



Indsigt

Investeringsstrategi og forventninger

7. juli 2026

BANKiNVEST

Indledning

Vi lægger et imponerende første halvår bag os. Opgjort i DKK er globale aktier steget med næsten 15%.

En trade har drevet det: AI. Temaet har overskygget alt andet og bar os gennem Iran-krigen med fortsat pæne aktieafkast.

Vi står nu med en global økonomi, der vokser pænt, og forventer snarere opjusteringer end nedjusteringer af vækstestimerne over de kommende uger/måneder, i takt med at økonomerne indregner de lavere oliepriser. Samtidig kan vi forvente lidt mere ro fra centralbankerne; de kraftige fald i energipriser fjerner meget af presset for renteforhøjelser, og vigtigst er nok, at vi ikke forventer rentestigninger fra FED.

Alt dette taler for, at aktier skal fortsætte opad. Men noget trækker den anden vej, først og fremmest at det ovenstående allerede er konsensus. Bank of Americas Fund Manager Survey viser, at mange professionelle investorer allerede er overvægtede; det er svært at se denne gruppe købe meget mere op i aktier. Brede markedsbaserede mål for risikovillighed og positionering peger samme vej: markedet er allerede meget bullish.

Samlet betyder det, at følsomheden over for negative nyheder stiger. Der er simpelthen mindre polstring end tidligere.

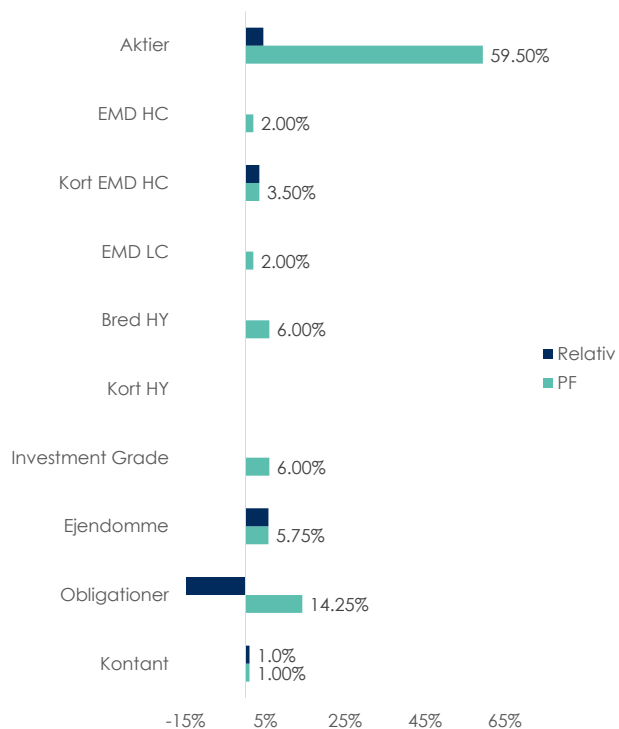
Vi har derfor justeret allokeringen. Inden for aktier er vi gået ud af de mest volatile navne og har i stedet købt op i høj kvalitet. Det bør gøre porteføljerne mere robuste over for en potentielt mere volatil sommer.

Konklusion: Fundamentalt ser det stadig godt ud for aktier. Men den høje volatilitet kombineret med aggressiv positionering får os til at trække risikoen lidt ned.

Allokering

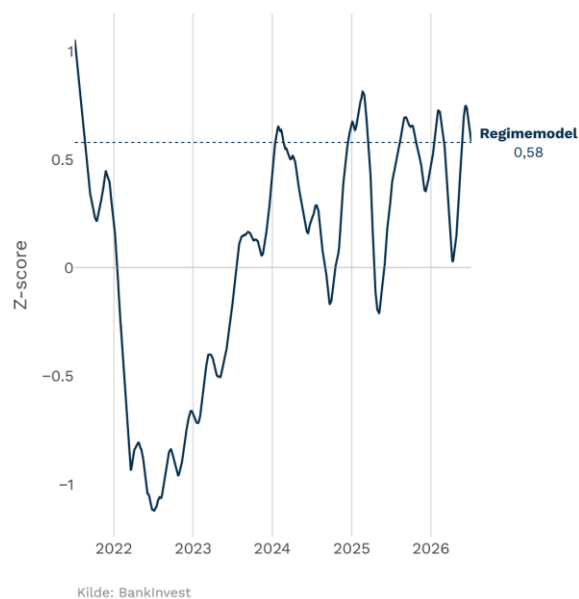
Vi fastholder en overvægt til aktier.

Relativ og absolut allokering af modelporteføljen



Vores regimeindikator er gået over i hvad vi kalder det sene opsving.

Vores regimeindikator er i sent opsving



I et sådant scenarie bør aktier stadig stige. Men det er en anden type aktier som skal stige i forhold til det vi så over første halvdel af 2026.

Relative afkast for forskellige baskets over 2026

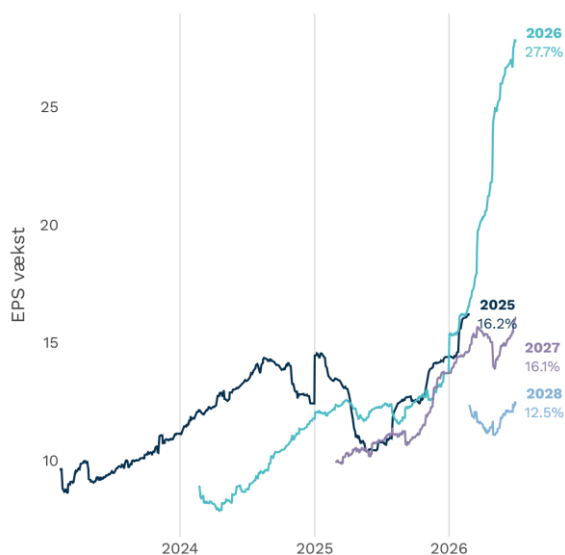


Vi forventer nu at det er sent opsving aktier, Slowdown, som skal outperforme. Denne type aktier er kendetegnet ved at score markant højere på kvalitet end tidligt opsving aktier, Expansion.

Økonomisk forventer vi at gå ind i en periode hvor der ikke kommer til at være de samme oprevideringer af BNP-estimer som vi tidligere har set. Vi skal lidt populært sagt bare se at vækstestimerne opnås.

Vi kan bemærke at indtjeningsestimerne allerede er revideret meget kraftigt op. Det er måske i lyset af dette meget naturligt at forvente en eller anden form for stabilisering heri snarligt. Dette understøtter vores beslutning om at gå i sent opsving.

Indtjeningsestimer er allerede revideret meget kraftigt op



Kilde: BankInvest

Makro og markederne

De globale økonomiske og finansielle perspektiver er igen forbedret med udsigt til mere ro i Mellemøsten. Vores 'Base Case' om en relativ hurtig udfasning af Iran-krigen ser ud til at holde. Der er formelt set våbenhvile, men for hver dag bliver det sværere at forestille sig en tilbagevenden til de voldsomme krigshandlinger fra 28. februar og de efterfølgende uger. Det er helt afgørende, og rigtig positivt, at oliepriserne er kommet ned på et meget mere humant niveau for verdensøkonomien. Brent Olie handler senest på 73 dollar efter at være toppet på 126 dollar i foråret. Forwardmarkedet handler Brent Olie på 72 dollar om 6 måneder og 70 dollar om 12 måneder, nærmest stabilt ift. det aktuelle niveau. Det er et scenarie, der både styrker vækstbilledet og letter inflationspresset ift. hvor vi var i marts-maj.

Markederne har meget rationelt reageret markant positivt. Siden bunden ved månedsskiftet marts-april er det globale aktiemarked steget 17%. Afkastet på MSCI AC World er p.t. oppe med ca. 15% i DKK ÅTD.

Brent Oliepris



Kilde: Macrobond

USA

Den amerikanske økonomi er kommet relativt godt gennem første halvår. USA har den fordel at være verdens største olieproducent med en daglig produktion på ca. 13,5 mio. tønder (Saudi-Arabien og Rusland ligger på ca. 10 mio. tønder). Det luner for dele af økonomien i USA med højere oliepriser; mens det omvendt presser andre dele, herunder husholdningerne og mange energiforbrugende virksomheder.

Konsensus BNP-vækst i USA på 2,1%



Kilde: Macrobond

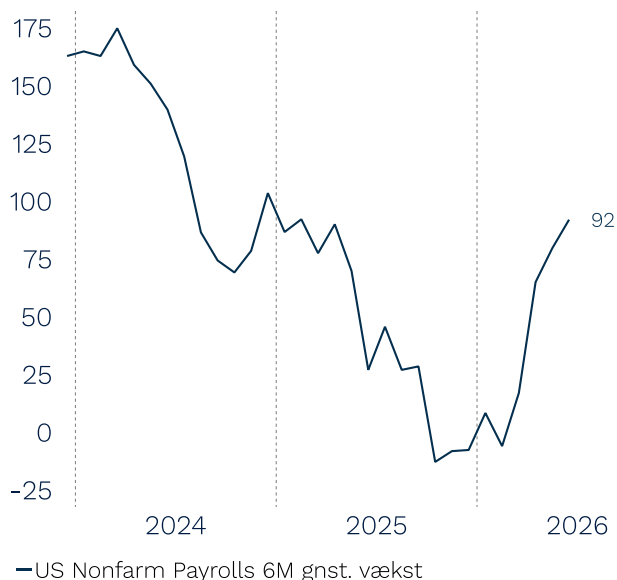
USA kom gennem H1 med en BNP-vækst på lidt over 2% annualiseret. H2 ventes at skabe en fremgang også på ca. 2%. Økonomeerne regner faktisk med en vækst i 2026 på 2,1%, 2,1% i 2027 og 2,2% i 2028. Det må siges at være et fladt scenarie!

Der er plads til overraskelser her. Bliver det på nedsiden eller opsidet? Vi tror mere på opsidet. Givet de kæmpestore investeringer i AI og megen anden teknologi er der en god chance for, at USA er ved at skrue op for den potentielle vækstrate. Der er også i vores optik en god mulighed for, at renterne kommer mere ned end det, der ligger priset ind i forwardkurven. Det kan bidrage positivt til væksten.

Selvfølgelig er der nedsiderisici på den amerikanske vækstbane, både på kortere sigt

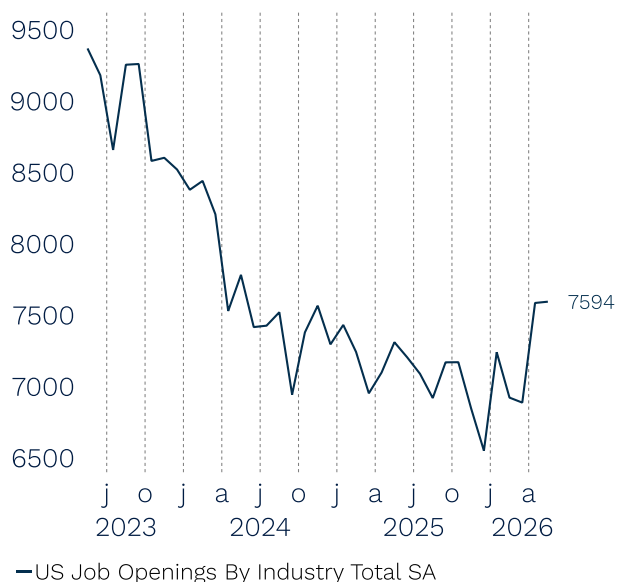
og mere strukturelt. Man kan fx pege på den store amerikanske statsgæld og risikoen for stigende obligationsrenter. Eller de noget uklare konsekvenser af AI på jobmarkedet. Vi tror bare ikke, at risiciene er så store endda. Og ser mere økonomisk opside end nedside fra AI.

Bedre jobvækst i H1'26 end i H2'25



Kilde: Macrobond

Antal jobannoncer stiger

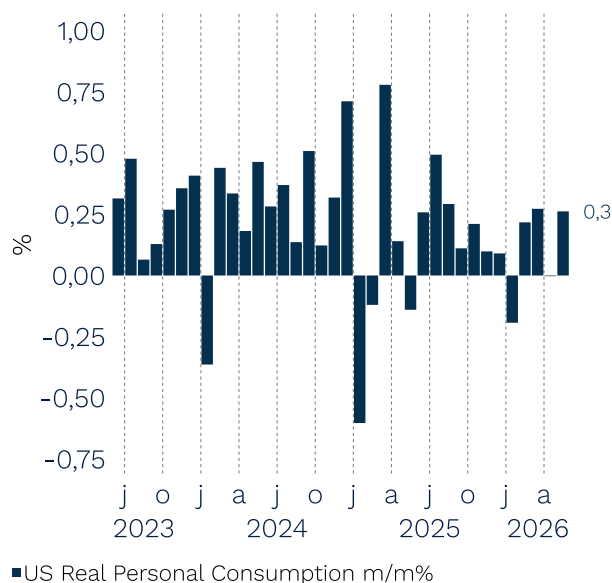


Kilde: Macrobond

Rent cyklisk er det godt at se, at jobfremgangen igen er mere tydelig. I den seneste jobrapport skuffede Nonfarm Payrolls godt nok med bare 57.000 nye jobs mod ventet over 100.000. De sidste par måneder blev også

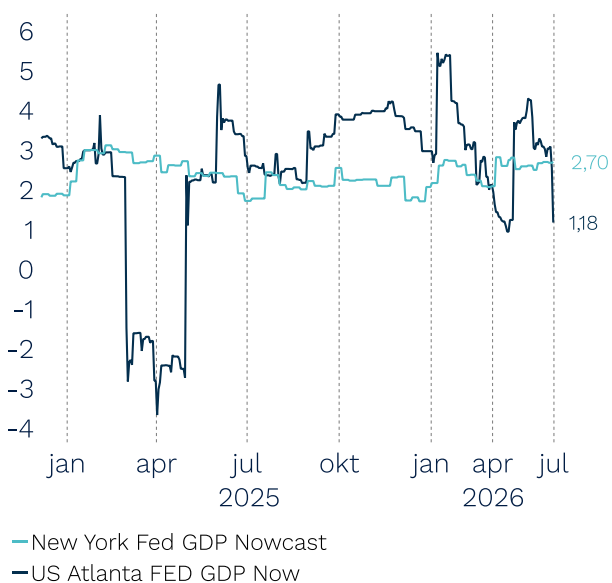
nedjusteret. Men det ændrer ikke på, at der er en trendvending. H225 var virkelig sløjt med en bemærkelsesværdig jobstagnation. Tallene viste en samlet tilbagegang på ca. 50.000. H1 2026 derimod har vist en fremgang på ca. 550.000. Antallet af jobannoncer er også stigende, jf. de såkaldte JOLTS på 7,6 mio. Det er næsten 1 mio. højere end bunden ved årsskiftet. De ugentlige jobless claims (førstegangsansøgere til arbejdsløshedsunderstøttelse) ligger stabilt lavt på senest 215.000. Også et styrketegn.

Positiv realvækst i privatforbruget



Kilde: Macrobond

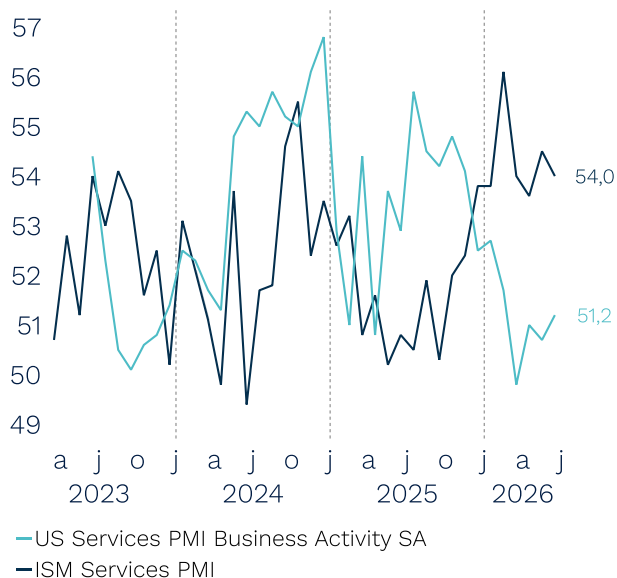
Atlanta Fed og New York Fed: Vækst



Kilde: Macrobond

Jobfremgangen er selv sagt med til at støtte væksten i privatforbruget. Tal for realvæksten i forbruget viste en gennemsnitlig stigning på 0,2% m/m i januar-maj. Det er ca. 2,5% annualiseret. Vi regner med minimum 2% annualiseret vækst gennem resten af 2026 og ind i 2027, båret af jobvækst, reallønsfremgang og en uændret opsparingsadfærd.

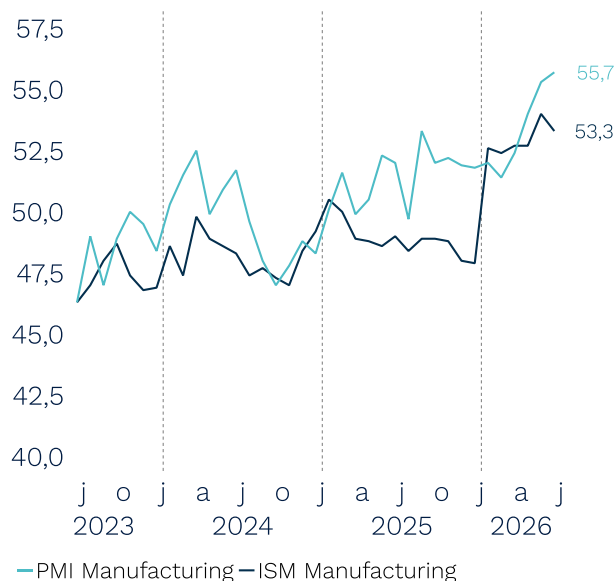
ISM og PMI for servicesektoren viser blandede signaler



Kilde: Macrobond

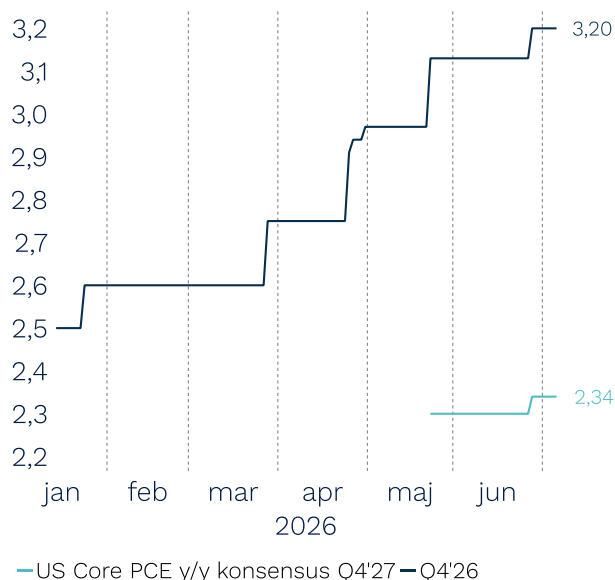
Den gode nyhed ift. de faldende olie- og energipriser er også, at inflationspresset bør aftage noget gennem H226 og videre ind i 2027. Vi har længe troet på et vigende langsigtet inflationspres som følge af 1) store produktivetsgevinster forude fra AI, 2) en moderat lønudvikling også pga. AI-konkurrence for ansatte og 3) Kinas globale eksportmaskine, der spytter billige industrielle varer ud på verdensmarkederne. Det ligger allerede indbygget i markedernes langsigtede prisning af inflation. 5Y5Y Forward CPI ligger på 2,35% i USD-markedet for inflation-swaps. I EUR er niveauet 2,1%. De aktuelle CPI-tal ligger oppe på 4,2% i USA og 2,8% i eurozonen. Så pilen peger nedad i markedets optik, et scenarie vi tror meget på.

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

Fed's foretrukne mål, core PCE, lå senest på 3,4% y/y i maj, op fra en bund på 2,4% for et år siden. Der er både effekter af toldkrigen fra 2025, men det seneste ryk opad skyldes indirekte spillover effekter fra de sidste par måneders højere energipriser. Begge dele kommer til at fade. Konsensus regner med, at core PCE falder til 3,2% i Q4 og gradvis falder til 2,3% y/y i Q4 2027. Det lyder meget realistisk.

Udviklingen vil have stor betydning for Fed's rentepolitik. Markedet regner lige nu med en renteforhøjelse i løbet af H2'26. Den nye Fed-chef, Kevin Warsh, er sat på lidt af en opgave. Han er tilhænger af tesen om lav inflation på længere sigt (AI/produktivitetsgevinster), men er også udfordret af det højere aktuelle niveau og behovet for at fremstå troværdighed ift. inflationsbekæmpelse. Vi tror mest på, at Fed ikke kommer til at hæve renten gennem H2. Og at næste skridt ind i 2027 bliver rentesænkninger på mere end det, der er priset ind i forward-kurven.

FED forventes at hæve renten i 2026



Kilde: Macrobond

Eurozonen

Konsensus for væksten i eurozonen er faldet til bare 0,6% for 2026. Europa er blevet noget mere presset af forårets stigende energipriser. Men der var også andre forhold, der lå før stigningen i energipriserne. Frankrig landede et skuffende -0,1% i Q1, mens Irlands volatile økonomi faldt 7%. Tyskland gjorde det lidt bedre end frygtet med en fremgang på 0,3% q/q. Landet har bestemt ikke fået momentum i den økonomiske politiske stimulans. Men vi tror stadig, at den nye Merz-regering betyder bedre tider forude. Regeringen har lige fremlagt et 34 punkts reformprogram, der bl.a. indeholder netto-skattelettelser, mere fleksibilitet på arbejdsmarkedet,

pensionsreform og en del mindre bureaukrati for virksomhederne. Det er ikke en stor bazooka, men det er skridt i den rigtige retning.

Konsensus peger også på en fremgang i 2027 på blot 1,2%. Vi ser dette som et minimum og bliver ikke overraskede, hvis konsensus for 2027 kører opad igen gennem andet halvår.

Euro BNP-vækst: Konsensus 0,6% i '26



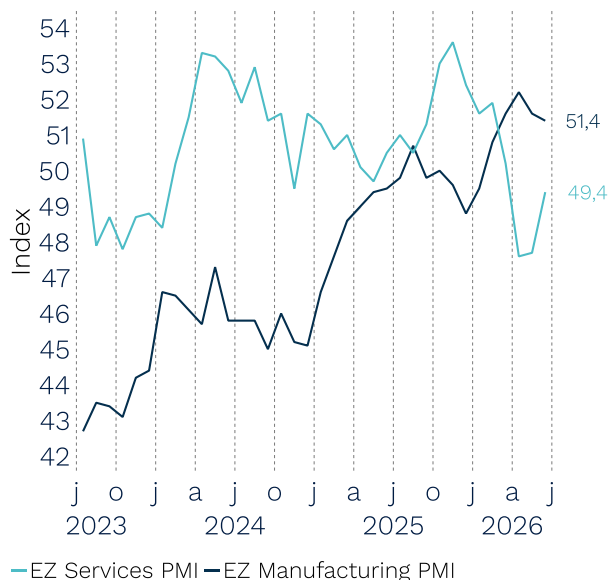
Kilde: Macrobond

De seneste PMI-tal viser heldigvis en lille smule bedring i service-indikatoren og et niveau der stadig ligger over 51 for industrien. Det er ikke prangende. Det seneste IFO-indeks fra Tyskland ligger lavt. Ser man på IFO forventningsindekset er der dog tale om en marginal stigning siden faldet fra slut februar til slut april. Det bør lægge fundamentet for gradvis mere optimisme gennem H226.

Trods det lave aktuelle vækstmomentum følte ECB sig nødsaget til at hæve renten fra 2% til 2,25% på mødet i juni. Det var ikke overraskende. Det handler om det midlertidige løft i inflationen på de højere energipriser. ECB ser en vis risiko for, at det spredt sig til andre dele af økonomien. Spørgsmålet er nu, om der kommer mere gennem resten af 2026. Vi synes ikke, det giver nogen mening at hæve renten igen, men ECB lader døren stå åben. Markedet

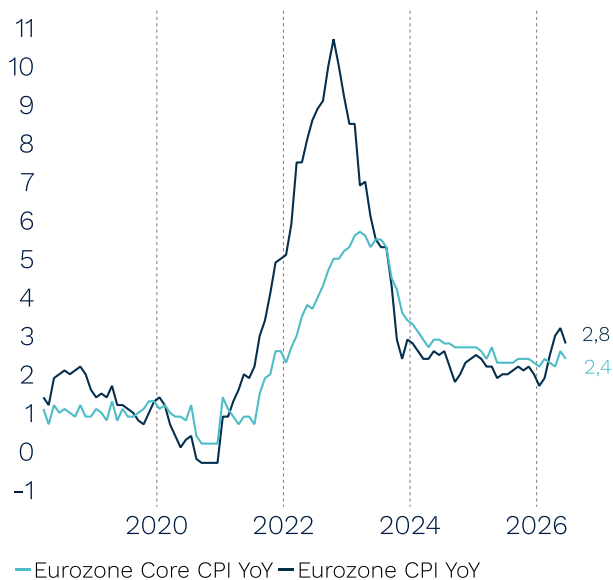
er lidt i tvivl, men har priset én renteforhøjelse ind å 25bp frem til og med marts-april 2027.

Eurozone PMI: Blandede signaler



Kilde: Macrobond

Eurozone inflation er steget lidt



Kilde: Macrobond

Vi noterer os, at kerneinflationen kun er steget marginalt til senest 2,4% y/y. Headline er oppe på 2,8% y/y, for højt ift. målsætningen om et niveau på lige under 2%. CPI kan komme op omkring 3,25% i Q4, men det handler om basisårseffekter. Og så vil niveauet falde mærkbart gennem 2027 ned mod de 2% igen, hvis ikke under 2% y/y i Q427.

Markedet forventer yderligere 0-1 renteforhøjelse fra ECB i 2026

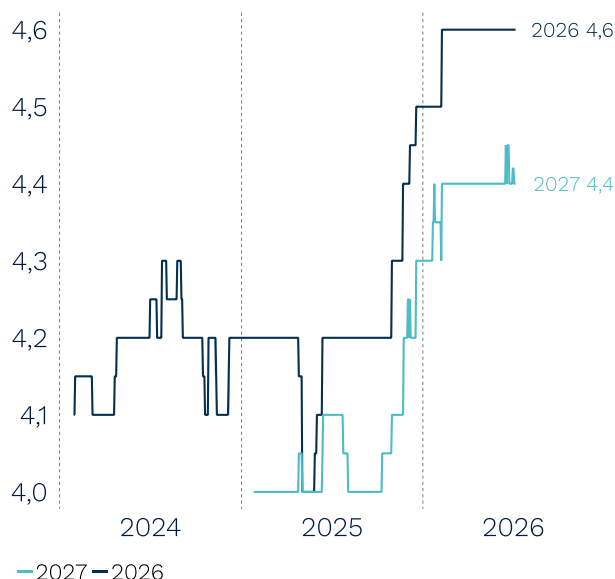


Kilde: Macrobond

Kina

Forventningerne til Kinas BNP-vækst har interessant nok ikke givet sig noget som helst hen over forårets stigning i oliepriserne. Kina er

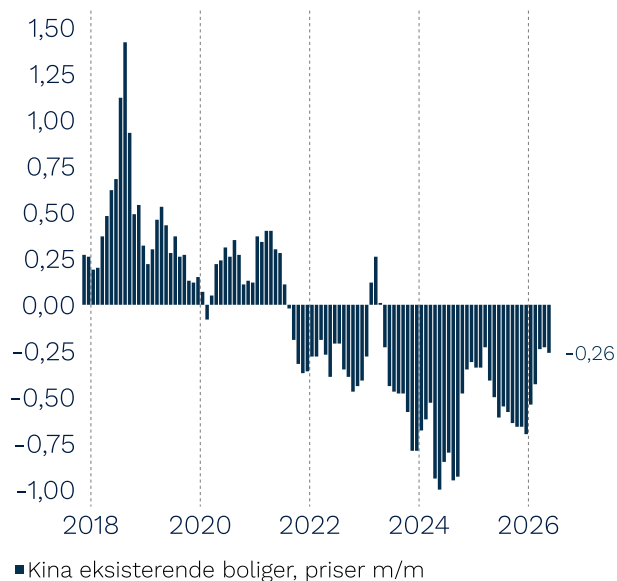
Kina: Konsensus BNP 4,6% for 2026



Kilde: Macrobond

en gigantisk forbruger af energi, også de fossile. Men økonomerne regner nok med at regeringens mål om vækst på 4,5-5% i 2026 vil blive realiseret på den ene eller anden måde. Om ikke andet så i de officielle statistikker (!).

Kinas boligmarked har fortsat problemer, priserne falder



Kilde: Macrobond

Todelt fremgang i kinesisk økonomi

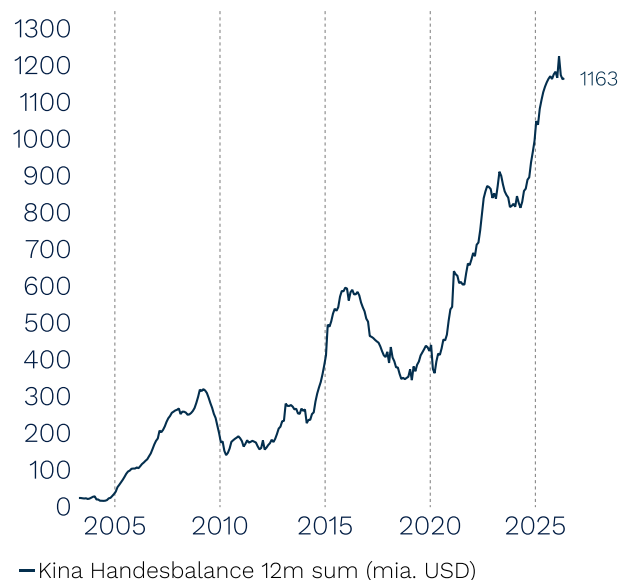


Kilde: Macrobond

Det kan noteres, at bunden er slået helt ud af den kinesiske detailhandel. Det dækker salget af fysiske varer til private men også offentlige institutioner og større offentlige virksomheder. Realvæksten i privatforbruget af varer og services ligger nok i niveauet 2,5-4% i de seneste kvartaler. Det er ikke imponerende og langt under de sidste 10-20 års gennemsnitlige vækst. Så der er et pres på den front. Boligpriserne falder stadig, og aktiemarkedet har ikke været superstærkt. Renterne på indskud i obligationsmarkedet er også kommet

en del ned. Det hele lægger et ekstra pres på 'familien Wang', der bare sparer mere op. Det presser væksten i privatforbruget.

Kinas handelsoverskud er banket op

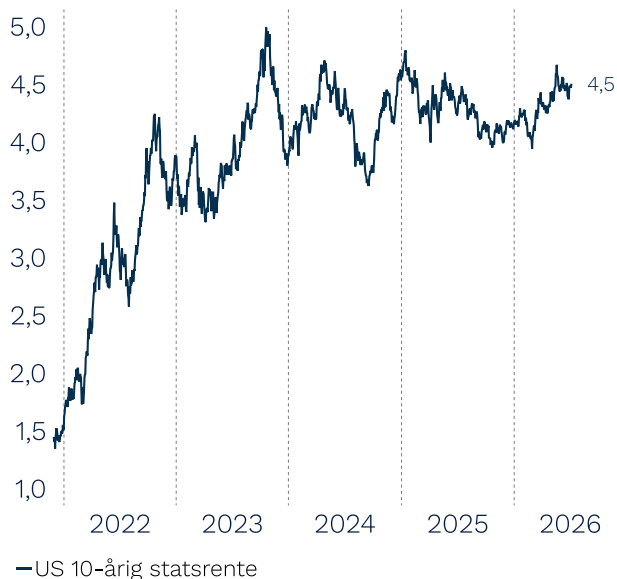


Kilde: Macrobond

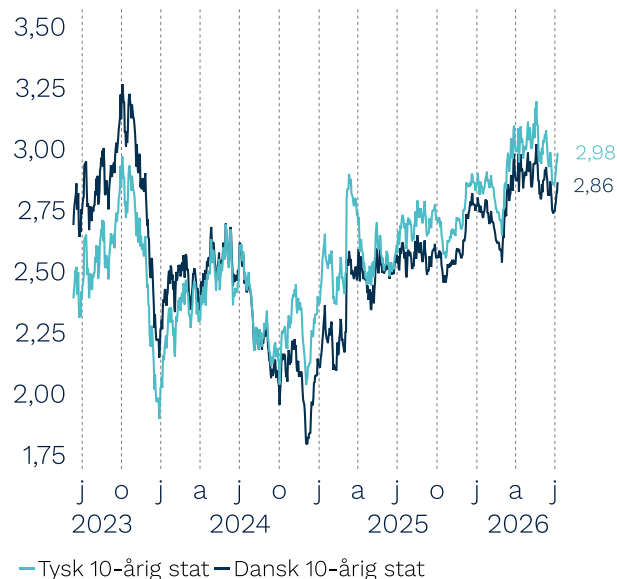
Industriproduktionen er vel at mærke stadig pænt voksende med senest 4,5% y/y. Kina er verdens fabrik - og meget af det bliver blæst ud på de globale eksportmarkeder. Kinas samlede handelsoverskud bare stiger og stiger.

Obligationsmarkedet

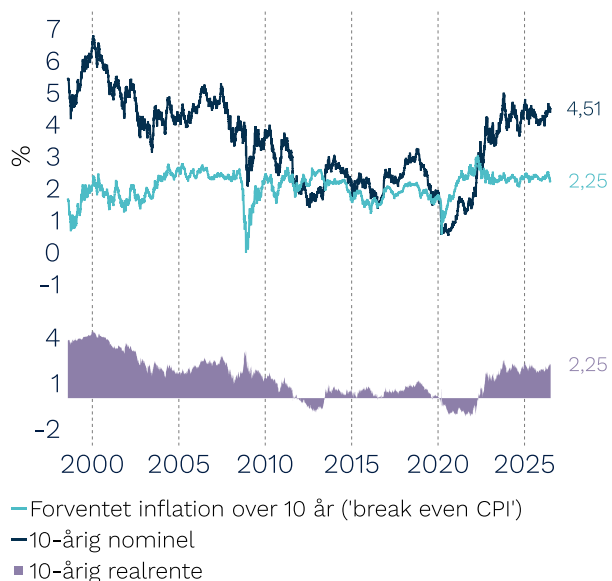
Den 10-årige amerikanske statsrente ligger senest på 4,50% og er dermed næsten uændret over den seneste måned. Renten ligger også stort set på niveauet for et år siden. Selvom det har været ned (bund på 3,93%) og op igen (top på 4,67%), er der faktisk ikke sket det helt store med niveauet. Det er ikke så skidt endda. Slet ikke i betragtning af den store statsgæld, der har skabt frygt for et sammenbrud i verdens største obligationsmarked. Vi har ikke troet på kraftige rentestigninger og lægger mere vægt på inflationsperspektiverne end på gældens størrelse. Når alt kommer til alt, er USA som nation ikke mere gældsæt end Danmark. Vi har meget mindre statsgæld ift. BNP herhjemme; men vi har meget mere privat gæld. Med andre ord har USA's private sektor mere plads på balancen til også at investere i amerikanske statsobligationer.

USA: 10-årig rente på 4,50%

Kilde: Macrobond

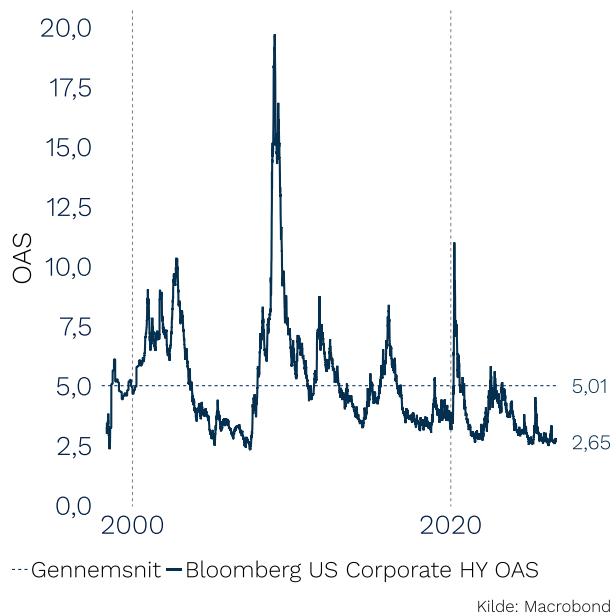
10-årig tysk rente på 2,98%

Kilde: Macrobond

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

Kilde: Macrobond

De europæiske obligationsrenter har ikke bevæget sig meget over den seneste måned. Den tyske 10-årige rente ligger på 2,98% og den danske på 2,87%. Renten i Danmark var lige oppe og vende 3% tilbage i maj, så vi ligger lidt lavere. Det samme gælder Tyskland. Vores fair value for den 10-årige tyske statsobligation ligger i intervallet 2,75-3,25%. Renten ligger stort set i midten her og nu.

US high yield rentespænd til stat

Kilde: Macrobond

Kreditspændene ligger fortsat på lave niveauer til statsobligationer i USA og Europa. Det er et klart tegn på tillid og lav bekymring ift. de fremadrettede konkursrater. Vi forventer fortsat, at kreditobligationer vil levere et højere afkast end statsobligationer i 2026.

Aktiemarkedet

Aktiemarkedet fortsætter med at levere imponerende gode afkast globalt set. Afkastet er løftet 3-4% point over den seneste måned og er senest oppe på 15,4% målt i DKK. Det er

en ny rekord for året. Det handler i den grad om en bedre end ventet udvikling i indtjeningen og dermed også stigende forventninger til indtjeningsvæksten forude. Den forventede indtjeningsvækst for MSCI AC World i 2026 er senest oppe på 26% (Bloomberg data), efterfulgt af 16% i 2027. USA udgør næsten 70% af det globale aktiemarked. Her er forventningerne en stigning i S&P500 EPS på 25% i 2026 og 16% i 2027. EM ligger utrolig stærkt med forventet EPS-vækst helt oppe på 56% i år og 23% i 2027. Europæiske Stoxx600 ligger på mere moderate 14% i 2026 og 9% i 2027.

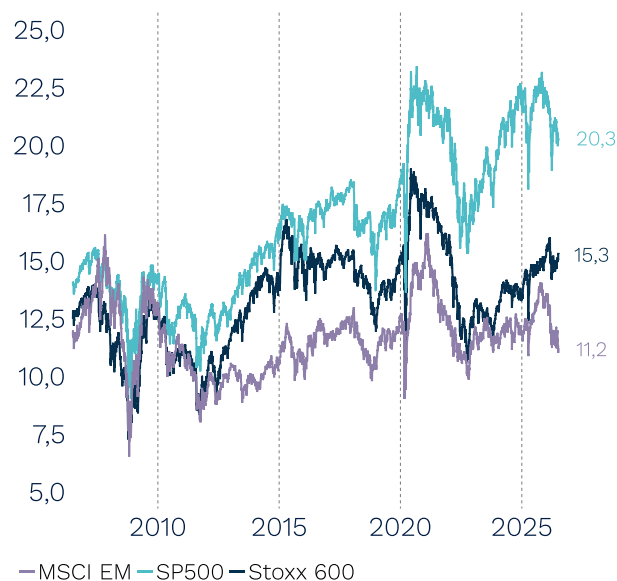
Afkast på globale aktier i DKK



Kilde: Macrobond

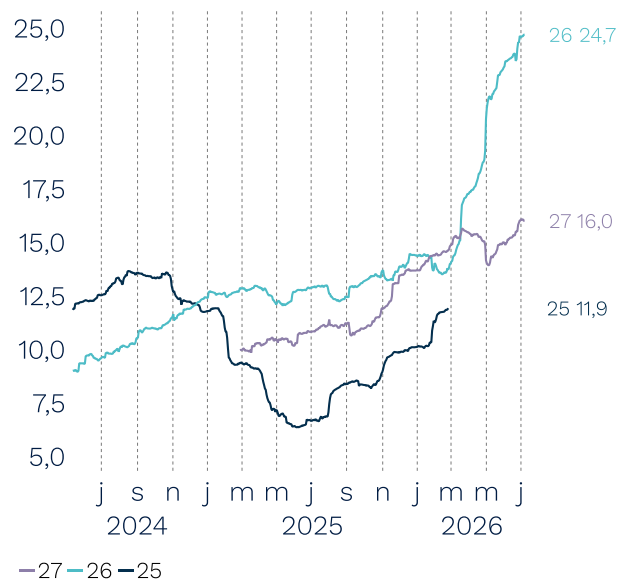
I USA og EM handler det i høj grad om en markant stigning i mange højteknologiske virksomheders indtjening. S&P500 IT-sektoren ventes at se en stigning på 66% i EPS i 2026. Og 31% i 2027. Det er massivt. I perioden 2019-25 var EPS-væksten ca. 14% p.a. Væksten i hele AI-økosystemet er en afgørende kilde til dette. Det handler om det massive AI-infrastruktur-boom. Hyperscalere som Microsoft, Meta, Google og Amazon investerer hundredvis af milliarder i data centre og GPU'er, hvilket giver eksplosiv efterspørgsel efter bl.a. halvledere. Ifølge nogle analyser repræsenterer stigningen i halvlederproducenternes indtjening over 1/3 af den samlede vækst i S&P500 EPS i 2026.

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



Kilde: Macrobond

S&P500 EPS-vækst estimer

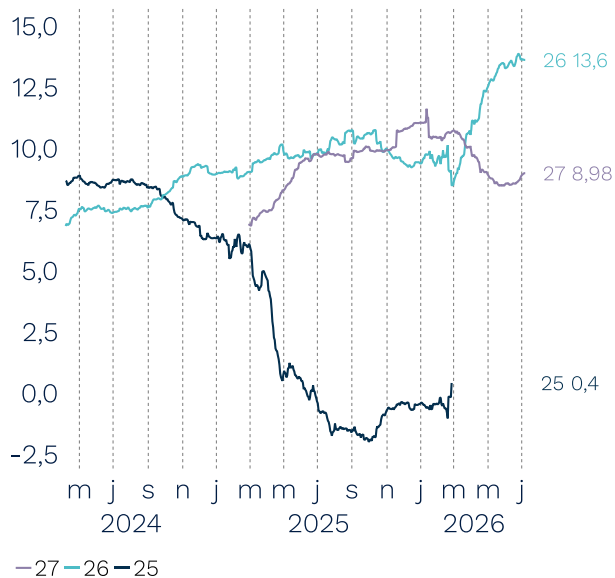


Kilde: Macrobond

Det skal blive virkelig spændende at følge udviklingen på det globale aktiemarked i resten af 2026. Afkastet er som nævnt oppe over 15% i skrivende stund. Det er mere end vores primo 2026 forventning om 5-10%. Det er også mere end de ca. 9% pro anno, vi har set over de sidste 20 år. Vi kommer givetvis til at se nye korrektioner gennem H2, måske på 5-10%. Der kommer som regel et eller andet ind fra sidelinjen, der midlertidigt rammer markedet.

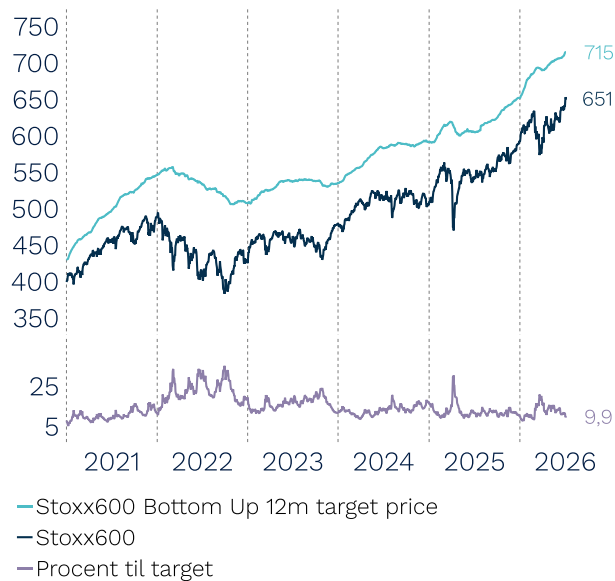
Men de mere fundamentale kræfter tyder på, at vi meget vel kan komme gennem 2026 med et globalt aktieafkast på den gode side af 15%, måske op mod de 20%.

Stoxx600 EPS-vækst estimer



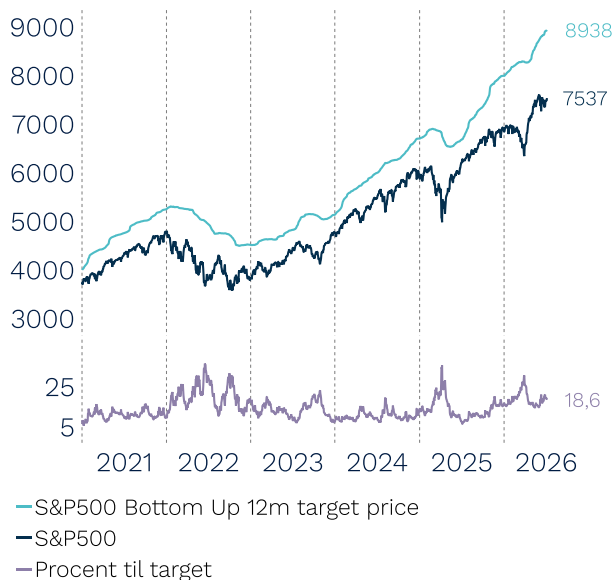
Kilde: Macrobond

Stoxx600 kurstarget 12m (bottom up)



Kilde: Macrobond

S&P500 kurstarget 12m (bottom up)



Kilde: Macrobond

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.