bør lede til at vi ser en ny bølge af cyklisk rotation i markedet.

Alt er naturligvis ikke rosenrødt. Det klart mest presserende negative tema for os er renterne. Vi har i skrivende stund en amerikansk 10-årig der står omkring de 4,6%. Vi er ikke så langt fra de 5%. Og skulle vi bevæge os derop vil det nok lægge et nedadgående pres på aktiemarkedet. Noget vi også så i slutningen af 2023 vel at mærke.

Om det sker, afhænger i høj grad af Iran-krigen. Det har i den grad været frem og tilbage på den. Den ene dag bliver vi lovet en snarlig aftale. Den næste er vi tilbage til to sider som

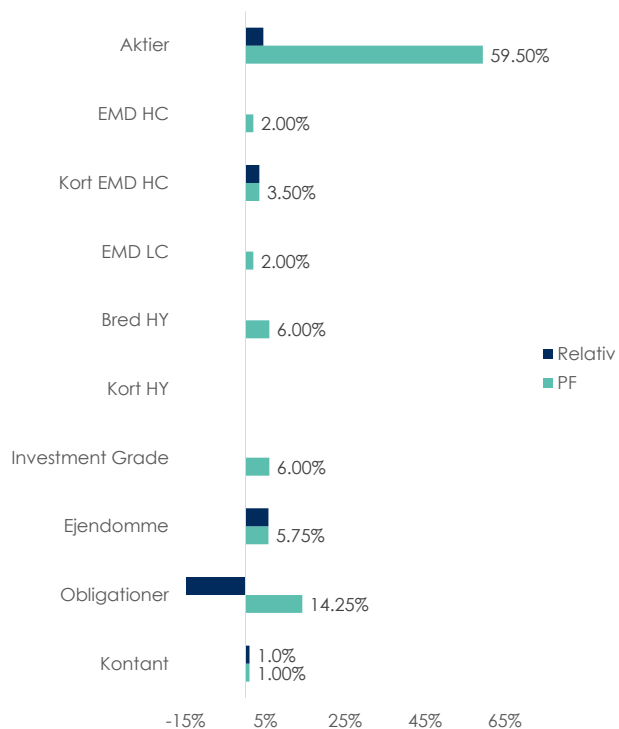
ikke vil snakke sammen. Vi fastholder dog vores grundlæggende forventning om at en aftale vil komme på plads inden for den overskuelige fremtid. Mest af alt fordi dette må være i alles interesse.

Så samlet går vi altså ind i en anden halvleg af 2026 med et meget positivt view på risiko. Vi mener man skal have mange aktier på bøgerne. Og dem man har skal relatere sig til en gentagelse af det cykliske opsving vi var vidne til i foråret.

Allokering

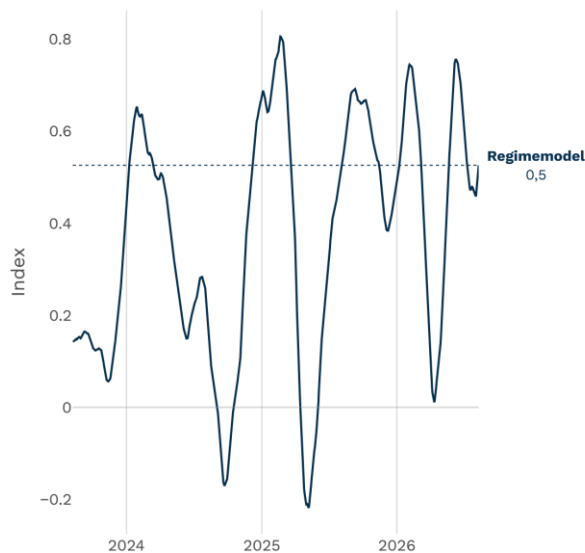
Vi fastholder en overvægt til aktier.

Relativ og absolut allokering af modelporteføljen



Over juli måned så vi en kraftig bevægelse i vores regimeindikator. Den gik fra Expansion til Slowdown.

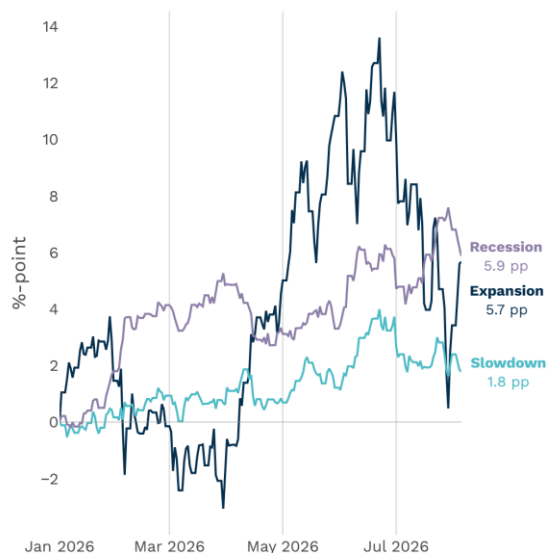
Vores regimeindikator er i tidligt opsving



Kilde: BankInvest

Det var godt. For det betød at vi undgik det værste fald i Expansion aktier. Bemærk at denne type aktier gik fra en relativ outperformance på 14% til MSCI World til 0%!

Relative afkast for forskellige baskets over 2026



Kilde: BankInvest

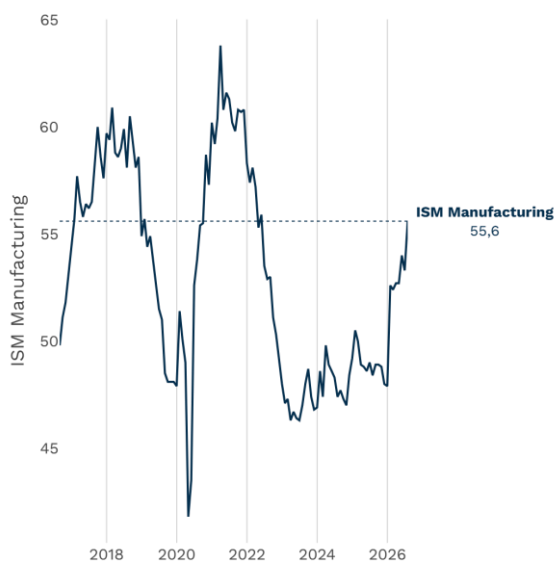
Det var altså en voldsom korrektion som vi heldigvis undgik.

Men det interessante er at vi nu får indikationer på at bunden er nået. Og at vi er på vej ind i det vi kalder et tidligt opsving (Expansion). Et miljø hvor vækstestimerne revideres op. Et miljø hvor cykliske aktier outperformer.

Det er på den baggrund vi atter har købt op i det vi kalder Expansion aktier. Aktier som har højt beta blandt andet. Og som i øjeblikket, vigtigt at understrege, har høj eksponering til AI-temaet.

Beslutningen er understøttet af det stærke vækstmomentum vi er vidne til i øjeblikket.

ISM Manufacturing ser stærk ud



Kilde: Bankinvest

Om man vil det eller ej så ser vi i øjeblikket et cyklisk vækstmomentum i USA som vi ikke mener man skal sidde overhørigt.

Vores største bekymring er renteudviklingen. For kommer vi ind i en periode hvor vi ser stigende lange renter, så vil det sætte pres på aktierne. Det er derfor også essentielt at krigen med Iran snart kommer til vejs ende.

Så vi går ind i andet halvår med en kraftig overvægt til aktier og en stor allokering til cykliske aktier. Så håber vi på en gentagelse af det marked vi så over foråret.

Makro og markederne

De globale økonomiske og finansielle perspektiver ser fortsat fornuftige ud, men krigen i Iran er fortsat en udfordring, der presser oliepriserne. Vores base case har været en relativt hurtig udfasning af Iran-krigen, men det det har blusset op igen, efter markedet flere gange har troet, at en aftale var på plads. Oliepriserne er dog ikke på niveauerne fra starten af krigen. Vi ser det stadig som helt afgørende, at oliepriserne kommer ned på et humant niveau for verdensøkonomien. Brent olie handler senest på 89 dollar, og vi skal ikke meget højere op fra nuværende niveauer, før det begynder at sætte sine spor i aktiemarkedet. Det har trukket renterne med op, så vi ligger på noget af det højeste for året. Vores forventning er fortsat, at oliepriserne vil falde mere til ro, hvilket vil styrke vækstbilledet og lette inflationspresset.

Aktiemarkedet er dog ikke blevet så hårdt ramt af de seneste olieprisstigninger. En stærk regnskabssæson har båret markedet frem. Afkastet på MSCI AC World er p.t. oppe med ca. 17% i DKK ÅTD.

Brent Oliepris

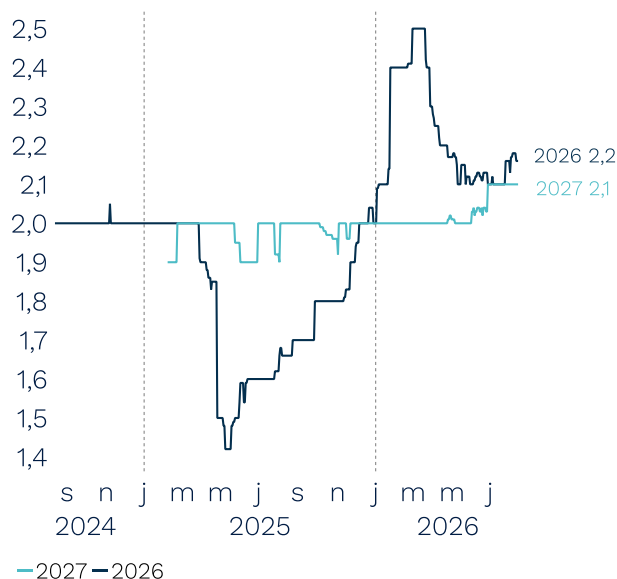


Kilde: Macrobond

USA

Det går fortsat fremad i amerikansk økonomi. Det store investeringsboom er med til at løfte økonomien frem. Højere oliepriser presser forbrugerne og de energiintensive virksomheder, men USA nyder godt af sin store olieeksport.

Konsensus BNP-vækst i USA på 2,2%

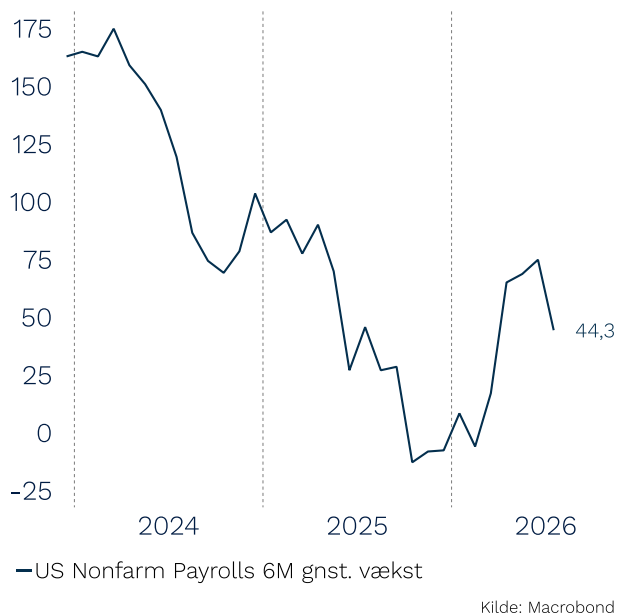


Kilde: Macrobond

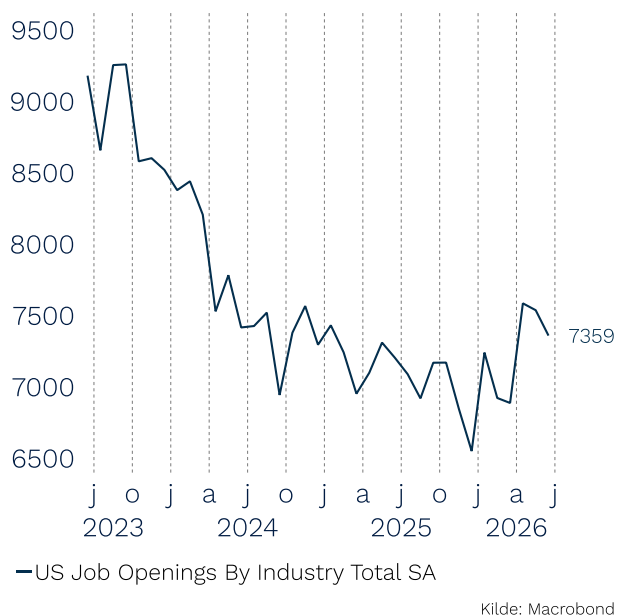
Økonomeerne forventer, at væksten i USA lander på 2,2% i 2026 og 2,1% i 2027. Vi mener, der fortsat er plads til overraskelser på opsidens af de her estimer. De kæmpestore investeringer i AI og teknologi er med til at øge den potentielle vækstrate. Vi forventer, at det vil øge produktivitetsvæksten markant, og derfor står i den 4. industrielle revolution. Derfor er det også i vores optik sandsynligt, at renterne kommer lavere ud, end den nuværende markedsprisning i forwardkurven tilsiger. Lavere renter vil også kunne bidrage positivt til væksten.

Der er fortsat risikoscenarier for den amerikanske økonomi. Her er det oplagt at pege på renteniveauet og den store statsgæld. Samtidig er de fremtidige konsekvenser af AI på arbejdsmarkedet fortsat ukendte. Vi tror dog ikke, at risiciene er så store endda, og ser større positive effekter fra AI end negative.

Bedre jobvækst i H1'26 end i H2'25



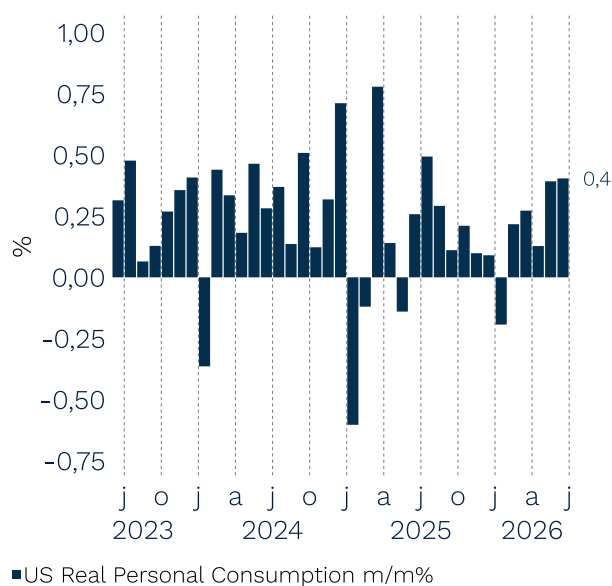
Antal jobannoncer steget fra bunden



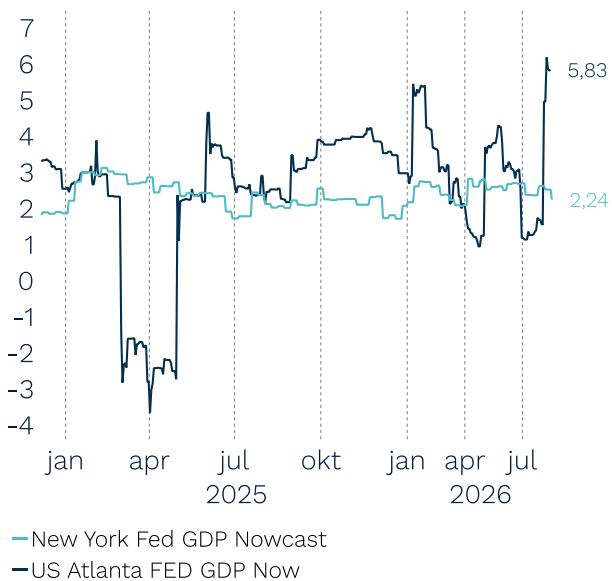
Jobfremgangen er stadig positiv, når vi kigger på billedet for 2026. Den seneste jobrapport skuffede med 23.000 færre jobs, men det ændrer ikke på, at arbejdsmarkedet har været markant stærkere i 2026 end ventet. Samtidig er der også sket en klar trendvending fra 2. halvår af 2025. Ved årets indgang var frygten, at AI kunne føre til massearbejdsløshed. Indtil videre er det ikke synligt i dataene. Jobefterspørgslen er stabiliseret, antallet af jobannoncer er steget fra bunden og har brudt

den negative tendens. De ugentlige jobless claims ligger stabilt lavt, senest på 199.000, hvilket er et sundhedstegn for arbejdsmarkedet. I vores øjne er det et arbejdsmarked, hvor virksomhederne holder igen, så det er et miljø, der bærer præg af "No hire, no fire".

Positiv realvækst i privatforbruget



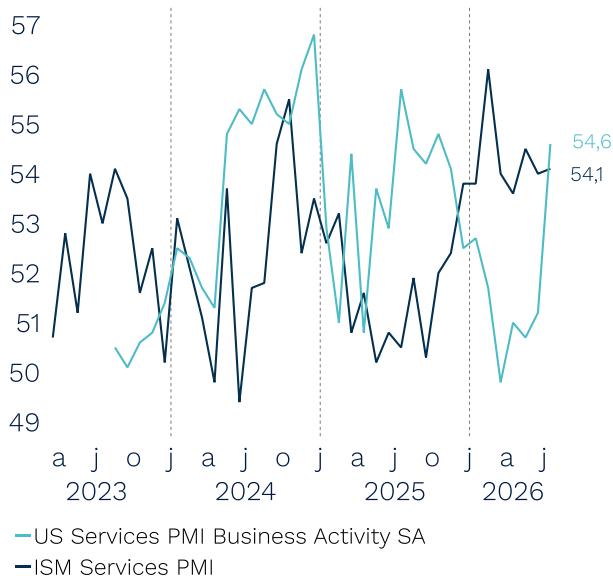
Atlanta Fed og New York Fed: Vækst



Positiv jobskabelse er med til at smitte af på privatforbruget. Den seneste realvækst i privatforbruget har været stærk med 0,4% m/m

i maj og juni. De seneste 12 måneder har væksten været 2,5% annualiseret. Vi forventer minimum 2% annualiseret vækst gennem resten af 2026 og ind i 2027. Det vil blive drevet af jobvækst og reallønsfremgang.

ISM og PMI for servicesektoren signalerer pæn fremgang



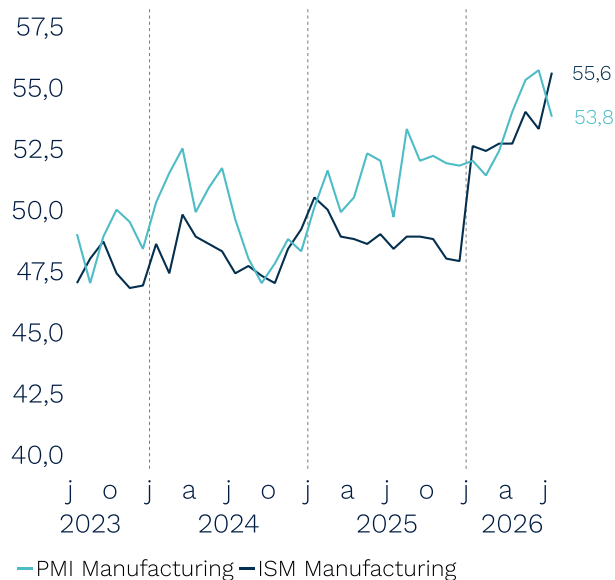
Kilde: Macrobond

Nowcasts peger på en stærk fremgang i USA. Atlanta Feds GDPNow estimerer en vækst på 5,83% i Q3. New York Fed estimerer en vækst på 2,2%, hvilket vi mener er mere realistisk. Vi mener dog, at økonomien sagtens kan overraske positivt. Det er længe siden, der har været lignende optimisme at spore i konjunkturbarometrene for fremstillings- og servicesektoren.

Stigninger i oliepriserne er med til at forny inflationspresset, men vi forventer fortsat, at det er midlertidigt med højere oliepriser. Vi tror på et mere afdæmpet inflationspres på lang sigt. Det drives af produktivetsgevinsterne fra AI, en mere moderat lønudvikling og Kinas globale eksport, der forsyner verdensmarkedet med billige varer. Forventninger til en lavere inflation er også gældende i markedet. 5Y5Y forward CPI ligger på 2,42% i USD-markedet for inflationsswaps, hvilket er et godt stykke under det aktuelle niveau på 3,4%. Økonomerne forventer et stort fald i core PCE i 2027. Det forventes at lande på 3,2% i Q4 2026, men på

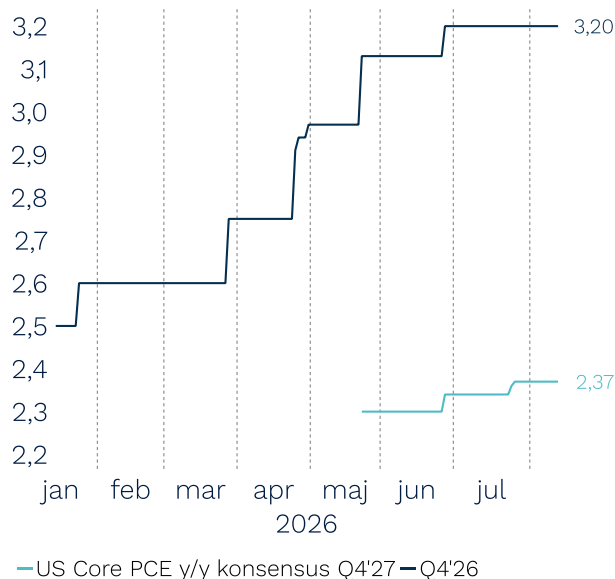
2,4% i Q4 2027. Det mener vi bestemt er realistisk.

ISM og PMI for industrien ligger relativt højt og signalerer fremgang



Kilde: Macrobond

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



Kilde: Macrobond

Den udvikling kommer til at være afgørende for Feds rentepolitik fremadrettet. Markedet forventer en renteforhøjelse fra Fed i 2026. Centralbankchefen, Kevin Warsh, er tilhænger af tesen om, at produktivetsgevinster fra AI vil bidrage til lavere inflation på længere sigt. Han

er dog aktuelt udfordret af det nuværende inflationspres og skal samtidig fremstå troværdig ift. Feds mandat om inflationsbekæmpelse. Vi hælder mest til, at Fed holder renten uændret i 2026. Særligt de to seneste arbejdsmarkedsrapporter og inflationsrapporter har mindsket presset på Fed.

FED forventes at hæve renten i 2026

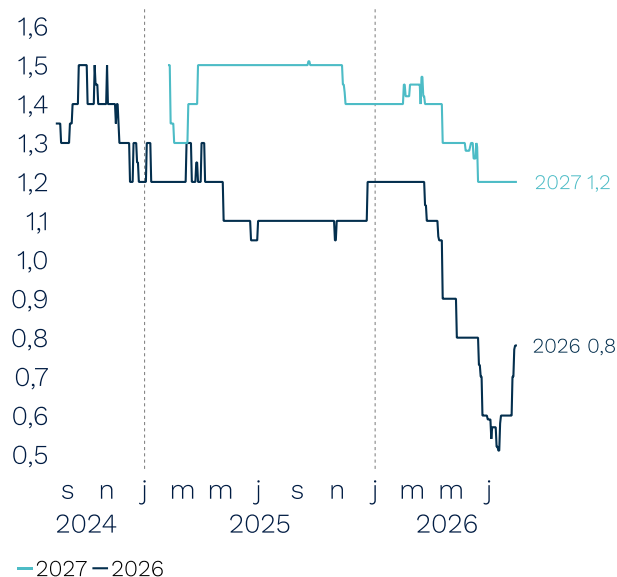


Eurozonen

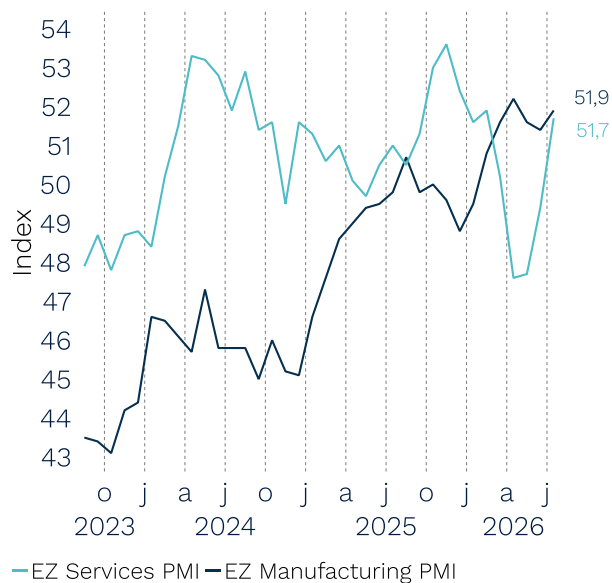
Konsensus for væksten i eurozonen er begyndt at kravle op igen. Væksten forventes nu at lande på 0,8% i 2026. De stigende energipriser har presset den europæiske økonomi og trykket vækstestimerne ned. Den mere konstruktive udvikling i energipriserne har givet mere optimisme. Det ses også i PMI-tallene, der både peger på fremgang i fremstillings- og servicesektoren.

Der var spået et markant skifte i tysk økonomi, men det lader fortsat vente på sig. Det økonomiske momentum er udeblevet trods den begyndende stimulans. Vi tror fortsat på, at Merz-regeringen betyder bedre tider forude. Regeringen har fremlagt en plan med vækstfremmende tiltag, som vi mener kan være med til at drive den tyske økonomi fremadrettet. Vi forventer dog først, at det sker ind i 2027.

Euro BNP-vækst: Konsensus 0,8% i '26



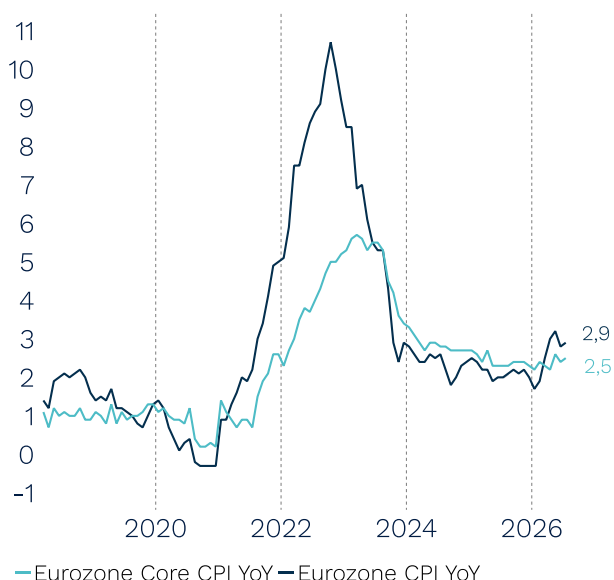
Eurozone PMI: Positive signaler



Trods det beskedne vækstmomentum i Europa hævede ECB renten i juni. Det skete pga. det midlertidige løft i inflation fra energipriserne. ECB ser en risiko for, at inflationen fra de højere energipriser spredt sig til andre dele af økonomien. Det store spørgsmål er, om ECB er færdig med rentestigninger, eller om der kommer flere. Vi ser ikke meget mening i at hæve renten igen, men ECB har ladet døren stå åben. Vi vurderer fortsat, at den økonomiske aktivitet er moderat, og at stigningen i

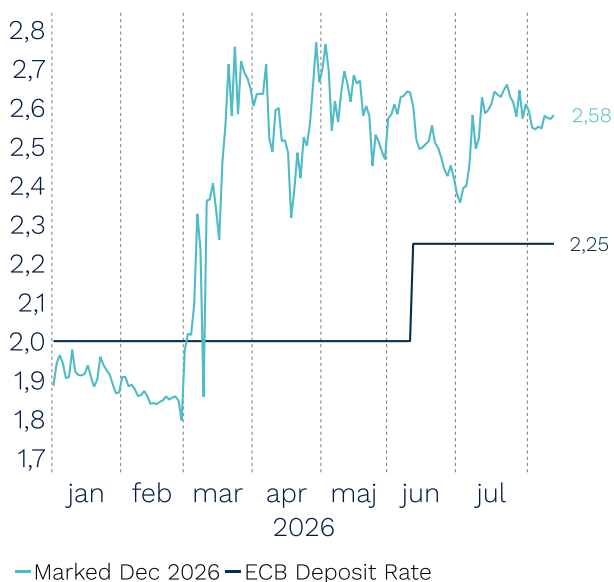
energipriserne er midlertidig. Vi tror i høj grad, at renteforhøjelsen var drevet af en frygt fra 2022. Markedet priser yderligere 1-2 renteforhøjelser ind for 2026. Det synes vi er for meget.

Eurozone inflation for høj



Kilde: Macrobond

Markedet forventer yderligere 1-2 renteforhøjelse fra ECB i 2026



Kilde: Macrobond

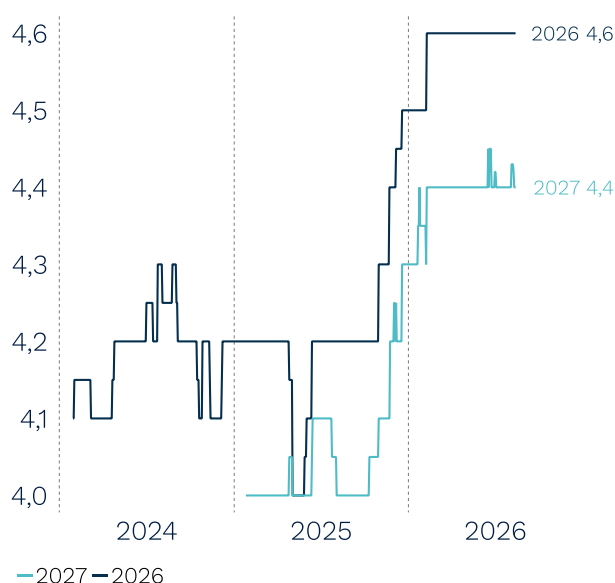
Vi noterer os, at kerneinflationen er steget til 2,5% y/y. Headline er oppe på 2,9%, hvilket er for højt ift. målsætningen om et niveau på lige under 2%. Vi forventer, at niveauet vil falde

mærkbart ind i 2027 ned mod de 2%, potentielt under 2% y/y i slutningen af 2027.

Kina

Forventningerne til Kinas BNP-vækst har været upåvirket af de store svingninger i oliepriserne. Det er interessant nok, eftersom Kina er en markant forbruger af energi. Til trods for det regner økonomerne med, at Kinas vækstmål på 4,5-5% bliver indfriet i 2026.

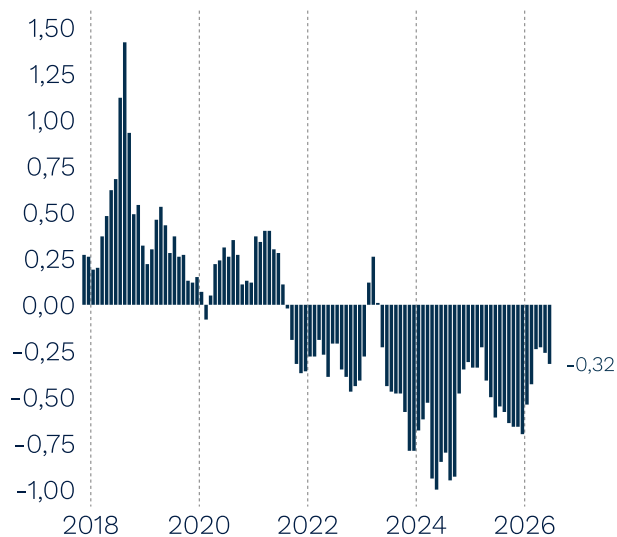
Kina: Konsensus BNP 4,6% for 2026



Kilde: Macrobond

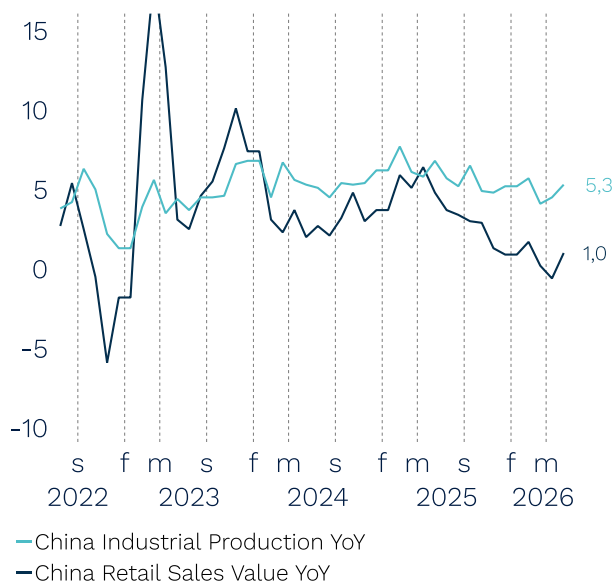
Boligpriserne fortsætter med at falde og med at være en udfordring for den kinesiske økonomi. Det fortsætter med at lægge et pres på den kinesiske forbruger. Det kinesiske aktiemarked har heller ikke haft et prangende år, og renterne på kinesiske obligationer er på et lavt niveau, hvilket presser de kinesiske forbrugere, der sparer meget op. Det er alt sammen med til at presse væksten i privatforbruget. Det kinesiske detailsalg er vokset 1,0% over det seneste år, hvilket er ret moderat. Det er ikke imponerende og langt under gennemsnittet for de seneste 15-20 år.

Kinas boligmarked har fortsat problemer, priserne falder



Kilde: Macrobond

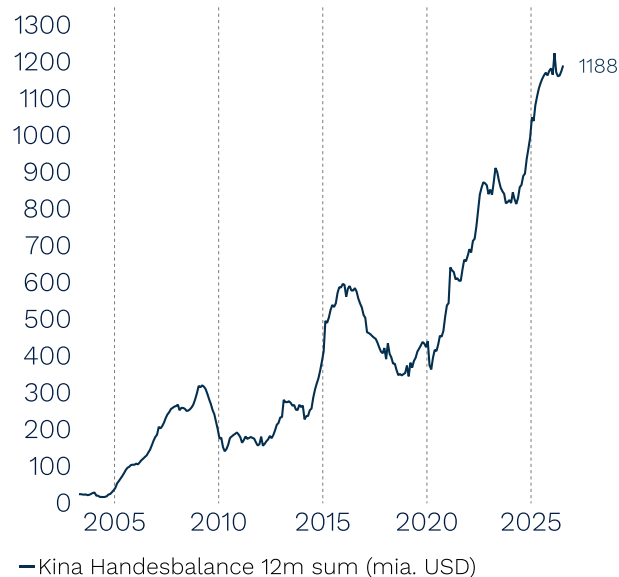
Todelt fremgang i kinesisk økonomi



Kilde: Macrobond

Et sted, hvor det går bedre, er i industrien. Industriproduktionen vokser pænt med 5,3% y/y. Kina er verdens fabrik, der i stor stil forsyner de globale markeder. Kinas handelsoverskud er også vokset markant. Det bekræfter den todelt økonomi, hvor den indenlandske del er udfordret, mens der er solid fremgang i eksporten. En stabilisering af boligpriserne ser vi stadig som afgørende for at vende den indenlandske efterspørgsel i Kina.

Kinas handelsoverskud er banket op



Kilde: Macrobond

Obligationsmarkedet

Den 10-årige amerikanske statsrente ligger senest på 4,68% og er steget omtrent 20bp den seneste måned. Det er næsten det højeste, vi har set i det seneste års tid. Forventninger til Fed har været med til at presse renteniveauet opad. Den store statsgæld ligger fortsat og ulmer under overfladen.

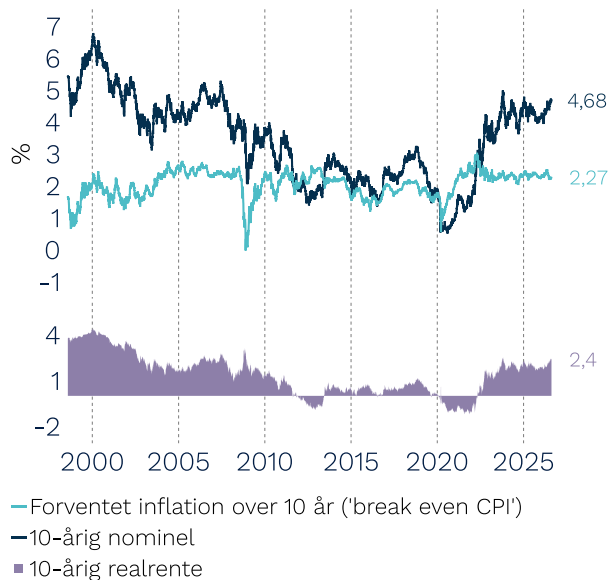
USA: 10-årig rente på 4,68%



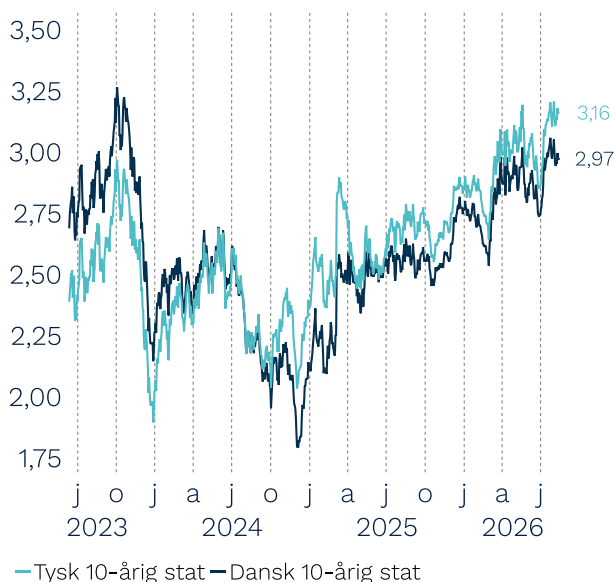
Kilde: Macrobond

Vi tror ikke på kraftige rentestigninger, men lægger mere vægt på inflationsperspektiverne end på gældens størrelse.

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



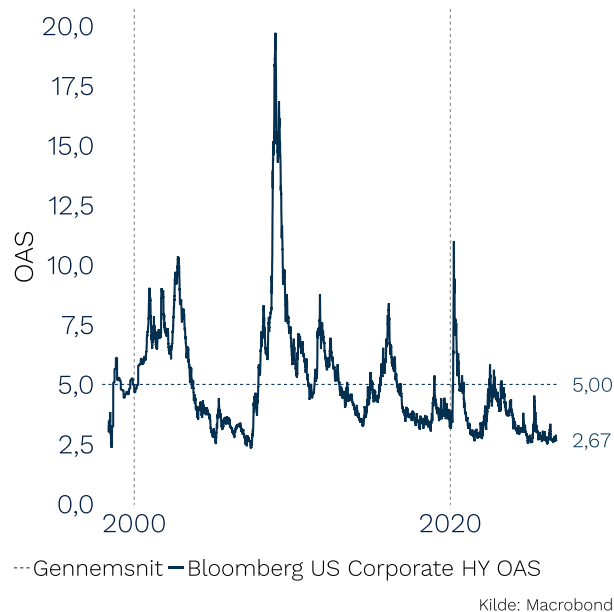
10-årig tysk rente på 3,16%



De europæiske obligationsrenter er ligeledes steget og er drevet op af de seneste stigninger i olieprisen. Den tyske 10-årige ligger på 3,16%, og den danske på 2,97%. Vi forventer ikke markante stigninger på de tyske renter fra nu. Afgørende bliver det med udviklingen i olieprisen, men her er vi fortsat ret

optimistiske. Vores fair value-estimat for en tysk 10-årig ligger i intervallet 2,75-3,25%.

US high yield rentespænd til stat



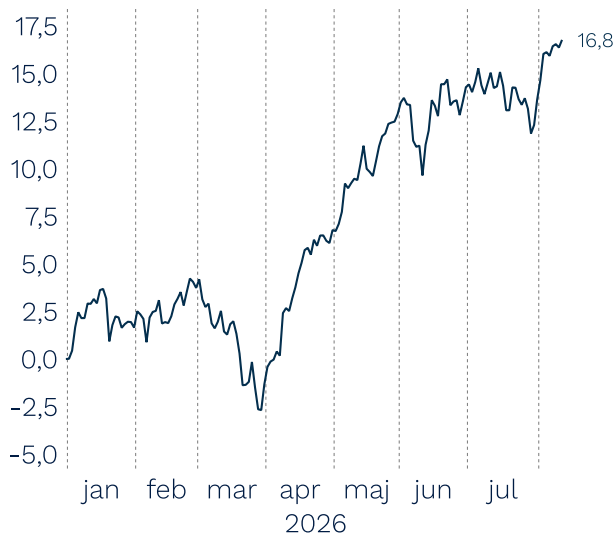
Kreditspændene ligger fortsat på lave niveauer i forhold til statsobligationer i USA og Europa. Det er tegn på god kreditkvalitet, men vi ser det også som et resultat af den store statsgæld. Vi forventer fortsat, at kreditobligationer vil levere et højere afkast end statsobligationer i 2026.

Aktiemarkedet

Aktiemarkedet fortsætter med at levere varen. Den seneste måned har bevægelserne under overfladen været markante. Særligt hele AI-temaet fik en voldsom korrektion i juli, men markedet kom stærkt igen. Det var særligt momentum-faktoren, der oplevede en af de største relative drawdowns i forhold til det brede marked. En bedre-end-ventet regnskabssæson løftede dog markedet og sendte indtjeningsforventningerne i vejret. For S&P 500 forventes indtjeningen i 2026 at vokse med 30,7%, mens den forventes at vokse 11,9% i 2027. Væksten for 2027 er faldet, men det skyldes i høj grad de kraftige opjusteringer for 2026. Det er ikke kun USA, hvor indtjeningsvæksten er stærk. Indtjeningsvæksten for MSCI Emerging Markets er utrolig stærk, med en forventet vækst på 67% i 2026 og 23% i 2027. Chipproducenterne SK Hynix, Samsung og Taiwan Semiconductor

er markante drivere her. De europæiske aktier oplever også solid indtjeningsfremgang, men mere moderat. Indtjeningen for Stoxx 600 forventes at vokse med 16,6% i 2026 og 8,5% i 2027. Det er stadig et markant anderledes billede end 2025, hvor indtjeningen faldt.

Afkast på globale aktier i DKK



—MSCI ACWI Net Total Return EUR YTD

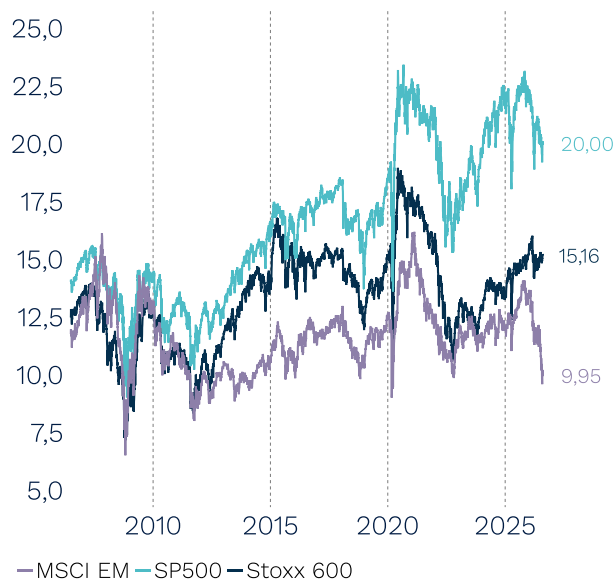
Kilde: Macrobond

I USA og EM handler det i høj grad om en markant stigning i mange højteknologiske virksomheders indtjening. Væksten i hele AI-økosystemet er en afgørende kilde til dette. Hyperscalernes markante investeringer i datacentre og GPU'er giver et markant løft til chipaktiernes indtjening.

Den store indtjeningsfremgang betyder også, at valuation på aktiemarkedet ikke er stukket af trods de pæne aktieafkast. En 12-måneders forward P/E ligger på 20,0 for S&P 500. Det er i den lave ende af, hvad vi har set siden coronakrisen. Europa handler fortsat med en væsentlig discount til USA, og sektorsammensætningen med en lavere IT-andel kan forklare noget af forskellen. MSCI EM handler til forward P/E på 10, hvilket også selv for EM er et lavt niveau. Et af de store spørgsmålstejn er, om den indtjeningsfest, chipproducenterne oplever lige nu, kan fortsætte fremadrettet. Historisk har det været cyklisk, og det kan det også godt vise sig at være igen. Vi tror dog, at investeringsboomet i

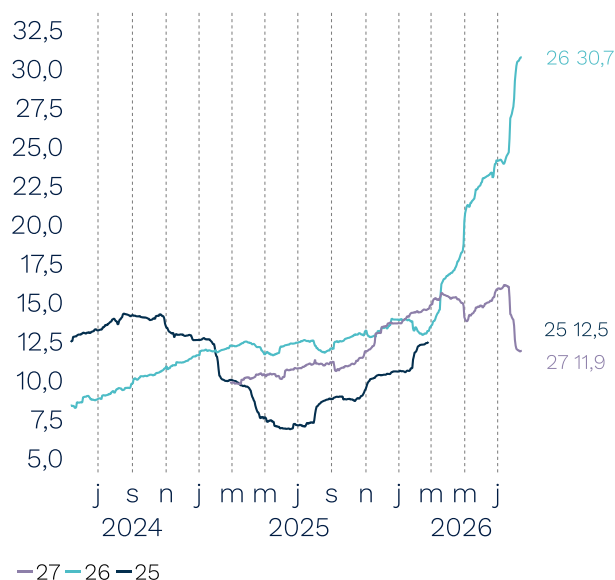
AI-infrastruktur kommer til at fortsætte i de kommende år.

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



Kilde: Macrobond

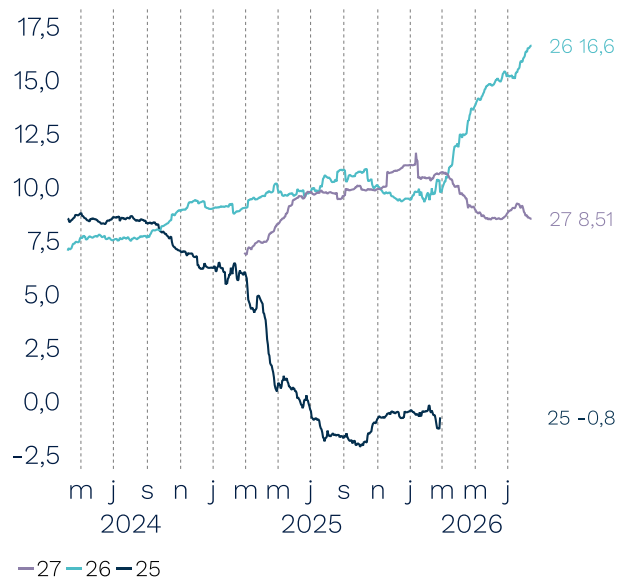
S&P500 EPS-vækst estimer



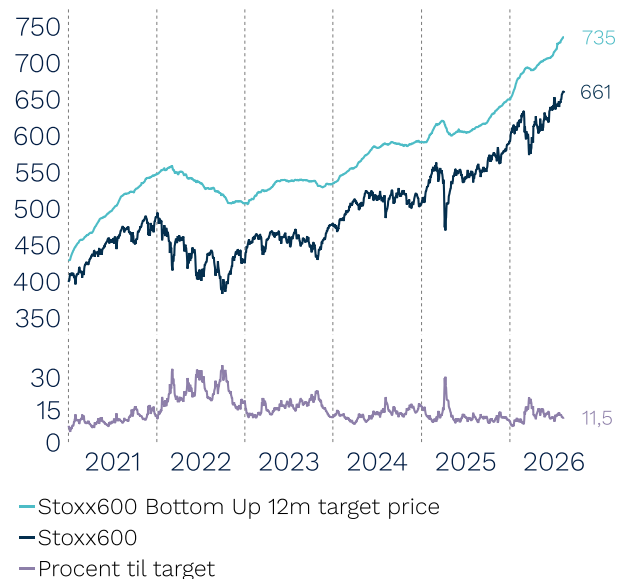
Kilde: Macrobond

Det bliver interessant at følge aktiemarkedet i resten af 2026. Det har allerede været et godt aktieår, der har overgået vores forventning om et afkast på 5-10% fra starten af året. Vi forventer, at markedet vil opleve korrektioner, ligesom vi så i juli. Men fundamentalt tror vi, at det globale aktieafkast kan kravle op imod 20%.

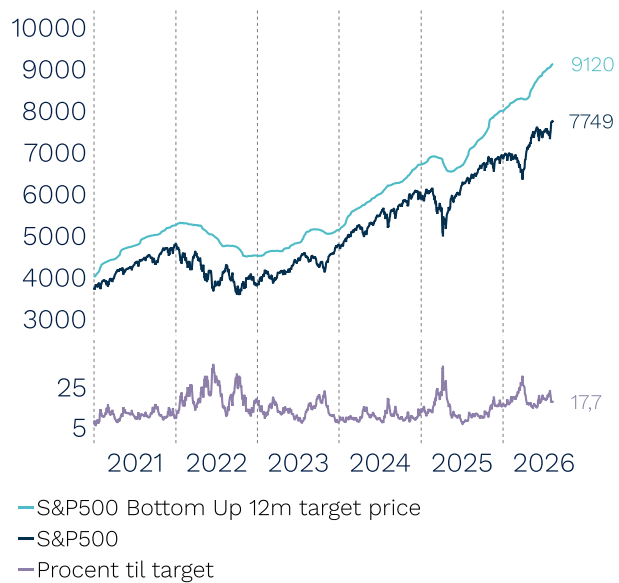
Stoxx600 EPS-vækst estimer



Stoxx600 kurstarget 12m (bottom up)



S&P500 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.