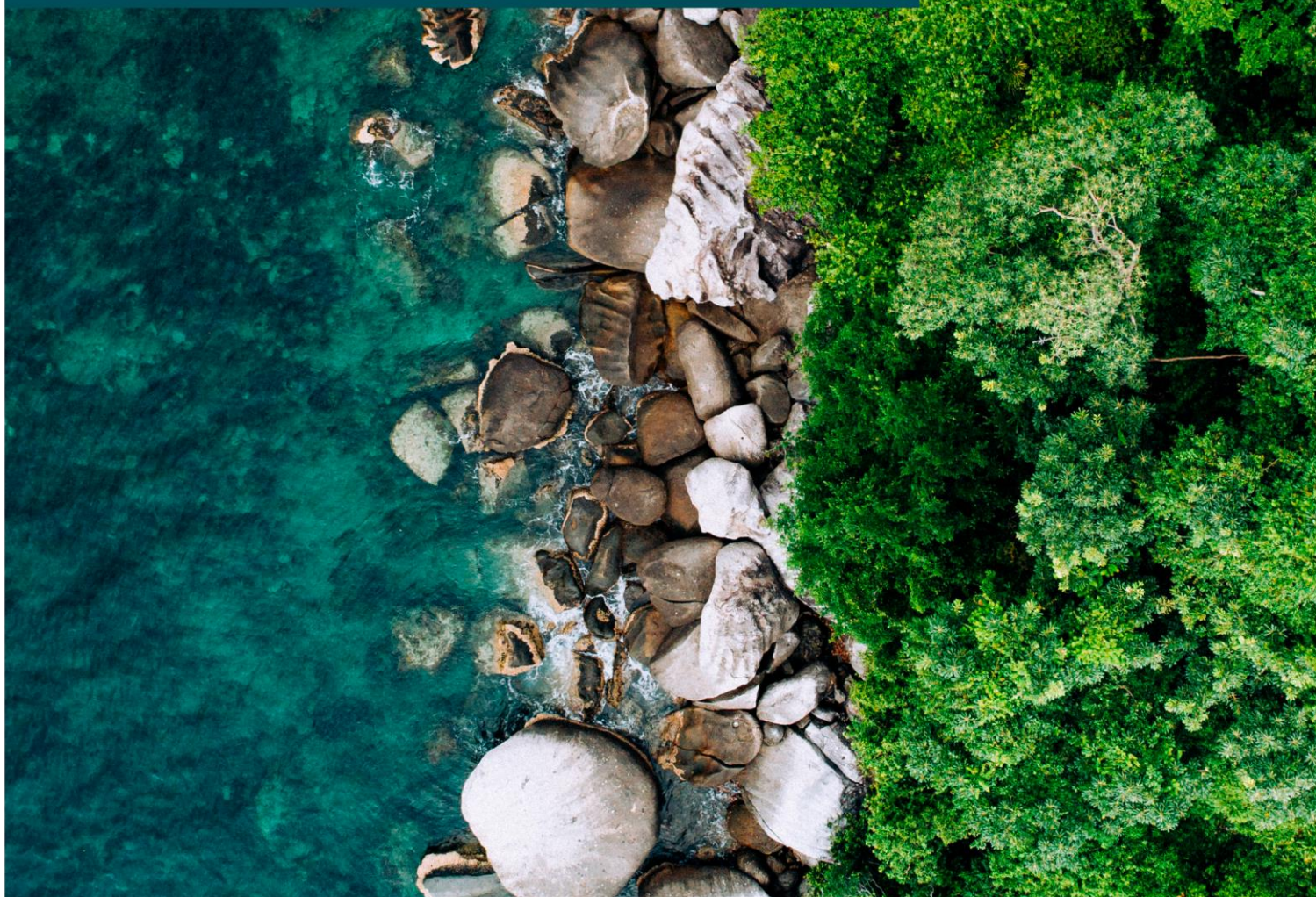


BI Markedssyn

12. december 2024

BANK INVEST

Handler
med omtanke



Indhold

Indledning.....	2
Allokering.....	3
Makro og markederne	5

Indledning

Den bullish stemning forsætter. Aktier er på rekordniveauer. Kreditspænd er på dekadlave niveauer. Samtidigt med dette har vi set et mærkbart fald i lange renter. Samlet har 2024 vist sig som et ekstraordinært godt år for balancerede porteføljer.

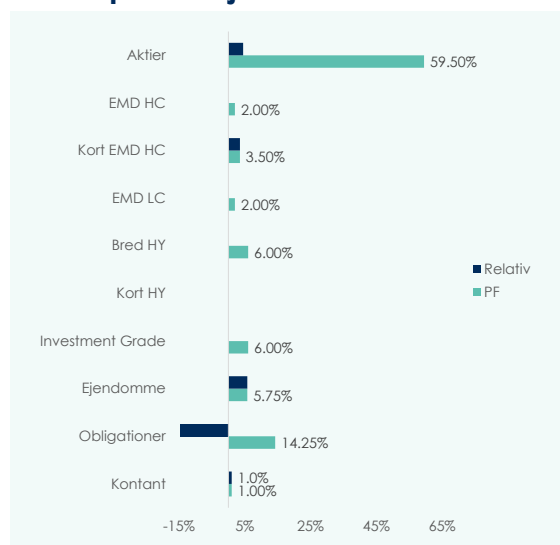
Vi er, ærlig talt, urolige for om aktier er kørt for langt. Om det er holdbart at vi handler på de nuværende meget høje multipler. Om at markedet er følsomt for negative nyheder. Dette er en uro som mange nok deler i øjeblikket.

Selvom vi er urolige, forbliver vi overvægtede aktier generelt og cykliske aktier isærdeleshed. Vi gør dette da vi har svært ved at pege på fundamentale ting som i øjeblikket ikke bedres, og som dermed understøtter aktier. Vi kommer uundgåeligt til at se et tilbagefald i aktier over de kommende par måneder. Men at forsøge at "time" dette er i vores øjne omsonst. Vi er i et bull-marked, et stærkt et af slagsen endda, og derfor vælger vi altså at forblive overvægtet.

Allokering

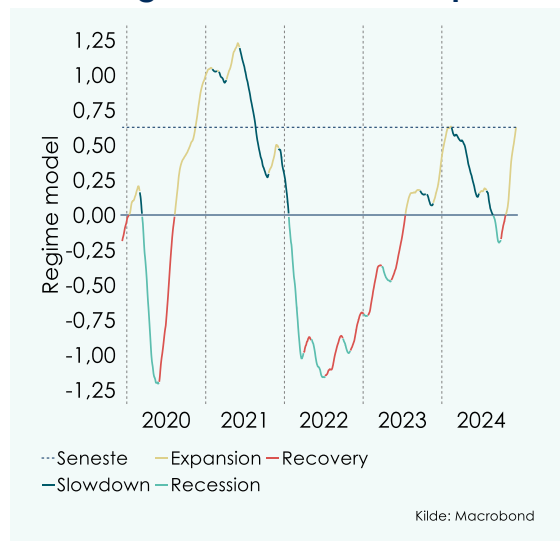
Allokeringen i porteføljerne er fastholdt. Vi er overvægtede aktier. Vi er overvægtede cykliske aktier. Vi har endnu ikke fået noget signal til at ændre vores allokering.

Relativ og absolut allokering af modelporteføljen



Ser vi på vores regimemodell indikerer den at vi er i en Expansion.

Vores regimeindikator er i Expansion



Et marked som priser positiv, og stigende, vækst ind. Dette er ikke kontroversielt. Vi ser i øjeblikket at økonomerne også reviderer op deres vækstestimer for den amerikanske økonomi.

Økonomerne reviderer nu op deres vækstestimer for 2025



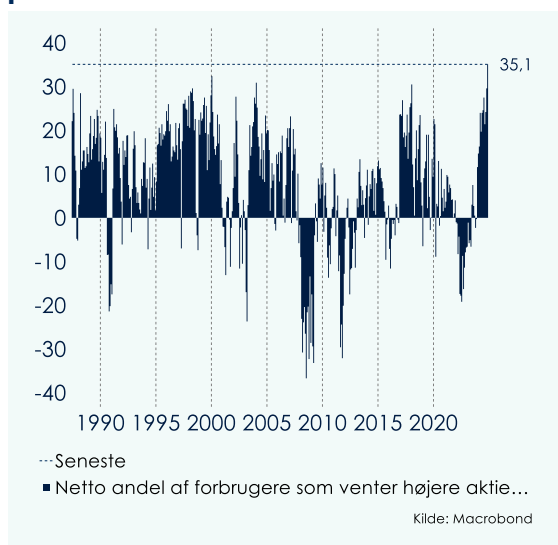
Har vi, og vores model, ret så vil denne bevægelse fortsætte. Vi vil se at vækstforventningerne vil øges. Man kan altid diskutere prisfastsættelsen af aktiemarkedet. Om det er for dyrt eller ej. Men historisk har stigende vækstforventninger været med til at løfte risikovilligheden i markedet. Det samme forventer vi vil gøre sig gældende fremadrettet.

Det som bekymrer os mest i øjeblikket, er derfor ikke væksten gående ind i 2025. Det er ej heller prisfastsættelsen af aktier. Det som vi tænker mest over er positionering og sentiment ude i markedet. For det vi ser i øjeblikket, er at de sidste bearish investorer bliver presset ind i aktier. Vi ser det hos de institutionelle investorer, de private investorer, og de finansielle rådgivere.

Det mest ekstreme eksempel på dette er Consumer Confidence. Et spørgsmål i

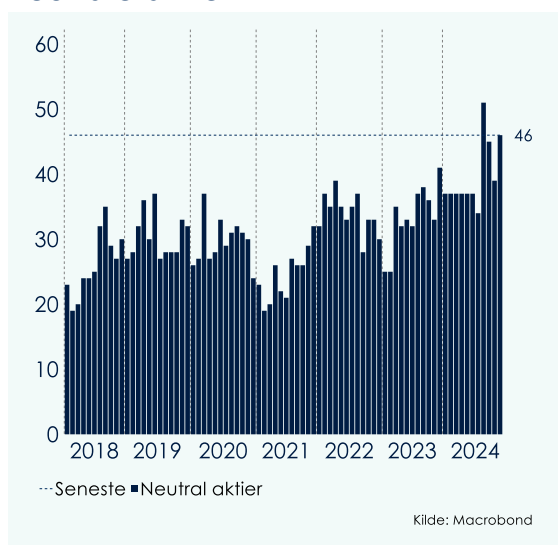
denne går på om forbrugeren forventer stigende aktiekurser over det kommende år. Den andel er nu på det højeste niveau siden 80'erne!

Forbrugeren er historisk optimistisk på aktier



Billedet er ikke helt så ekstremt når man ser på de finansielle investorer. Men alligevel er det klart at vi har set en pro-risk rotation over de sidste par måneder.

Vi ser en meget høj andel af institutionelle investorer som er neutrale aktier



Denne høje risikovillighed i markedet, gør det for os mere sandsynligt at vi kommer til at se nogle sentiment drevne korrektioner over 2025. De vil dog være stort set umulige at time. Og derfor ønsker vi ikke allerede nu at allokere ned i risiko til dem. Dette ville løbe faren for at man stempler ud for tidligt at det nuværende kraftige rally i aktier.

Når dette er sagt bliver vores næste allokeringsbeslutning at gå ned i risiko. Ikke at sælge aktier, men intra-aktier at gå ned i beta. Dette vil ske ved at vi går fra Expansion til Slowdown aktier. Vi er der dog ikke nu. Vi har i lang tid fastholdt at 2024/2025 minder meget om perioden 2020/2021. Holder denne tese stik, er det rundt februar måned vi vil gå i gang med at reducere vores aktiebeta. Dette er dog et estimat som er behæftet med betydelig usikkerhed.

Samlet set fastholder vi altså allokeringen. Det er et vildt bull-marked vi er inde i. Vores overordnede budskab er at man skal passe på med at sælge ens vindere for tidligt.

Makro og markederne

USA: Vores base case for 2025 er BNP-vækst omkring 2,5%. Trumps økonomiske politik vil blive gennemført under hensyntagen til inflation og renter. Forvent kerneinflation omkring 2,5%. Bekymringer om en statsgældskrise er meget overdrevne.

Eurozonen: Europa kæmper for at få BNP-væksten op over 1%. Vi regner med en 'trade war light' mellem USA og EU og ser væksten på +/- 1% i 2025. Vi forventer faldende inflation ned mod 2% i slut 2025. *Våbenhvile i Ukraine i 2025 kan blive en positiv gamechanger for Europa.*

Kina: Kører med 4-5% vækst, hvilket er moderat' efter historisk standard, men det er Kinas 'New Normal'. Kina-USA vil sandsynligvis have i en ny omfattende handelskrig. Men Kina kompenserer allerede nu ved at udrulle mere ekspansive politikker. Det vil holde væksten over 4%. Inflationen er nær 0%, men vi regner ikke med deflation.

FED: Potentialet for rentesænkninger i 2025 er reduceret med Trumps sejr og den republikanske 'clean sweep'. Vi regner med at se Fed Funds i 3,50-4% niveauet i 2025.

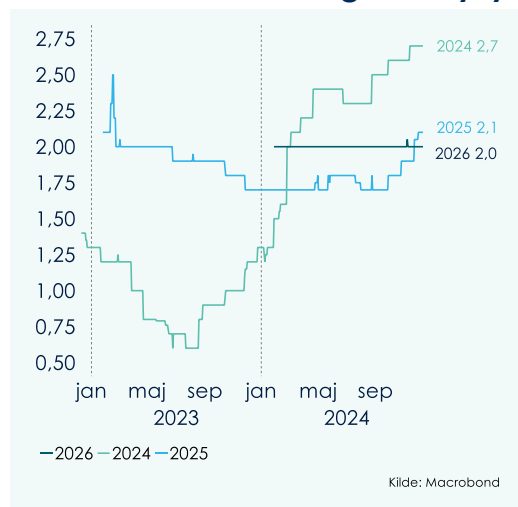
ECB: Rentesænkningerne er i gang. Korte rente kommer ned på 2% i 2025 med nedsiderisiko.

Obligationer: Vi ser 'Fair Value' på den 10-årige rente i USA i niveauet 4-5%. Fair Value på den 10-årige tyske rente ligger på 2-3%. Større budgetunderskud i Tyskland kan blive en gamechanger for markedet.

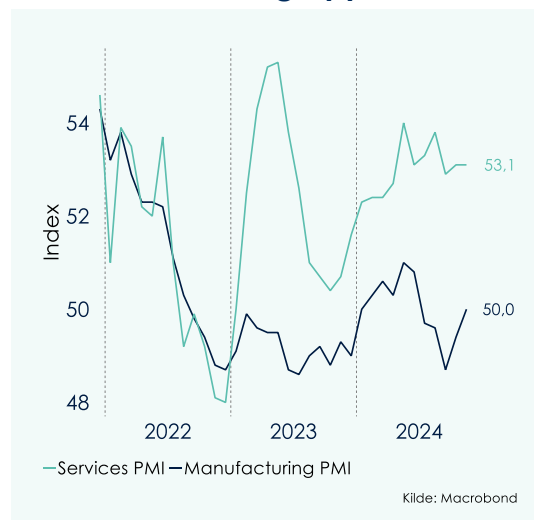
Aktier: Aktiemarkedet globalt vil stige i 2025 på positiv indtjeningsvækst. Non-US aktier er særdeles billige ift. USA. Outperformance af non-US aktier kræver katalysatorer, der ikke er helt oplagte her og nu.

Vores globale vækstoptimisme er intakt. Verden kommer ud af 2024 med en real BNP-vækstrate på den gode side af 3%. Ikke langt fra gennemsnittet på 3,4% siden 1980.

Forventet BNP-vækst globalt y/y%



Globale PMI's: Løft i industrien, services holder sig oppe



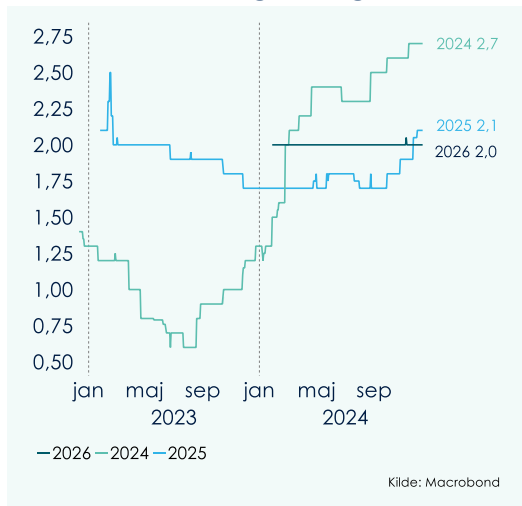
De private økonomers konsensus ligger på 3,1% for 2025 og 2026. IMF ligger på 3,2%. Med et USA, der træder på den finanspolitiske speeder, og et Kina, der både presser på penge- og finanspolitikken, er disse estimater ikke for høje i vores optik. Vi bliver ikke overraskede, hvis prognoserne kører op i 2025, drevet af opjusterede vækstestimer på særligt USA.

USA

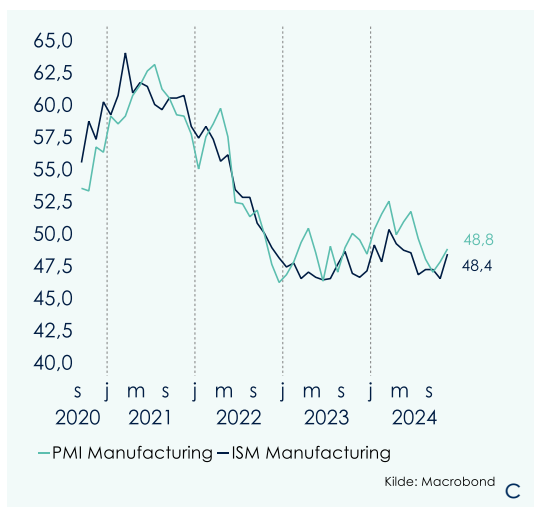
'Recessionisterne' er kørt helt over ift. væksten i verdens største økonomi. 'Ulven kommer' er der blevet råbt op længe. Alt

imens er estimerterne for 2024 blæst op. Prognoserne for 2025 er også stigende til senest 2,1%. Vi forventer, at estimerterne kører yderligere op mod 2,5% for 2025, måske højere. Vi regner med, at væksthæmmende skattesænkninger, dereguleringer og en bredere optimisme/animal spirit vil dominere de mere vækstdæmpende højere importafgifter. Regningen bliver en vis forværring af de offentlige finanser.

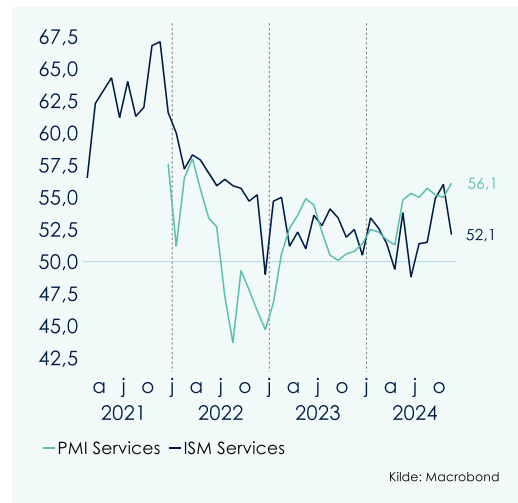
Forventet BNP-vækst i USA er justeret opad for 2024 og nu også 2025



Industrien er presset men ISM og PMI har senest vist et lille løft



Servicesektoren i USA performer



Men med Scott Bessent som potentiel finansminister, og Howard Lutnick som erhvervsminister, vil der være grænser for budgetunderskuddet. Det er Wall Street veteraner, der udmærket kender til statsrentekurver, boliglånsrenter og kreditvaluta- og aktiemarkederne i detaljer. Trumps nominering af disse herrer er et klart signal om prioritering af en grad af ansvarlighed og omtanke i tilrettelæggelsen af den økonomiske politik. Vi har selvfølgelig fokus på, hvad Trump siger – og her er der meget drama. Men vi lægger endnu mere mærke til, hvad Trump gør! Vi skal også lige

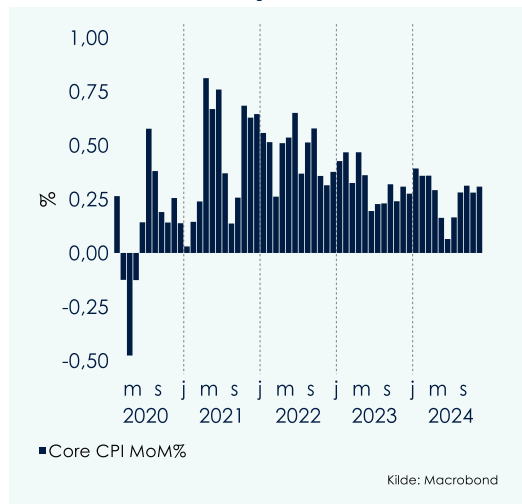
Faldende væksts i beskæftigelsen er stabiliseret, forvent fremgang i 2025



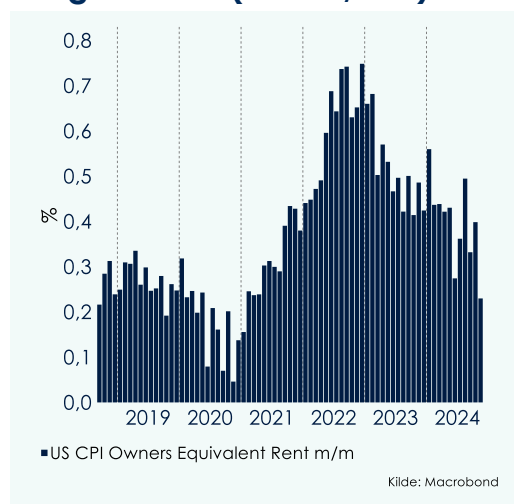
minde om, at der sidder en kongres, der skal udforme og godkende lovgivningen. Der er fortsat mange republikanske medlemmer, der har en indgroet konservatisme ift. finanspolitikken.

at FED er i et dilemma ift. at sætte renten ned. Inflationen er for høj, men samtidig har arbejdsmarkedet vist nogle svaghestegn. Den gode vinkel er, at der er nogle inflationstendenser, der trækker i den rigtige retning. Det gælder 'Owners Equivalent Rent', som vejer ca. 25% af CPI og 40% af core CPI. Denne komponent trender ned.

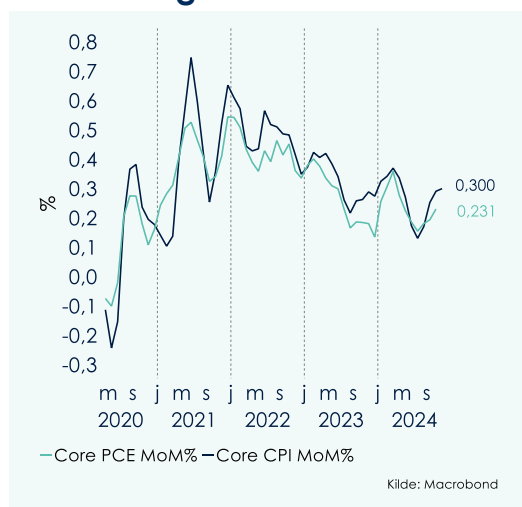
Core CPI viser nyt løft m/m



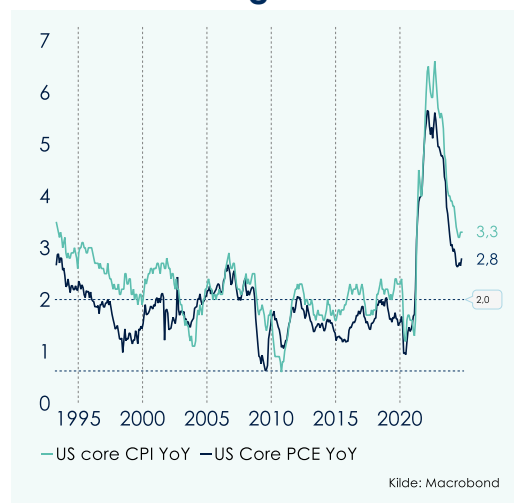
Mere afdæmpede prisstigninger på boligområdet (OER m/m)



Core CPI og PCE 3m annualiseret



Faldet i den årlige inflation er stoppet

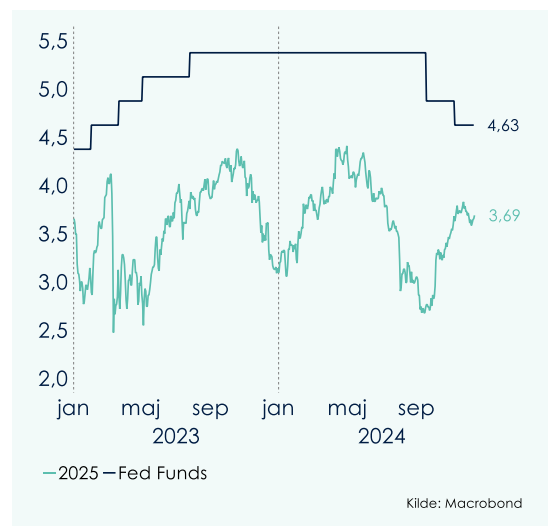


Core CPI har de sidste 4 måneder vist en stigning på ca. 0,3% m/m hver måned. Det er klart for højt ift. målsætningen om at komme ned på ca. 2%. Det kræver, at stigningen holder sig på 0,18% m/m over tid. FED's foretrukne mål, core PCE, viser en lidt mere afdæmpet stigning. Her ligger de sidste 3 måneders gennemsnitlige stigning nede på 0,23%. Men det ændrer ikke på,

Den republikanske 'clean sweep' ændrer scenariet i retning af et større inflationstryk end ellers. Vi tror ikke, at der bliver tale om markante ændringer i 2025. Vores base case er, at core PCE stiger 0,2% m/m

gennem 2025. Det svarer til ca. 2,5% annualiseret. Målt y/y vil core PCE falde ned på 2,4% i april og så sandsynligvis holde sig omkring 2,5% i resten af 2025.

FED sænker renten i 2025 - lidt



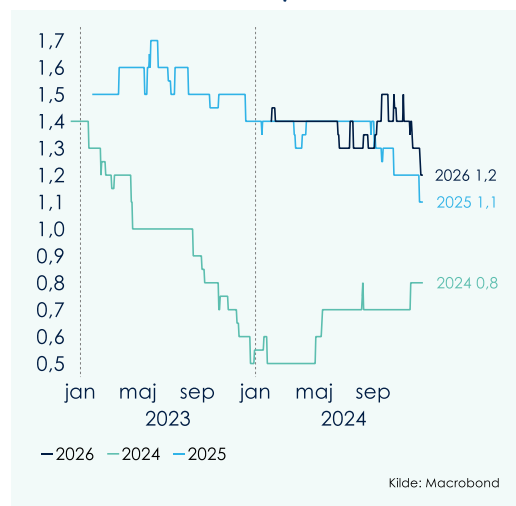
Vi sætter 75% sandsynlighed for, at FED sætter renten ned igen på næste møde 18. december. Vi er p.t. helt på linje med markedet ind i 2025, der peger på at den korte rente skal ned omkring 3,75%. Hvis vi får ret i, at scenariet hedder BNP-vækst omkring 2,5%, arbejdsløshed omkring det naturlige niveau (4,2%), core PCE omkring 2,5% - ja så er der ikke grund til de helt store pengepolitiske lempelser. Det peger også på, at USD har potentiale til at gå endnu stærkere i 2025.

Eurozonen

Eurozonen fortsætter med at vise en let økonomisk fremgang som helhed. BNP-væksten forventes at komme ud på magre 0,8% i 2024. Det er marginalt bedre end forventningerne i starten af året. Vi noterer os, at økonomernes konsensus for 2025 er faldet fra 1,4% til nu bare 1,1%. Der er en bekymring for, at højere told på eksport til USA under Trump vil presse væksten. Det er en reel risiko, for eurozonens eller EU's samlede handelsoverskud mod USA er

betydeligt. Ingen ved, hvor hårdt Trump & Co. vil sætte ind med tariffen mod EU-landene. Vi tror, at USA vil spille hårdt ud, men at der vil være en vis grad af kompromis-politik over det hele. Vi regner selv med BNP-vækst omkring 1% i 2025 men er mere positive ind i 2026 og frem. Overordnet set er der sat gang i en ny positiv agenda på tværs af EU, der handler om at styrke økonomien, strategisk vigtige erhvervssektorer og forsvaret. Mere specifikt er der god sandsynlighed for 1) en våbenhvile i Ukraine, der kan sætte gang i en genopbygning af landet med en boost-effekt til dele af erhvervslivet i EU, 2) en mere ekspansiv finanspolitisk kurs i Tyskland og 3) moderate oliepriser og et nyt fald i priserne på elektricitet og naturgas. Dertil kommer en væsentlig reduktion i de korte renter gennem 2025.

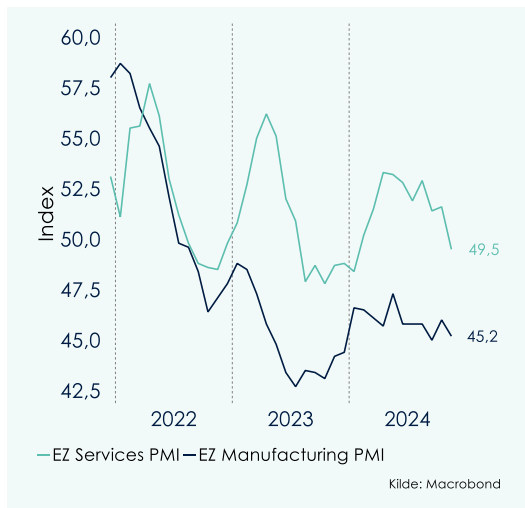
Euro BNP-vækst: Konsensus for 2025 er faldet til bare 1,1%



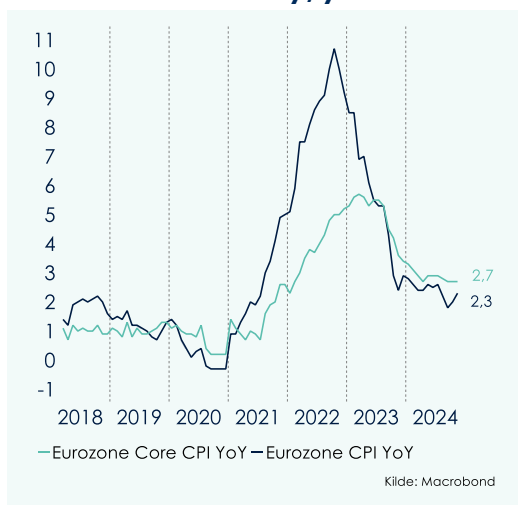
På inflationsfronten er core CPI fladet ud omkring 2,7% y/y. Den rigtig gode nyhed er, at det handler om basisårseffekter. Vores estimer peger på, at core CPI de sidste 3 måneder er steget gennemsnitligt 0,2% m/m sæsonjusteret. Det er ned fra ca. 0,3% i sommers. Givet den lave vækst i eurozonen er der al grund til at forvente, at den moderate stigningstakt i core CPI vil

fortsætte i 2025. Vi regner med, at core CPI vil falde ned til ca. 2,25% y/y til sommer og 2% y/y ultimo 2025.

Service PMI i eurozonen er nu også faldet under 50

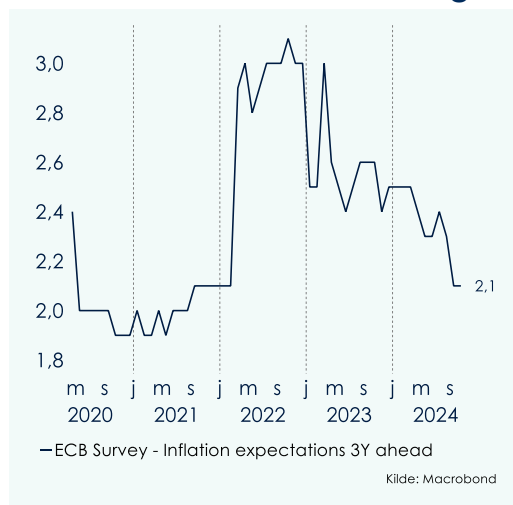


Eurozone inflation y/y%



Vi noterer os, at inflationsforventningerne, målt af ECB, er nede på 2,1%. Der er god grund til at forvente, at den korte rente vil falde ned til 1,75-2% i 2025. Markedet priser ca. 1,7% pr. ultimo 2025. Det synes vi er 'fully priced'.

Eurozone inflationsforventninger



ECB på vej mod 2% i 2025



Kina

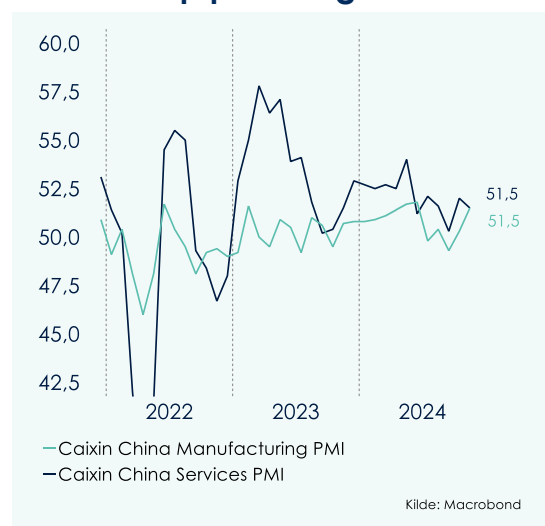
Udsigterne for Kinas økonomi i 2025 er blevet lidt mere positive givet de seneste tiltag og udmeldinger fra toppen af magtapparatet. Det er meget tydeligt, at Xi & Co. ikke vil lade væksten synke for meget ned og lægge pres på husholdningerne og svække tilliden til hele den kinesiske model. Vi så tilbage i september nogle ret store pengepolitiske geværgreb. Her i december har politbureauet været samlet, og signalerne peger nu også i mere ekspansiv finanspolitisk retning. Strukturelt er Kina på vej ned i vækstgear og vil sikkert falde til et

vestligt niveau over de kommende 10-15 år. Det handler om demografi og mindre vækst i produktiviteten. Men i de kommende par år ser det ud til, at myndighederne vil forsøge at holde en stabil vækstrate i 4-5% niveauet. Det tror vi godt kan lade sig gøre. Det er ret oplagt, at den eksisterende handelskrig mellem USA og Kina vil blive forstærket i et vist omfang under Trump.

Kinas BNP-vækst omkring 4-5%



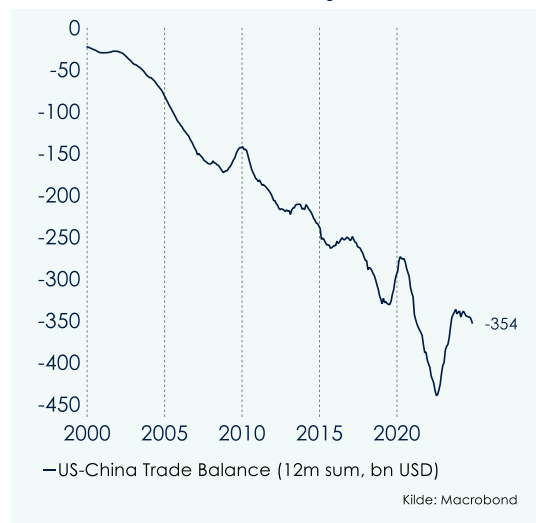
Kinas PMI for den private sektor tigger lidt op på særligt services



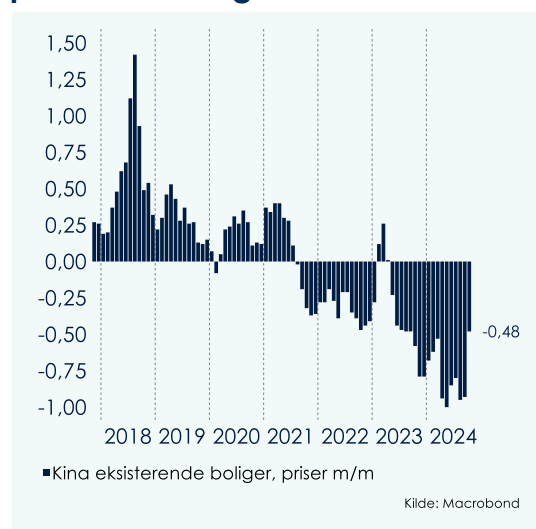
Men vi tror ikke, at det vil presse Kinas økonomi alt for meget. Bemærk at USA i dag kun udgør ca. 15% af Kinas samlede

eksport. Niveauet var oppe omkring 25% i starten af nullerne.

USA's store handelsunderskud mod Kina vil indebære nye toldsatser



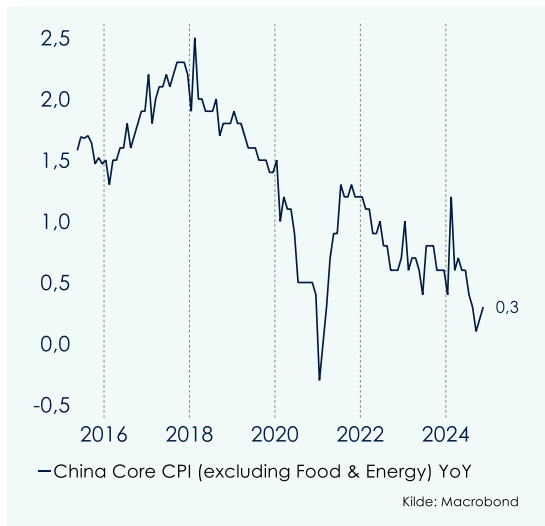
Boligpriserne falder stadig, men presset vil aftage i 2025



Kinas CPI ligger senest på 0,2% y/y, mens core CPI er på 0,3% y/y. Det er lavt, og Kina risikerer at ryge ned i en deflationsspiral. Myndighederne vil gå langt for at undgå dette. Økonomernes konsensus ligger til en stigning i CPI-indekset fra 0,4% i 2024 til 1,0% i 2025 og 1,5% i 2026. Det lyder realistisk. Et af virkemidlerne til at modgå deflation er selvfølgelig at stimulere væksten, herunder

privatforbruget, men også at lade CNY blive svagere mod USD i 2025.

Kinas kerneinflation nær 0%



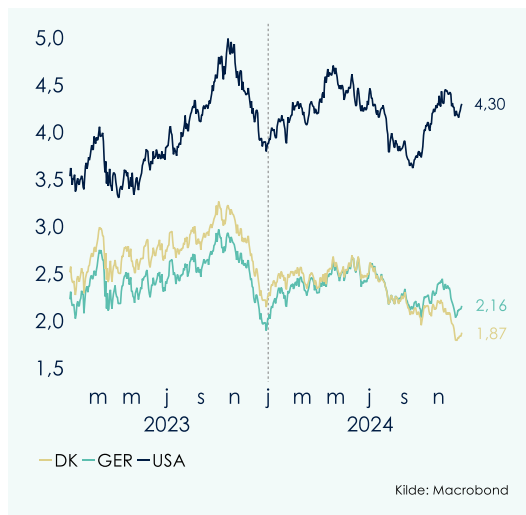
Obligationsrenterne

Obligationsrenterne i USA steg hen over valget af Trump og ligger senest på 4,3% på den 10-årige stat. Der er rigtig mange, der taler om nye rentestigninger forude på 'Trumponomics'. Vi er ikke så bekymrede for, at finanspolitikken stikker helt af i USA, og at det fører til et mærkbart opadgående pres på renterne.

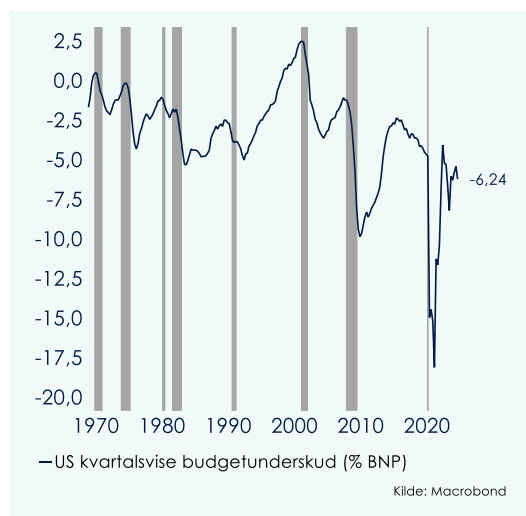
Vi er bevidste om, at det amerikanske budgetunderskud på ca. 6% af BNP er i 'gorilla-størrelsen'. Særligt når man tager højde for, at BNP-væksten p.t. ligger og ruller omkring 2,5%. Og selvfølgelig er der grænser for, hvor stort budgetunderskuddet i USA kan blive og gælden stige på længere sigt, uden at det får negative konsekvenser i form af væsentlige rentestigninger. Men der er langt igen, inden vi når dertil. Japan har en statsgæld ift. BNP, der er dobbelt så stor som den amerikanske; den 10-årige rente i Japan er på ca. 1%. Italien har en lidt større statsgæld end USA ift. BNP og en 10-årig rente 1% point under USA. USA har ingen problemer med at tiltrække investorer til en

stadig større mængde statsobligationer. USD er fortsat den dominerende valuta. Inflationsforventningerne, og dermed forventningerne til den korte rente, spiller en langt større rolle for renteniveauet. I USA peger inflationsforventningerne mod ca. 2,5%, mens den neutrale korte rente nok ligger omkring 2,5-3%. Med det udgangspunkt er et 10-årigt statsrenteniveau på 4,5% rimeligt. Det efterlader et forventet realrenteniveau på ca. 2% og en positiv hældning på rentekurven på 1,5-2,0%. Vi ser et interval i

10-årige statsrenter i US, GE, DK



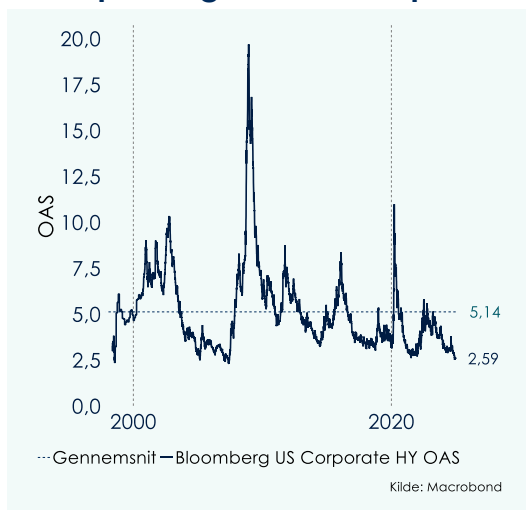
Underskuddet på statsbudgettet i USA er stort



i 2025 på 4-5%.

Ift. renteniveauet i Tyskland/eurozonen er vi meget spændte på at følge den finanspolitiske agenda ind i 2025. Valget i Tyskland 23. februar kan blive en gamechanger ift. at løse kravet om et meget lavt budgetunderskud. Vi ser ikke grund til at ændre på vores vurdering af 'Fair Value' på den 10-årige tyske rente. Den bør handle mellem 2-3%. På sigt skal ECB's korte rente ned i 1,5-2,0%. Det efterlader en vis positiv hældning på rentekurven.

US high yield rentespænd til stat er nede på meget lave 259bp



High yield markedet har haft et forrygende godt 2024 med rentefald og lavere kreditspænd til stat. Senest er det amerikanske generiske high yield spænd nede på 259bp. Potentialt for et endnu lavere spænd er yderst begrænset. Men med udsigt til pæn US BNP-vækst i 2025-26, og et nyt spring fremad i virksomhedernes indtjening, er perspektiverne for kreditkvaliteten ganske gode. Vi regner ikke med at se en væsentlig svækkelse af kreditmarkederne relativt til statsobligationer i USA og Europa gennem 2025. Men vi kan

godt se korrektioner i perioder, hvor kreditspændende øges midlertidigt.

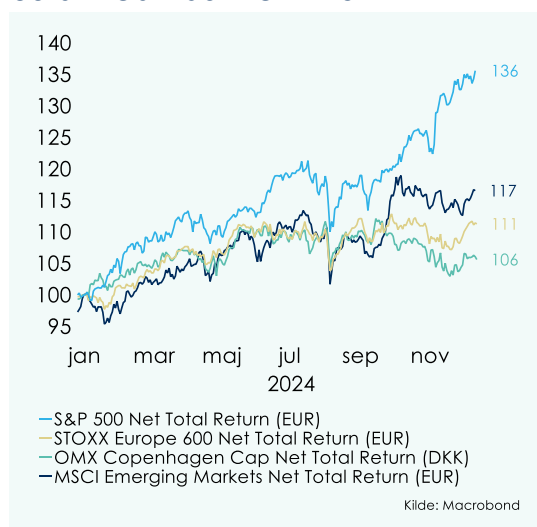
Aktiemarkederne

Afkastet på MSCI AC World i DKK er strøget yderligere op efter valget af Trump til hele 28% i DKK ÅTD. Det langsigtede afkast (siden 1987) ligger på godt 8% p.a. Det er USA, der fører an. Amerikanske S&P500 har leveret et afkast på 36% i DKK i 2024. Danske OMX Copenhagen Cap ligger på moderate 6%.

Afkast på MSCI AC World ÅTD er oppe på hele 24% i DKK

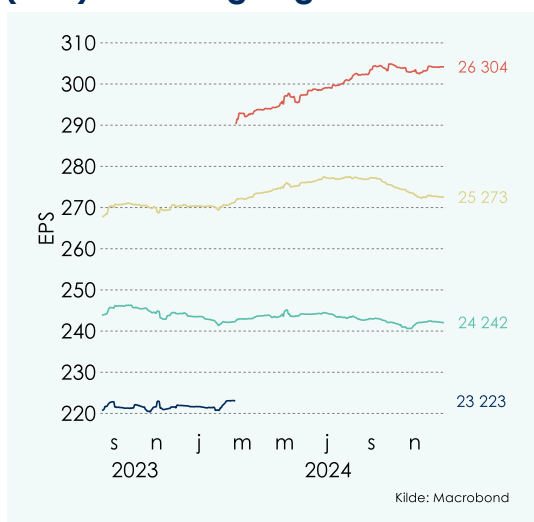


US aktieafkast helt i front

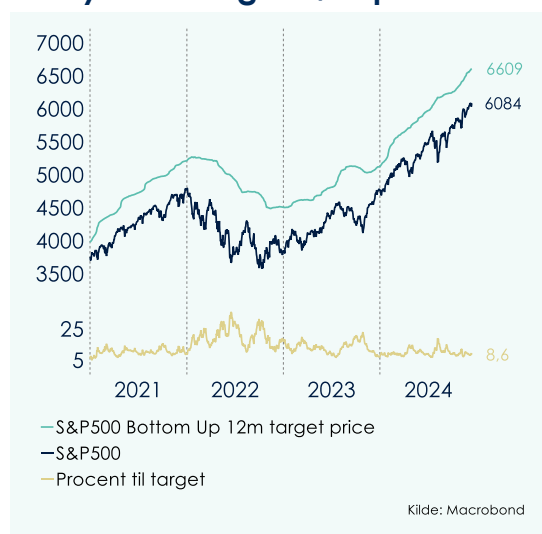


Udgangspunktet for 2025 er, at det amerikanske aktiemarked er temmelig dyrt. 12m forward P/E ligger på godt 22. Det langsigtede gennemsnit er nærmere 16. MEN den gode nyhed er, at der er udsigt til en klart positiv EPS-vækst på S&P500 i 2025. Vi regner selv med EPS-vækst på 10% i 2025 og 2026 med. Det efterlader EPS 2026 oppe på 293 USD (konsensus er 304 USD). Hvis markedet er parat til at betale P/E på 22 ultimo 2025 svarer det til et kursniveau på 6.446 (22*293). Det er 6% højere end aktuelt. Det er muligt, at markedet er parat til at sende P/E endnu højere op i et scenarie med økonomisk og teknologisk optimisme. Hvis P/E når det historiske højdepunkt på ca. 25, er der 20% upside fra nu. Hvis vi rammer en periode med betydelig risikoaversion i markedet og skal ned omkring P/E 16, ja så er der langt ned: -23%. Vi regner med et potentiale på 5-10% i afkast på S&P500 i 2025 og ca. det samme på MSCI AC World, målt i DKK. Den afgørende driver vil være EPS-vækst globalt på samme niveau, 5-10%.

S&P500 konsensus EPS forventninger (USD): Klare stigninger forude



S&P500 kurstarget 12m (bottom up): Analytikerne siger 9% Upside



Stoxx600 kurstarget 12m (bottom up): Analytikerne siger 14% Upside



Disclaimer

Materialet er produceret af BankInvest-koncernen (BankInvest) og skal anses som markedsføringsmateriale. Formålet med materialet er at give generel information og skal ikke betragtes som en investeringsanbefaling. Eventuel omtale af selskaber og værdipapirer skal alene ses i forhold til eventuelle afdelingers portefølje- og risikoprofiler. BankInvest påtager sig intet ansvar for nøjagtigheden af de angivne informationer, hvad enten de er leveret af BankInvest selv eller hentet fra offentligt tilgængelige kilder, som BankInvest vurderer pålidelige. BankInvest er ikke ansvarlig for dispositioner eller unkladelser foretaget på baggrund af informationerne. BankInvest anbefaler sagkyndig og professionel vejledning ved investeringsbeslutninger. Yderligere oplysninger om BankInvest findes på www.bankinvest.dk