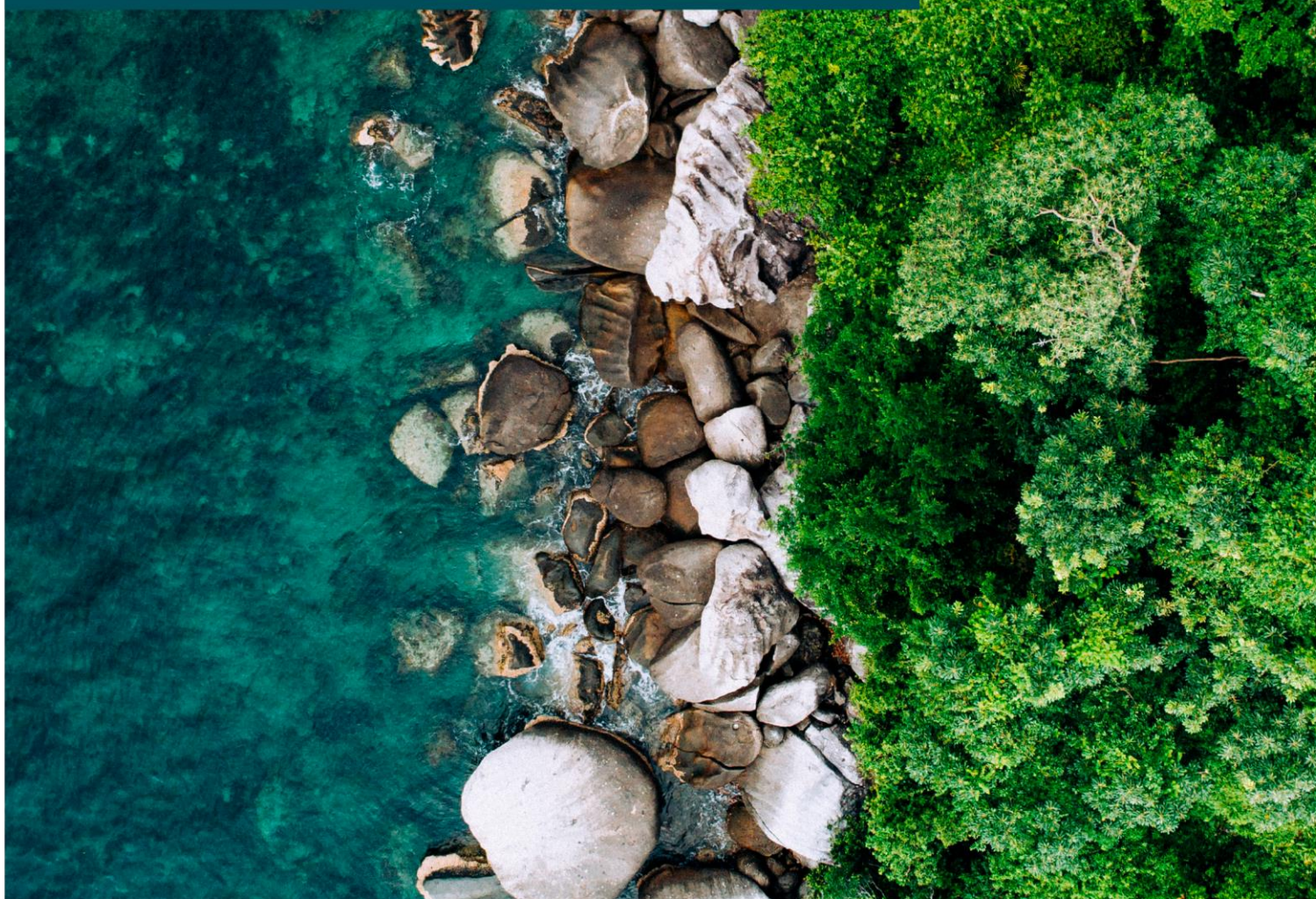


BI Markedssyn

13. februar 2025

BANK INVEST

Handler
med omtanke



Indhold

Indledning.....	2
Allokering.....	3
Makro og markederne	6

Indledning

Markederne forsætter med at handle som de gjorde over slutningen af 2024. De handler som de skal gøre, når vækstudsigterne bedres. Det har overrasket os. Vi forventede, at vi gik ind i en periode, hvor vækstestimerne, og markederne, skulle stabilisere sig.

Vi har taget konsekvens af det bedre end ventede makro og de signaler vi får fra markederne. Vi anbefaler derfor at gå tilbage til de ting der virkede i 2023 og 2024. Det er cykliske aktier, det er vækst aktier, og det er aktier der scorer lavt på kvalitet.

Der er grænser for hvor langt det kan gå. I 2023 og 2024 blev vækstestimerne revideret op med flere procentpoint. Det vil være urealistisk at se det samme for 2025. Så inden for 1 til 3 måneder forventer vi, at man skal gå tilbage til en sencyklisk allokering.

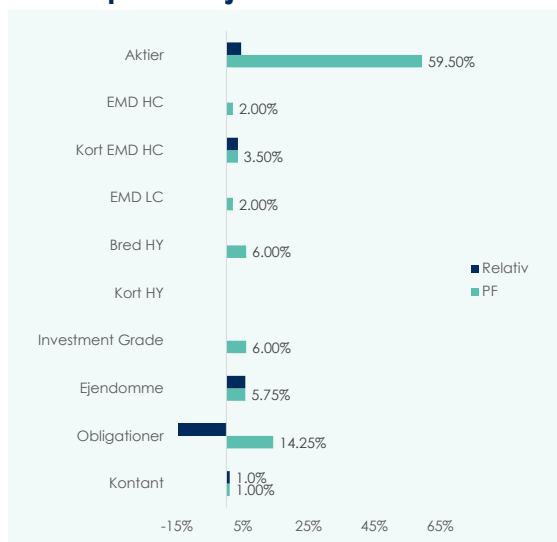
Det er meget taktisk. Og nok så taktisk som vi realistisk kan være. Det sker samtidigt med at den geopolitiske risiko er på meget høje niveauer. Men indtil videre synes markederne at se igennem dette. Når markederne og makro siger at en type af marked ligger foran os, ser vi i øjeblikket ikke nogen grund til at stå imod dette signal.

Så høj optimisme for 2025 generelt og for de næste par måneder i særdeleshed. Vi anbefaler klart at se igennem de negative nyheder og fokusere på hvad der faktisk bliver implementeret.

Allokering

Vi har ikke ændret noget på den overordnede allokering. Vi anbefaler stadig en høj allokering til risiko generelt og aktier i særdeleshed. Nedenstående figur viser modelporteføljen.

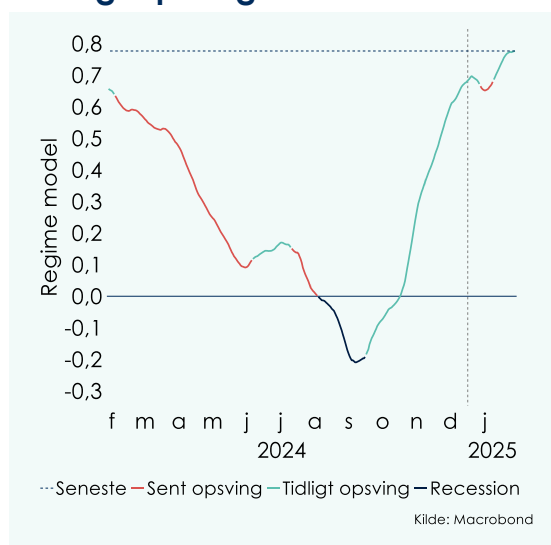
Relativ og absolut allokering af modelporteføljen



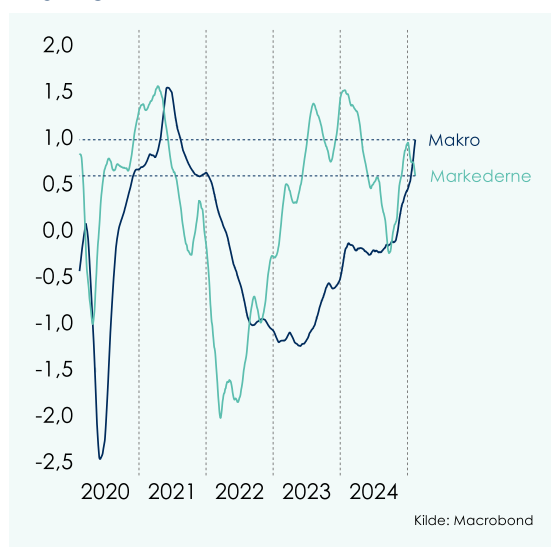
Ovenstående skjuler de bevægelser vi har lavet i porteføljerne over februar. For vi har atter taget vores allokering tilbage til hvordan den så ud i 2024. Det betyder ned i kvalitet, op i beta, og stadig en høj allokering til vækst aktier.

Forklaringen er, at vi har set en markant bedring i makro, siden vi sidst gik i sencykliske aktier. Vores regimemodel indikerer, at markederne atter handler som om væksten skal revideres op over de kommende par måneder.

Vores regimemodel er gået tilbage til tidligt opsving

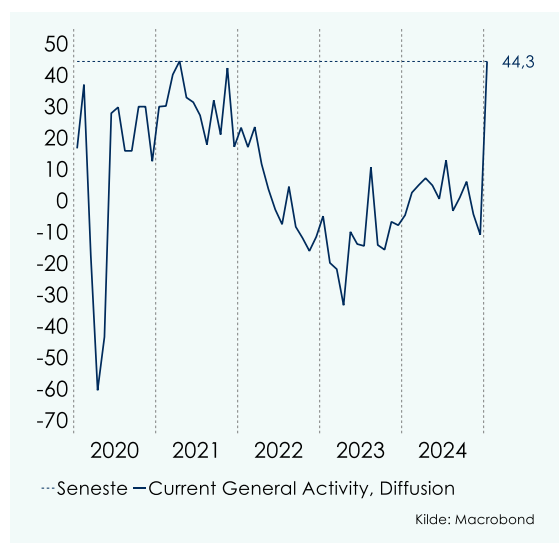


Som følge af en voldsom bedring i makro



Er det et troværdigt signal? Philadelphia FED og NFIB har bedres så meget, og så hurtigt, at det må forventes, at vi kommer til at se et tilbagefald over de kommende måneder.

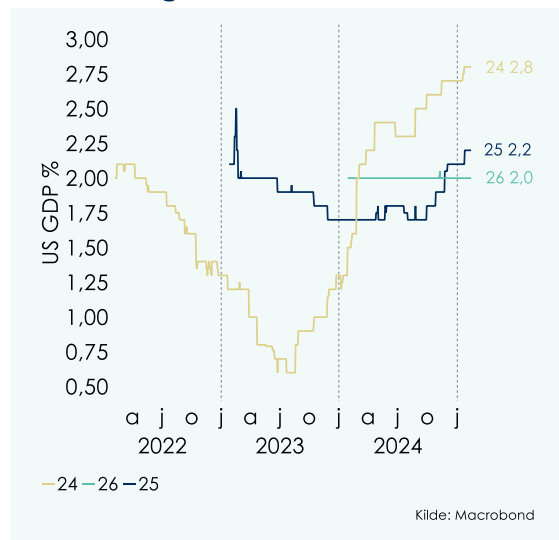
Bedringen i Philadelphia FED synes overdreven



Men samtidigt med dette har vi også set en mere troværdig vending i f.eks. ISM Manufacturing; mere om dette i vores Markeder og Makro afsnit.

Det synes i lyset af ovenstående ikke urealistisk for os, at vækstestimerne skal løftes yderligere fra nuværende niveauer.

BNP-estimer bør løftes yderligere for 2025 og 2026



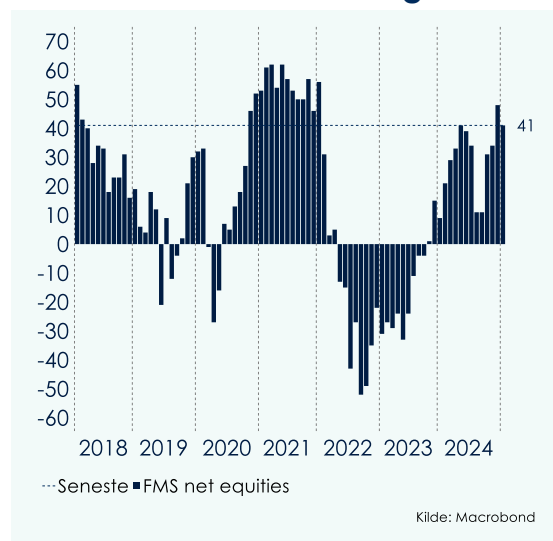
Det er værd at bemærke at IMF har en vækstforventning til 2025 for den amerikanske økonomi på 2,7%.

Vores pointe er, at vi godt kan se et løft i vækstforventningerne herfra til 2,7-3,0%. I den periode hvor dette sker, vil vi sandsynligvis se et marked der handler som det gjorde i 2023 og 2024. To år hvor vækstestimerne også blev revideret op. Og i et sådan scenarie er det blandt andet de cykliske aktier som skal klare det bedst.

Perioden med oprevideringen af vækstestimerne vil dog næsten per definition ikke være lang. Og når den er overstået, vil vi gå ind i et marked, hvor vækstestimerne bare skal "opnå". Dette vil være den rigtige start på det sencykliske scenarie vi stadig ser frem for os som vores basecase for 2025 som helhed.

Som en illustration på at vi er i den sidste del af et tidligt opsving, kan vi bemærke at aktieandelen hos de institutionelle investorer allerede er skruet markant op.

Institutionelle investorer har allerede løftet deres aktieallokering markant



Det kan ses som en illustration på at der ikke er plads til meget højere

vækstforventninger. Om end der dog er lidt vej tilbage for at vi når niveauerne fra 2021.

Det er svært ikke at forstille sig et stærkt 2025. For indtil videre ser det unægtelig ud som at væksten kommer ind godt. På et eller andet tidspunkt under året kommer fokus dog over på om vækstestimerne kan opnås. Og ikke bare forsat revideres op. Der er vi dog ikke helt endnu. Og derfor har vi atter skruet porteføljerne tilbage i en meget offensiv retning.

Makro og markederne

USA: Vores base case for 2025 er intakt: BNP-vækst omkring 2,5%. Dereguleringer og skattescænkninger trækker op, importafgifter trækker ned. Forvent kerneinflation (core PCE) omkring 2,5% mod udgangen af året.

Eurozonen: Base case med BNP-vækst omkring 1% i 2025 intakt. Vi regner ikke med en omfattende handelskrig mellem USA og EU (men det er en risikofaktor). Vi forventer faldende inflation ned mod 2% i 2025.

Kina: Kører videre med 4-5% vækst. Trumps USA har lagt ekstra 10% told på vareimport fra Kina. Kina gør gengæld og kompenserer ved at udrulle mere ekspansive politikker. Det vil holde væksten over 4%. Inflationen er steget lidt og vi regner ikke med deflation.

FED: Potentiallet for rentescænkninger i 2025 er begrænset i lyset af fortsat god vækst, lav arbejdsløshed og trægt faldende inflation. Vi regner med at se Fed Funds i 3,75-4% i 2025 fra senest 4,25-4,5%.

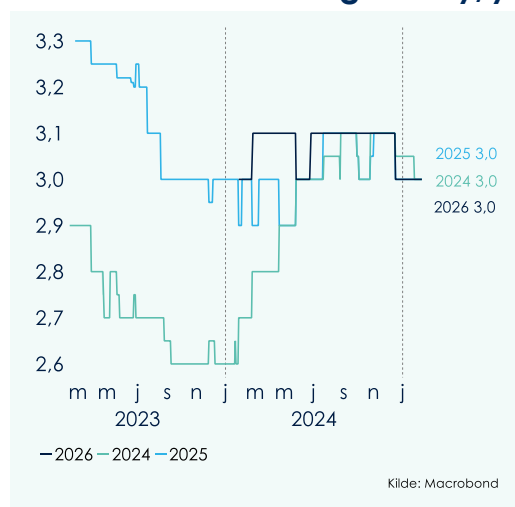
ECB: Rentescænkningerne er i gang, senest med -25bp i januar til 2,75%. Korte rente kommer sandsynligvis ned på 2% i slut 2025 eller lavere.

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 efter valget 23. februar kan blive en gamechanger for markedet.

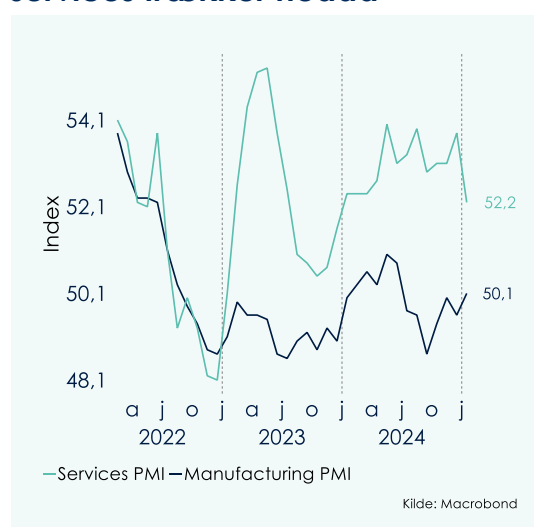
Aktier: Aktiemarkedet globalt vil stige i 2025 på positiv indtjeningsvækst i 2025/2026. Vi forventer at se S&P500 i kurs 6.500 i løbet af året (+7% fra seneste). MSCI AC World afkast op mod 10% er realistisk. 4% er realiseret.

Vores globale vækstoptimisme er intakt. Verden kom ud af 2024 med real BNP-vækst på anslået 3,2%. Det er ikke langt fra gennemsnittet på 3,4% siden 1980.

Forventet BNP-vækst globalt y/y%



Globale PMI's: Løft i industrien, services trækker nedad



De private økonomers konsensus ligger på 3,0% for 2025 og 2026. IMF ligger på 3,3%, senest opjusteret fra 3,2%. Mellem 3-3,5% global vækst i 2025 er realistisk.

USA

IMF har netop opjusteret vækstprognosen for USA fra 2,2% til 2,7% i 2025. Vi er ikke overraskede over at se denne udvikling men forventer ikke yderligere spring opad. De private økonomers konsensus ligger stadig på 2,2%, og her er der udsigt til opjusteringer. Vi regner med, at kommende vækst-positive skattescænkninger,

dereguleringer og en nyvunden 'animal spirit' med valget af Trump vil dominere mere vækstnegative importafgifter.

Forventet BNP-vækst i USA kan justeres yderligere opad for 2025

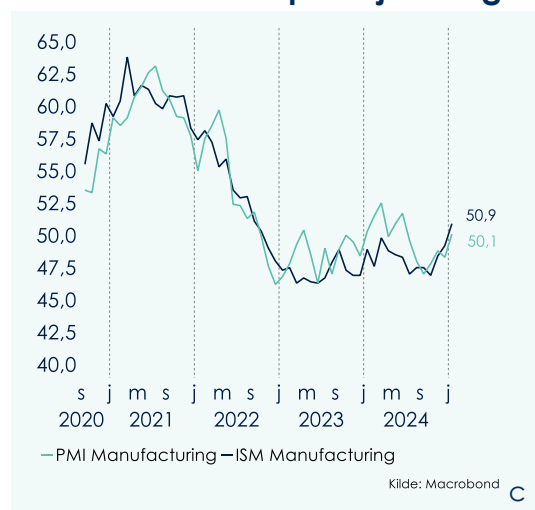


Trump & Co. er i gang med at udrulle nye importafgifter i tråd med de overordnede signaler fra valgkampagnen. De makroøkonomiske effekter er svære at kvantificere. Hele processen er meget dynamisk. Det står ikke klart, hvem der kommer til at tage pristilpasningerne. Forbrugerne? Importørerne? Eksportørerne? Og hvad med valutakursforskydningerne? Indtil videre ligner det ikke de helt store negative effekter på hverken USA eller omverden. Der er p.t. tale om

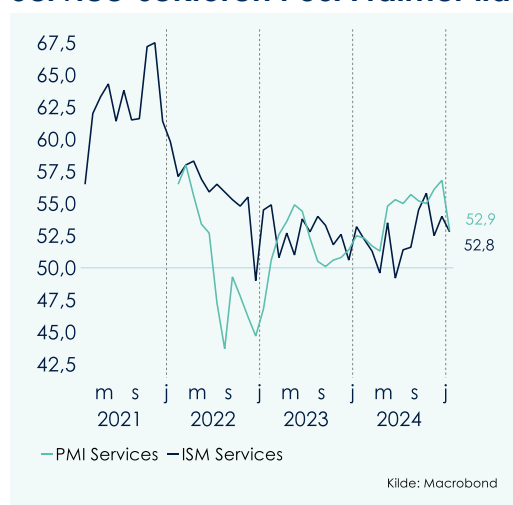
- 10% højere importafgifter på import fra Kina. Men USA's andel af Kinas samlede eksport er faldet drastisk gennem en årrække til omkring 13%.
- 25% universel told på import af stål og aluminium, der primært kommer fra Kina, Mexico og Canada.
- 25% told på varer fra Mexico og Canada. De er sat på standby frem til ultimo februar.
- Reciprocitet i importafgifterne. Dvs. at USA vil indføre samme toldsatser som øvrige lande har lagt på import fra USA.

Vores tese er, at Trump bruger tariffene i en større hestehandel, der sigter mod at skabe nogle fordele for USA. Det handler for Trump tydeligvis ikke bare om bedre balance og fairness i samhandlen, men også om at få Kina, Mexico og Canada til at arbejde for at bekæmpe den illegale import af hårde stoffer/fentanyl og modvirke den illegale immigration. Vi får se, hvor langt Trump & Co. går i arbejdet med at bygge toldmure. Vi har svært ved at tro, at Trump vil smadre den internationale handel og dermed ramme USA selv signifikant. Ikke mindst aktiemarkedets velbefindende er et klart succeskriterium for Trump.

USA: Industrien er på vej frem igen



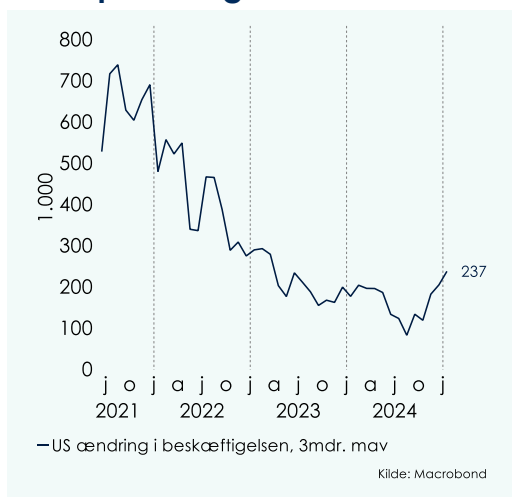
Service-sektoren i USA falmer lidt



Interessant nok begynder vi at se bedre tendenser inden for den amerikanske industri. Det kan være en konsekvens af fremrykkede indkøb i lyset af risikoen for en fordyrende handelskrig. Men vi tror, at der begynder at komme lidt mere bid i den amerikanske industri under MAGA indflydelsen. Omvendt ser vi en vis opbremsning i servicesektorens ekspansion. Vi tror ikke, at vi er på vej ind i en mere systematisk nedtur i den kæmpestore mangfoldige servicesektor, der består af alt fra handel, kontor, advokater, konsulenter, IT-services til restauranter, hoteller og rejser. Vi regner med, at forbruget af alle disse tjenester stadig vil vokse pænt gennem 2025.

Vi bemærker, at beskæftigelsen igen er drejet i mere positiv retning. Over de sidste 3 måneder er Nonfarm Payrolls steget 237.000 i gennemsnit, et klart løft fra bunden i efteråret. Beskæftigelsen er i alt steget 711.000, hvilket næsten fuldt ud skyldes nye jobs i den private servicesektor. Sundhedsområdet fylder rigtig meget her.

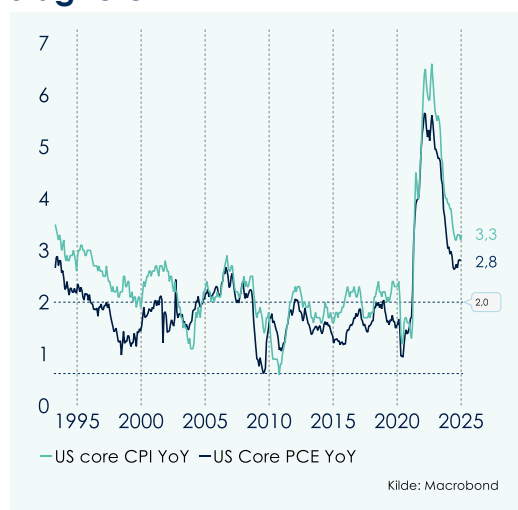
Vækst i beskæftigelsen er drejet mere positivt igen



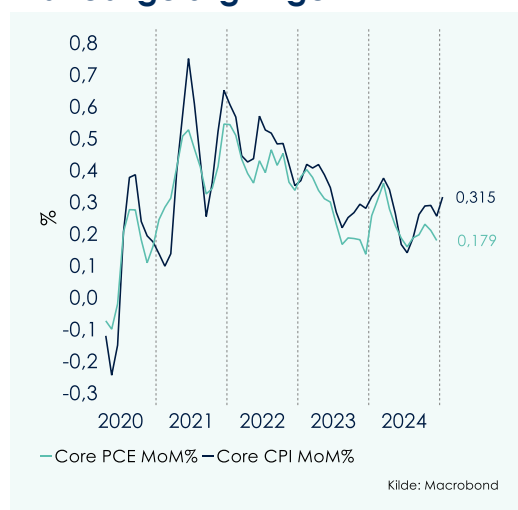
Faldet i den årlige inflationsrate er stagneret i de seneste måneder. The Good News er, at de månedlige stigninger er lidt mere

afdæmpede, når det gælder core PCE. Den annualiserede stigning over de sidste 3 måneder er lidt over 2% målsætningen. Core CPI viste i den seneste opgørelse en overraskende høj stigning på 0,4% m/m. De sidste 3 måneder er snittet mere moderate 0,3%. Vi tror ikke, at den seneste stigning er udtryk for en ny tendens. FED's prognose peger på et fald i core PCE ned mod 2,5% y/y i Q4 fra senest 2,8%. Det virker realistisk.

Faldet i den årlige kerneinflation er stagneret



...men core PCE trender ned på de månedlige stigninger

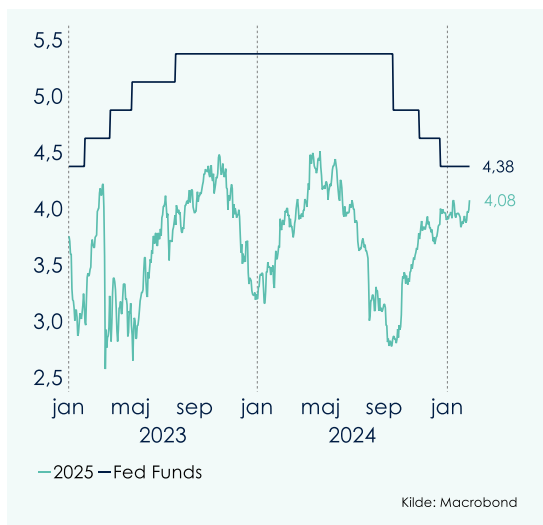


FED sænkede senest renten 25bp 18. december til 4,25-4,50%. Dermed er Fed

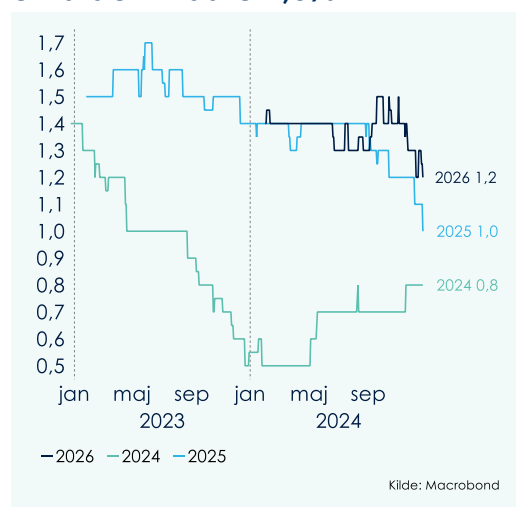
Funds renten faldet 100bp siden september. FED's egen prognose for udviklingen i 2025 peger på et fald i renten på 50bp. Markedet har imidlertid skruet ned for forventningerne og priser et fald i den korte rente på 25-50bp. Vi er overordnet set enige i, at man ikke skal regne med en større pengepolitisk lempelse i 2025. Væksten er relativ høj, arbejdsløsheden lav, inflationen er over målet, og der er en del usikkerhed knyttet til de inflationære effekter af 'Trumponomics'. Det taler for en vis konservatisme i FED. Vores base case er 50bp ned på renten til 3,75-4,0%. Men vi ser større risiko for en uændret rente iff. endnu lavere renter. Det er oplagt, at FED kommer til at mærke et markant pres fra Trump, der gerne ser renten væsentlig lavere. Powell & Co. virker rimeligt upåvirkede af dette.

om Tyskland, der faldt tilbage sidste år med 0,2% og kun ventes at vokse med 0,4% i 2025. Håbet er, at en ny tysk CDU-ledet regering kan skabe mere momentum. Det er tydeligt, at der er et voksende pres for at gøre op med den stramme finanspolitik i form af 'gældsbremsen'. Reglen dikterer, at det cyklisk justerede, eller strukturelle budgetunderskud, ikke må være større end 0,35% af BNP. En anden potentiel presbold er Trumps 'handelskrig'. Trump truer en del og har nu indført en global 25% told på import af stål og aluminium. Det vil få ret marginale konsekvenser for Europas økonomi. Men ingen ved, hvor hårdt Trump & Co. vil sætte ind med øvrige tariffer mod EU-landene. USA vil formodentlig spille hårdt ud, men vi regner med en vis grad af kompromis-politik over det hele.

FED sænker renten i 2025 - lidt



Euro BNP-vækst: Konsensus for 2025 er faldet til bare 1,0%



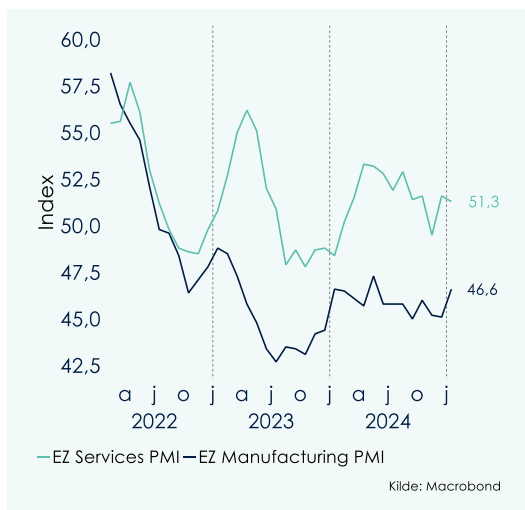
Eurozonen

Eurozonen fortsætter med at vise en let økonomisk fremgang som helhed. BNP-væksten stod nærmest stille i Q4 men det kommer efter en positiv fremgang i de foregående kvartaler. Økonomerne regner med vækst på 0,2-0,3% q/q i de kommende kvartaler og en samlet vækst på 1% i 2025. Det er klart utilfredsstillende men er desværre realistisk. Det handler i høj grad

Vi forventer selv BNP-vækst omkring 1% i 2025 og 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 strategisk vigtige erhvervssektorer, herunder den grønne omstilling samt forsvaret. Der er én mulig positiv katalysator, vi har på radaren: Muligheden for en fredsftale/langvarig våbenhvile i Ukraine, der kan sætte gang i

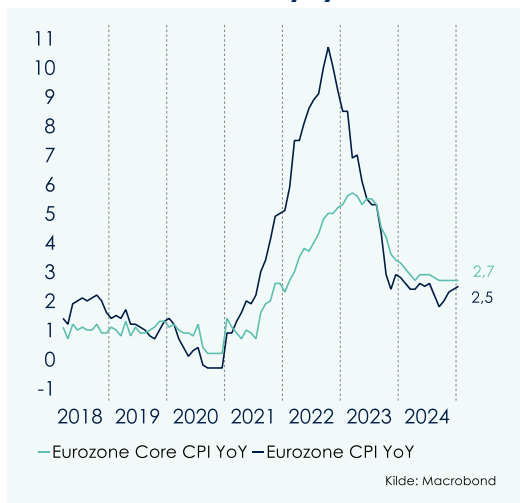
en genopbygning af landet med en boost-effekt til dele af erhvervslivet i EU.

PMI i eurozonen viser blandede tendenser



Kerneinflationen i eurozonen er fladet ud omkring 2,7% y/y efter et ordentlig fald fra toppen på næsten 6%. Det alene handler om basisårseffekter. Vores estimater peger

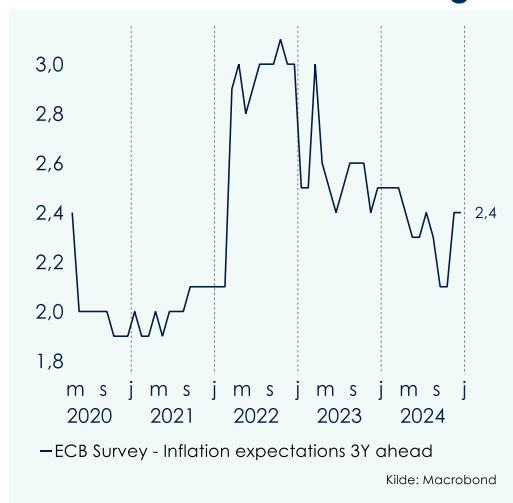
Eurozone inflation y/y%



på, at core CPI de sidste 3 måneder er steget gennemsnitligt 0,23% m/m sæsonjusteret. Det er stadig for meget ift. målsætningen på lidt under 2% inflation. Det kræver, at den månedlige stigning kommer ned på ca. 0,17%. Givet den lave vækst i

eurozonen er der god grund til at forvente, at de månedlige stigningstakter modereres. Vi forventer, at core CPI vil falde til ca. 2,3% y/y til sommer og 2% y/y ultimo 2025.

Eurozone inflationsforventninger



ECB på vej mod 1,75-2% i 2025



Vi noterer os, at ECB's survey over inflationsforventningerne faktisk er hoppet fra 2,1% til 2,4% for de kommende 3 år. Det er ikke optimalt for ECB og er lidt svært at forklare. Vi tror ikke, at der er en mere systematisk stigning på vej i disse inflationsforventninger. Det harmonerer ikke med den svage vækst og en faldende tendens i løninflationen. Men det er værd at følge i de kommende måneder. Markedet

priser mellem 3 og 4 rentesænkninger á 25bp fra ECB gennem 2025, hvilket vi mener er meget realistisk.

Kina

Kinas økonomiske udvikling viser fortsat blandede tendenser. Der er svaghed i bolig- og byggesektoren, og kreditvæksten er under pres. Men der er fremgang i industrien og servicesektoren som helhed. De officielle tal viser BNP-vækst på 5% i 2024, på linje med ambitionsniveauet i toppen af magtapparatet. Økonomerne regner med en vækst på 4,5% i 2025. Det lyder meget realistisk og konsistent med målsætningerne. Det er tydeligt, at prioriteringerne drejer over mod at stimulere privatforbruget. Forbruget steg omkring 5% reelt sidste år, og vil nok stige i samme omfang i 2025. Fokus drejer gradvis fra en meget investeringstung industriel økonomi til en mere forbrugsorienteret økonomi med fokus på services, teknologi og forsvar.

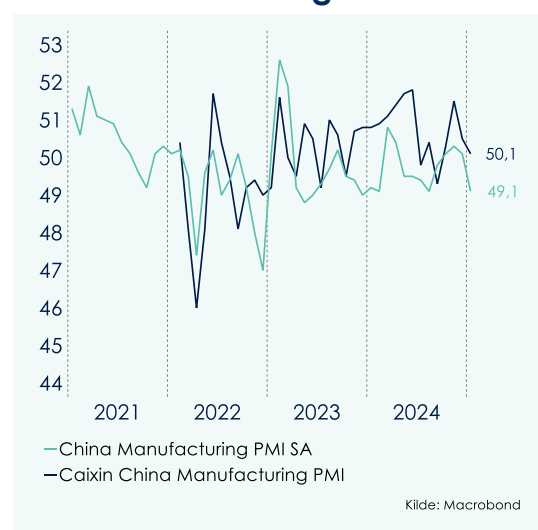
Kinas BNP-vækst omkring 4-5%



De seneste data viser et let vigende momentum i både industrien og services, jf. diverse PMI-indeks. Det er ikke så heldigt her primo 2025. Men det betyder, at der fortsat vil være en række stimulerende politikker. Den gode vinkel er, at industriproduktionen faktisk ligger godt 6% højere end i samme

periode ét år tilbage. Vi ser også en betydelig fremgang i eksporten på senest 11% y/y i december. Det er langt mere end importen, der kun voksede 1% y/y. Kinas handelsoverskud fortsætter med at vokse mod nye rekorder, selvom andelen til USA er bragt ned ganske betydeligt.

Kinas PMI for industrien svinger overraskende ned igen



Kinas PMI for servicesektoren viser også et fald



I dag repræsenterer Kina kun ca. 13% af USA's samlede import. Det er nede fra over 20% for nogle år tilbage. Det betyder, at Kina er mindre sårbar overfor de nye højere

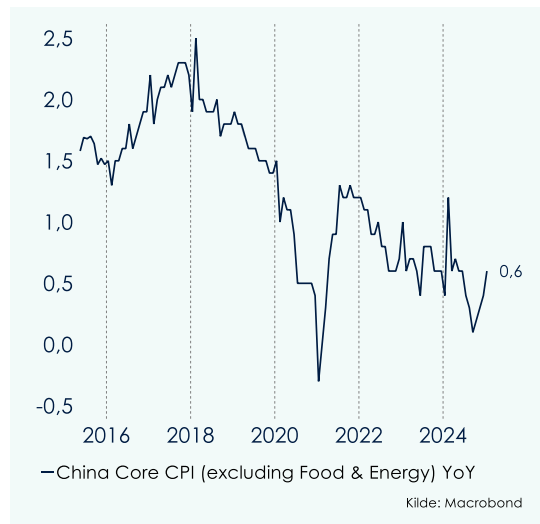
importafgifter på eksporten til USA. Kina har for længst set lyset og diversificerer den internationale handel.

Industriproduktionen stiger over 6%

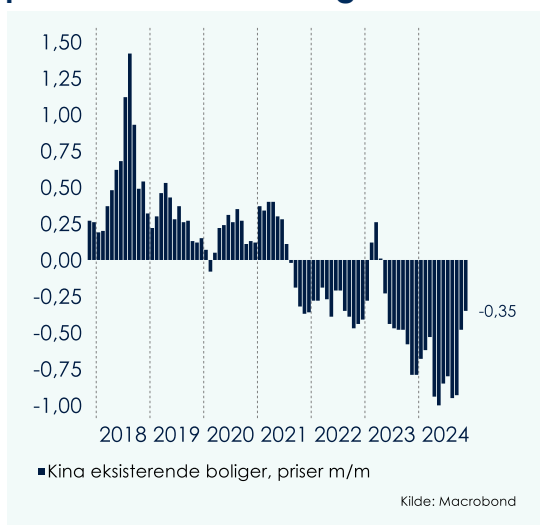


stigning fra 0,2% i 2024 til 0,8% i 2025. Vi tror på, at pilen er i den retning.

Kinas kerneinflation stiger lidt igen



Boligpriserne falder stadig, men presset ventes at aftage i 2025



Kinas kerneinflation er senest steget til 0,6% y/y. Det er godt at se, at inflationen ikke brager videre ned i negative rater og dermed mere systematisk deflation. Et af virkemidlerne til at modgå deflation er at stimulere væksten, herunder privatforbruget. Det kommer vi til at se mere af i 2025. På headline CPI forventer økonomerne en

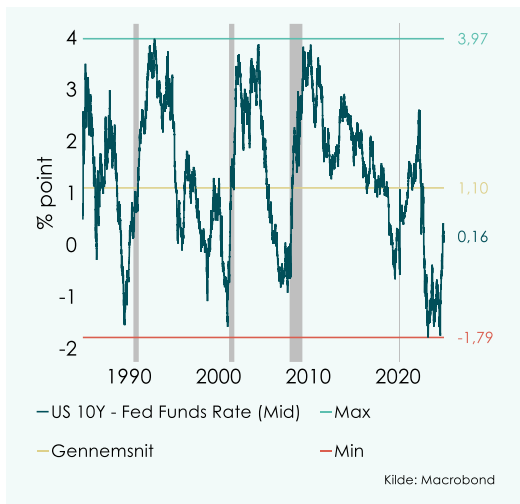
Obligationsrenterne

USA's nye finansminister, Scott Bessent, har signaleret, at fokus er rettet mod at få den 10-årige statsrente ned. Det er indforstået ikke FED's korte rente, der er afgørende, men obligationsrenterne. Det er interessant og fortæller lidt om, at Wall Street veteranen har en del indsigt i markedsforholdene og forbindelsen til realøkonomien. Vi er ikke overraskede og har vurderet, at valget af Bessent giver en vis garanti for, at den økonomiske politik ikke kører helt ad sporet.

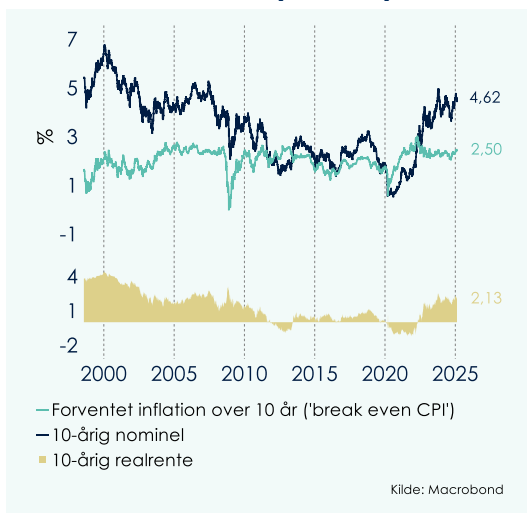
Vi mener fortsat, at et interval på 4-5% på den 10-årige rente i USA repræsenterer et fair value niveau. FED's estimat på den langsigtede neutrale korte nominelle rente ligger omkring 3%. Igennem de sidste 40 år har forskellen mellem den korte rente og den 10-årige rente været 110bp i gennemsnit. Kurven har i perioder været stærkt inverteret eller også meget stejl. Men regner vi med gennemsnittet, bør den 10-årige rente ligge omkring 4,1%. De aktuelt meget store budgetunderskud, og gode chancer for vækststimulerende politik under Trump 2.0, taler for en stejlere rentekurve

end normalt. 4,5% virker fair på den baggrund.

Forskel mellem 10-årig og kort rente har været 110bp i snit i USA



10-årige statsrente i USA og break even CPI: Forskel på 2% point



En anden vigtig indfaldsvinkel er de langsigtede inflationsforventninger i markedet. De ligger omkring 2,5%. En 10-årig nominal rente omkring 4,5% (aktuelt 4,6%) indebærer en 'forventet' realrente på ca. 2%. Det bør være en tilstrækkelig præmie.

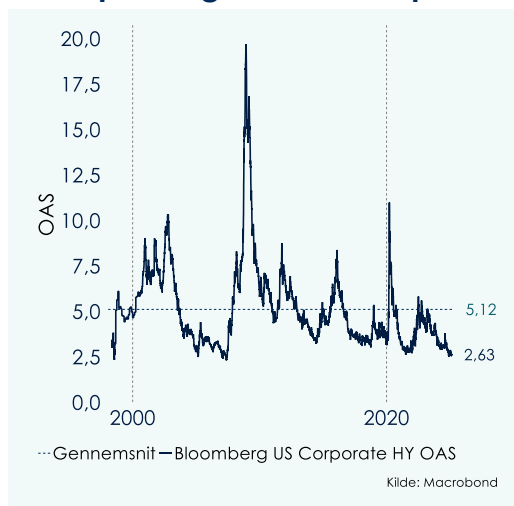
Tilsvarende vurderer vi, at fair value på den 10-årige tyske rente ligger mellem 2-3%. Den

ligger senest på 2,47%, stort set midt i intervallet som har gjort sig gældende i de sidste par år. Valget i Tyskland 23. februar kan blive en katalysator for en stigning op mod de 3% igen. Det skal blive uhyre interessant at se, om tyskerne er parate til et opgør med den hæmmende gældsbremse.

10-årig tysk og dansk rente



US high yield rentespænd til stat er nede på meget lave 263bp



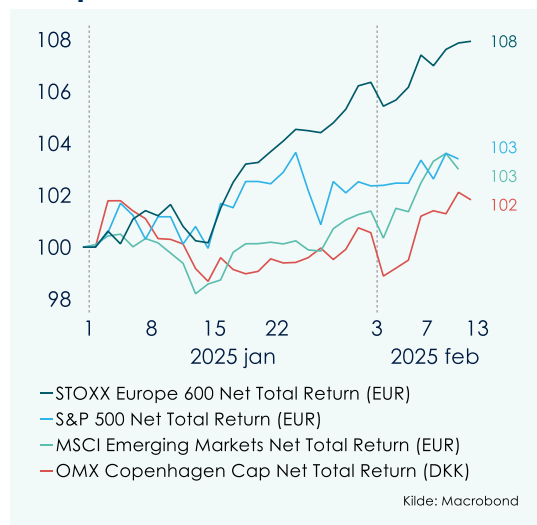
High yield markedet ligger fortsat bomstærkt i form af et næsten historisk lavt spænd til stater. I USA er det amerikanske generiske high yield spænd nede på 263bp. Det er 250bp under det langsigtede gennemsnit.

Potentialet for et endnu lavere spænd er yderst begrænset. Men med udsigt til pæn BNP-vækst i USA i 2025-26, og et nyt spring fremad i virksomhedernes indtjening, er perspektiverne for kreditkvaliteten fornuftige. 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 kreditpræmierne øges midlertidigt.

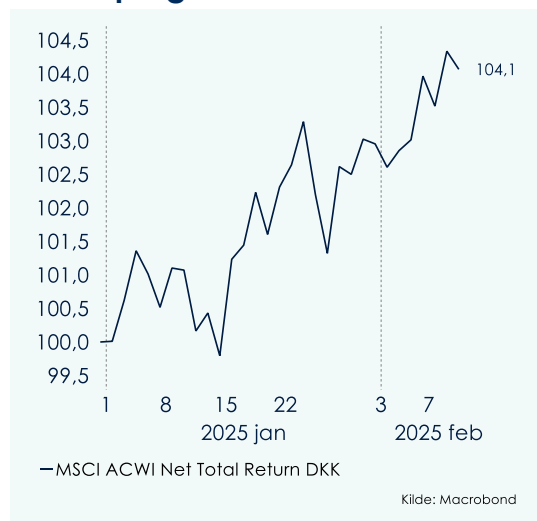
Aktiemarkederne

Det er en meget interessant aktiestart 2025, vi er vidne til. US Big Tech var den store vinder sidste år, men har falmet i år. Magnificent 7 indekset er faldet marginalt. Derimod er en række europæiske markeder fløjet afsted. Det samme gælder kinesiske tech-aktier i form af fx Hang Seng Tech indekset. I slutningen af januar fik vi pludselig nyheden om kinesiske DeepSeek's LLM-model. Den skulle efter sigende være virkelig avanceret og bygger på langt færre og mindre avancerede Nvidia GPU'er. DeepSeek får skudt i skoene, at fundamentet for udviklingen faktisk er de langt dyrere sprogmodeller i USA, herunder ChatGPT. Men det ændrer ikke på, at udviklingen og konkurrencen er i gang. Og DeepSeek har vel at mærke lagt det hele frem som 'open source'. Det udfordrer på en del områder forretningsmodellerne for de vestlige AI spydspidser. Spørgsmålet for et selskab som Nvidia er, om efterspørgslen nu begrænses pga. mindre individuelle behov. Eller om markedet som helhed bare stiger endnu mere. Det står uklart. Men der er ingen tvivl om, at investorerne stiller spørgsmål ved den fremadrettede profitabilitet. Nvidia faldt 17% mandag d. 27. januar og er stadig nede 10% fra 23. januar. Google er nede 6% og Microsoft 8%. Meta er dog steget 13%, så der er lidt nuancer i feltet.

Europæiske aktier er foran ÅTD

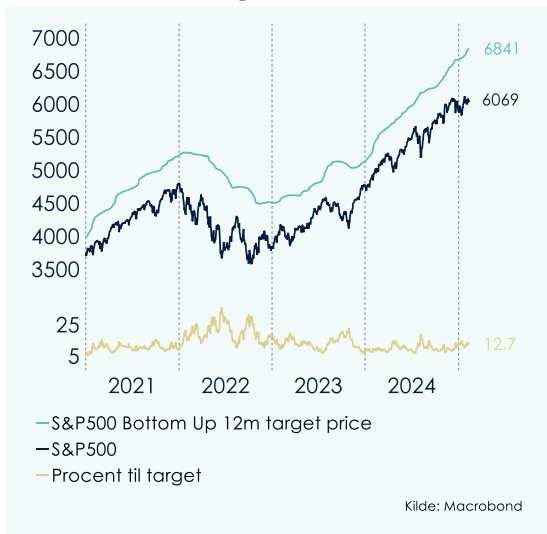


Afkast på globale aktier: 4% ÅTD



Den gode nyhed er, at afkastet på det globale aktiemarked, MSCI AC World, allerede er oppe på 4% ÅTD. Det er mere end i samme periode sidste år. Over de sidste 20 år er afkastet 7,5% p.a. i DKK. Og vi har allerede fået 4%. Der skal nok komme nogle korrektioner i løbet af året, fx knyttet til midlertidig angst for konsekvenserne af Trumps handelskrig. Men den underliggende udvikling tegner godt, og markedet skal nok få comeback igen efter korrektioner. Et afkast på op mod 10% globalt i år er ikke urealistisk.

S&P500 kurstarget 12m (bottom up): Analytikerne siger 13% upside



Stoxx600 kurstarget 12m (bottom up): Analytikerne siger 11% 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