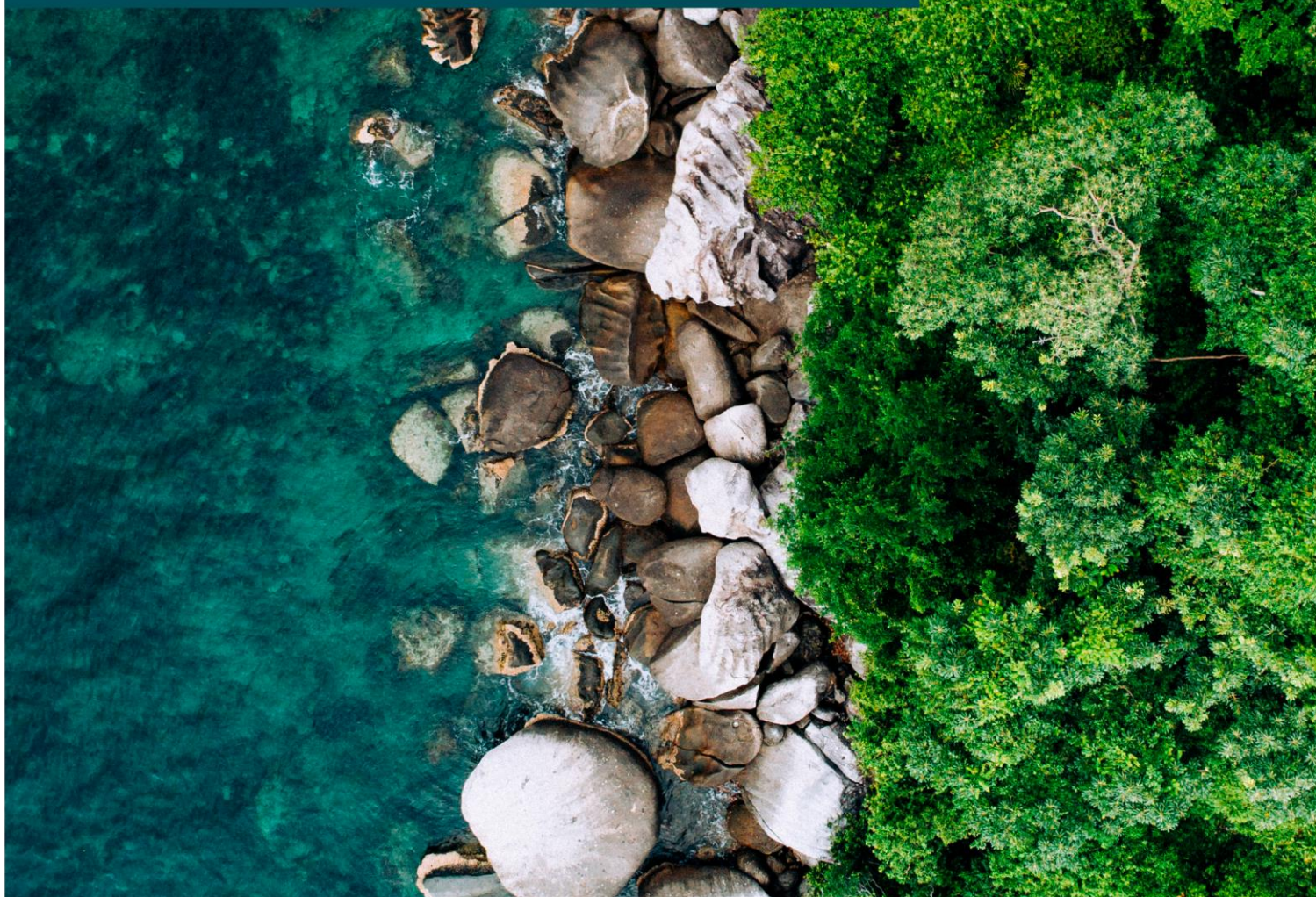


BI Markedssyn

9. januar 2025

BANK INVEST

Handler
med omtanke



Indhold

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

Indledning

2024 var et stærkt år. Det ændrer december ikke ved. Men vi så vigende momentum over slutningen af året. Vi forventer ikke, det er starten på en stor korrektion. Det er et vadedsted fra en type marked til et andet.

Vi går fra et marked der over 2023 prisede recessionen ud, over 2024 prisede væksten op, til over 2025 at skulle leve op til forventningerne. Det kan udtrykkes på mange måder. Vi kalder det, at vi går fra en Ekspansion til en Slowdown periode. Man kan også sige, at vi går fra den tidlige til den sene del af et opsving.

Aktier vil klare sig fint i den sene del af opsvinget (Slowdown). Men det er nogle andre aktier som vil drive markedet højere. Dem der dominerede i 2024, vil ikke længere være ledende.

Vi har derfor lagt om! Vi investerer efter faktorer; og altså ikke regioner eller sektorer. Det betyder vi er gået op i kvalitet og ned i aktiebeta. Det lyder kringlet. Det kan derfor forenkles til, at vi er gået lidt ned i cykliske aktier.

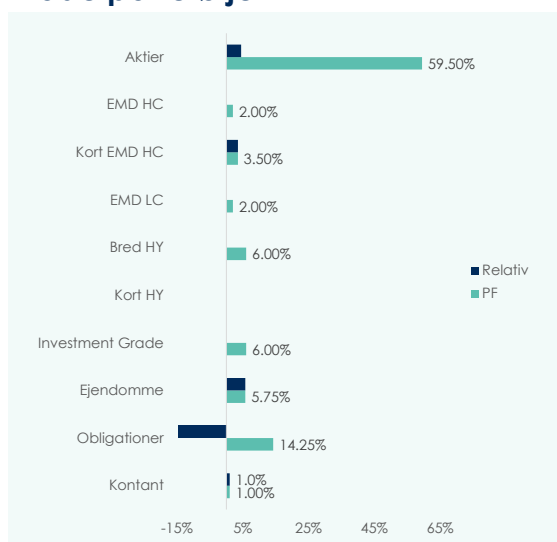
Vi går uundgåeligt et interessant år i møde. Ikke mindst geo- og handelspolitisk. Med den seneste omlægning går vi ind i det, med en mindre volatil portefølje end hvad vi har haft over 2023 og 2024 som helhed. Vi anbefaler naturligvis også andre at gøre det samme.

Afslutningsvist kan vi bemærke at dette er et specielt skriv. I opdateringen omkring markeder og makro giver vi vores fulde outlook for 2025. Så mere strategisk og mindre taktisk. God læsning!

Allokering

Vi har ikke ændret noget på den overordnede allokering.

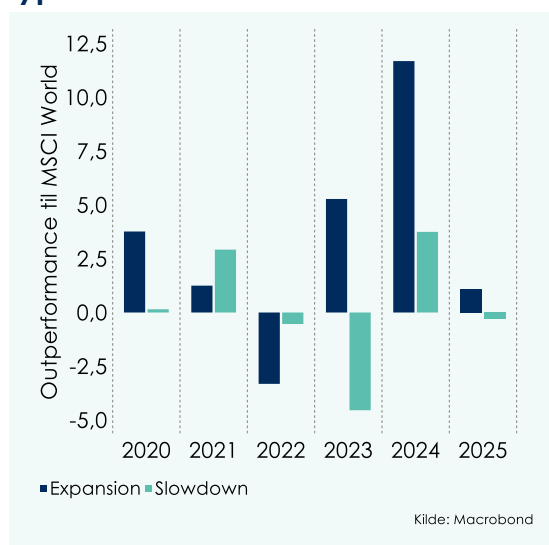
Relativ og absolut allokering af modelporteføljen



Vi har fastholdt en høj allokering, overvægt, til aktier, men vi har skruet ned for risikoen. Vi har gjort dette ved at sælge ud af de aktier som skal klare det godt i den tidlige del af et vækstopsving. Og vi har i stedet købt op i de aktier der skal klare det godt i den sene del af et opsving. I vores terminologi er vi gået fra Expansion til Slowdown aktier.

Nedenstående graf viser det relative afkast af de to typer af aktier til MSCI World.

Relativ performance af de forskellige typer af aktier til MSCI World



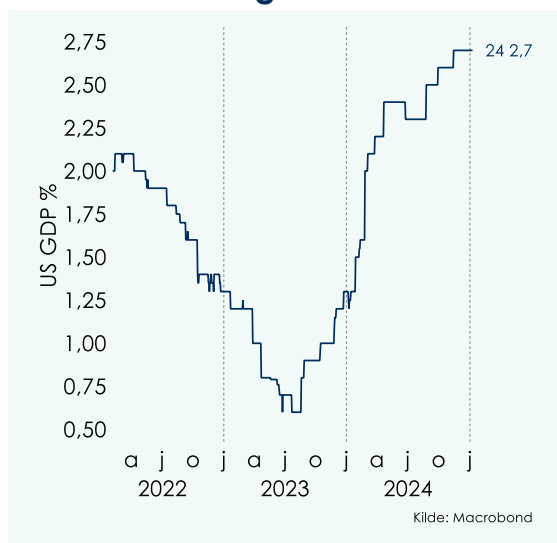
Sidste år outperformede tidligt opsving aktier MSCI World med over 10%. Dette var signifikant mere end hvad Slowdown aktier gav. Forklaringen var, at vi handlede som om vi var på vej ud af en recession. En recession som måske aldrig materialiserede sig økonomisk over 2022/2023, men som markederne alligevel diskonterede.

Vi har længe advokeret for, at 2024 til 2025 minder om 2020 til 2021. Såfremt dette forsætter med at passe, bør vi se ind i et stærkt 2025 for Slowdown aktier. Præcist som vi så det i 2021.

Slowdown aktier, eller aktier der skal klare det godt i det sene opsving, er aktier som scorer højt på vækst, momentum, og kvalitet. Dette i kontrast til Expansion aktier som også scorer højt på Value men meget lavt på kvalitet.

Vi mener ikke, det er kontroversielt at forudse, det er et andet marked vi går ind i. 2024 har været kendetegnet ved at frygten for en recession er blevet priset ud. Og at væksten i slutningen af året ligefrem ser ud til at komme ud rigtig stærkt.

Vi har over det forgangne år set en kraftig ændring i vækstforventningerne

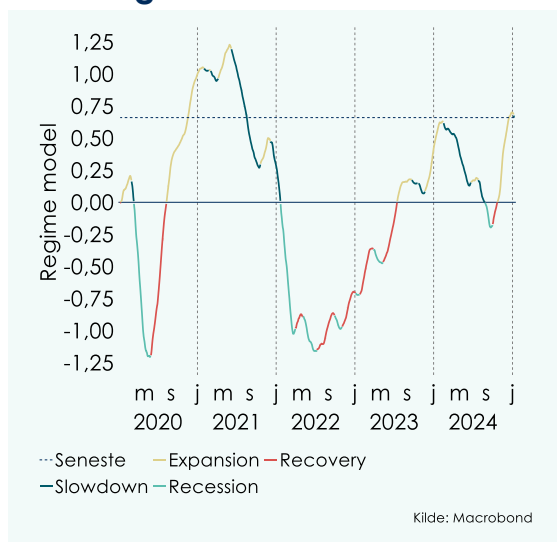


Vi kommer med stor sandsynlighed ikke til at se det samme over 2025. Altså et år hvor vækstforventningerne bliver løftet med over 1,5%-point!

Naturligvis er det nogle andre aktier som klarer det godt når vækstestimerne revideres kraftigt op, relativt til et scenarie hvor vækstestimerne "bare" skal opfyldes.

Vores model er svunget over i Slowdown.

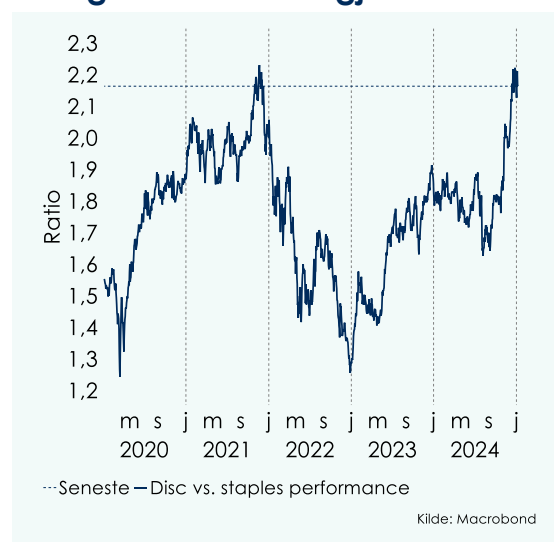
Vores regimeindikator er i Slowdown



Svinget skyldes at de finansielle markeder har bøjet af. Noget som giver god mening efter den ekstreme outperformance vi blandt andet så af cykliske aktier over Q4 2024.

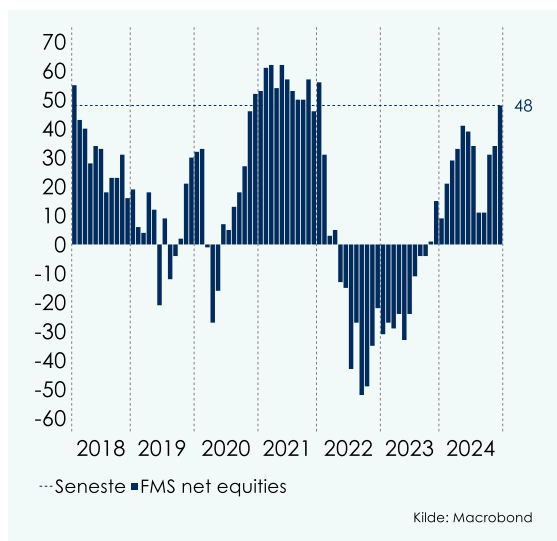
Det er vores forventning at, vi ser ind i et år hvor cykliske aktier outperformer. Men det kommer til at være i en helt anden hastighed end hvad vi har været vidne til over 2024.

Diskretionære aktier vil outperforme stabile aktier over 2025. Men mindre kraftigt end hvad de gjorde i 2024.



Vi går sammenlagt et interessant 2025 i møde. Det bliver mere volatil, det er nogle andre aktier som skal stige, men det bliver samlet set nok et godt aktie år. Det eneste som for alvor bekymrer os i øjeblikket, er hvor enige alle er om at aktier skal outperforme.

BOFA FMS viser en meget stor overvægt til aktier hos de institutionelle investorer



Det står i skærende kontrast til den generelt noget pessimistiske stemning som vi startede 2023 og 2024 med. Sidst alle var enige om at det var et bull marked var i januar 2022. Måneden før markederne knækkede over!

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% mod udgangen af året. Bekymringer om en statsgældskrise er meget overdrevne.

Eurozonen: Europa kæmper for at få BNP-væksten op over 1%. Vi regner ikke med en omfattende handelskrig mellem USA og EU og ser væksten på ca. 1% i 2025. Vi forventer faldende inflation ned mod 2% i 2025. *Våbenhvile i Ukraine i 2025 kan blive en positiv gamechanger for Europa.*

Kina: Kører med 4-5% vækst, hvilket er moderat i et historisk perspektiv, men det er Kinas 'New Normal'. Den allerede eksisterende handels-/tech-krig mellem USA og Kina vil sandsynligvis eskalere noget. 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 nedside-potentiale.

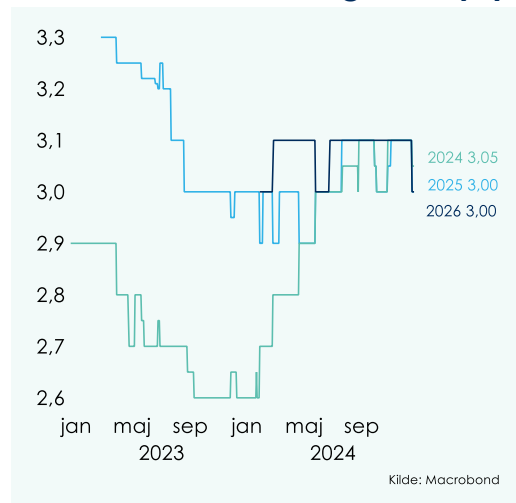
Obligationer: Vi ser 'Fair Value' på den 10-årige rente i USA i niveauet 4-5%. Fair Value på den 10-årige tyske rente ligger på 2-3%. Større budgetunderskud i Tyskland kan blive en gamechanger for markedet.

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. S&P500 rammer 6.500. MSCI AC World +5-10% afkast.

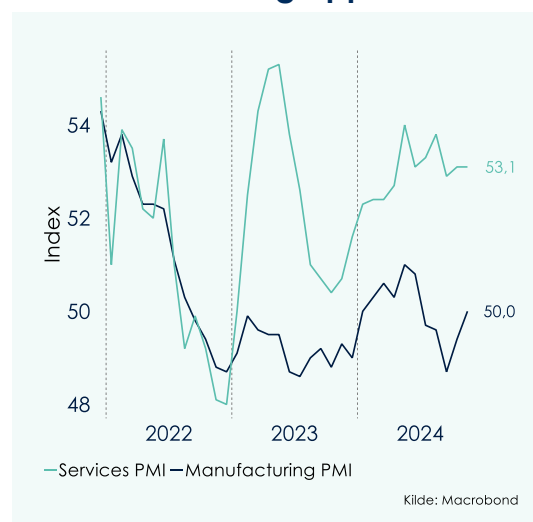
Vores globale vækstoptimisme er intakt. Verden kommer ud af 2024 med en real

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

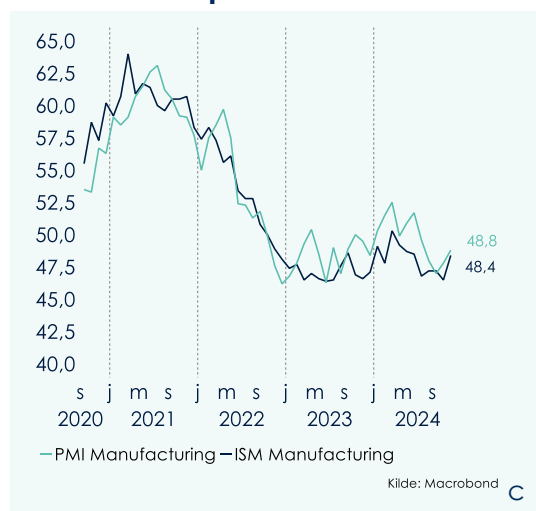


De private økonomers konsensus ligger på 3,0% for 2025 og 2026. IMF ligger på 3,2%. Med et USA, der træder på den finanspolitiske speeder, og et Kina, der både presser på penge- og finanspolitikken, er disse estimater ikke for høje i vores optik. Vi bliver ikke overraskede, hvis prognoserne kører op i 2025, drevet af opjusterede vækstestimer på særligt USA.

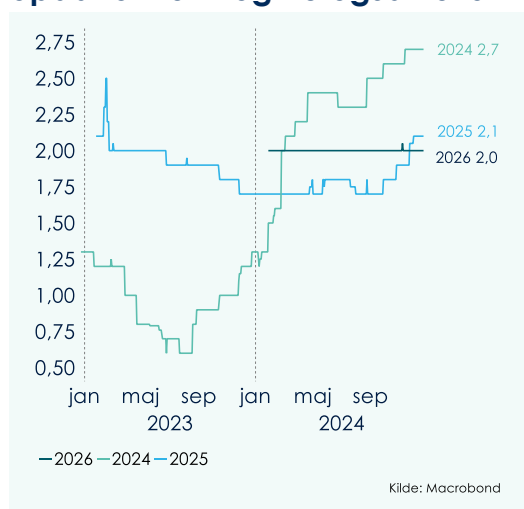
USA

'Recessionisterne' er kørt helt over ift. væksten i verdens største økonomi. 'Ulven kommer' er der blevet råbt op om længe. Alt imens er estimerne for 2024 blæst op. Prognoserne for 2025 er også stigende til senest 2,1%. Vi forventer, at estimerne kører yderligere op mod 2,5% for 2025, måske højere. Vi regner med, at kommende vækst-positive skattesænkninger, dereguleringer og en bredere optimisme, 'animal spirit', vil dominere mere vækstdæmpende højere importafgifter. Regningen bliver en vis forværring af de offentlige finanser.

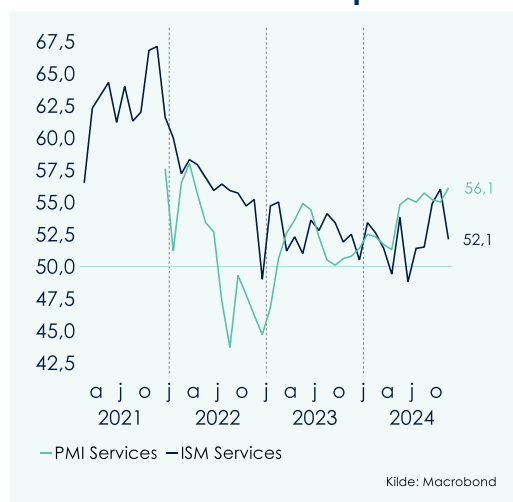
Industrien er presset



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



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

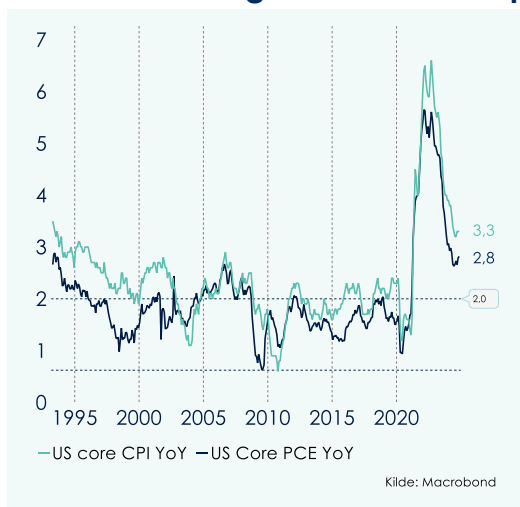
ansvarlighed og omtanke i tilrettelæggelsen af den økonomiske politik. Vi har selvfølgelig fokus på, hvad Trump siger – og her er der meget drama. Men vi lægger endnu mere mærke til, hvad Trump gør! Vi skal også lige minde om, at der sidder en kongres, der skal udforme og godkende lovgivningen. Der er fortsat mange republikanske medlemmer, der har en indgroet konservatisme ift. finanspolitikken. Det kom senest til udtryk medio december i forbindelse med Trumps forsøg på at få løftet gældsloftet, inden han selv tiltræder som præsident 20. januar. Det

lykkedes ikke, idet en række republikanere i Repræsentanternes Hus satte sig på halen.

Faldende vækst i beskæftigelsen er stabiliseret, forvent fremgang i 2025



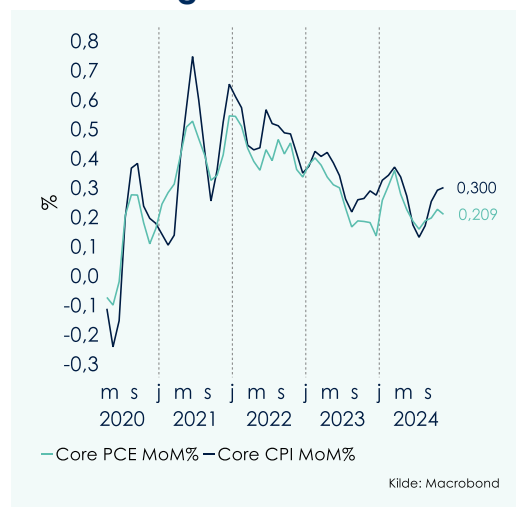
Faldet i den årlige inflation er stoppet



Faldet i den årlige inflationsrate er stagneret i de seneste måneder. The Bad News er, at Core CPI de sidste 4 måneder har vist en stigning på 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 0,17% m/m over tid. FED's foretrukne mål, Core PCE, viser imidlertid en lidt mere afdæmpet stigning. Her ligger de sidste 3 måneders gennemsnitlige stigning nede på 0,21%. Der er ingen tvivl om, at

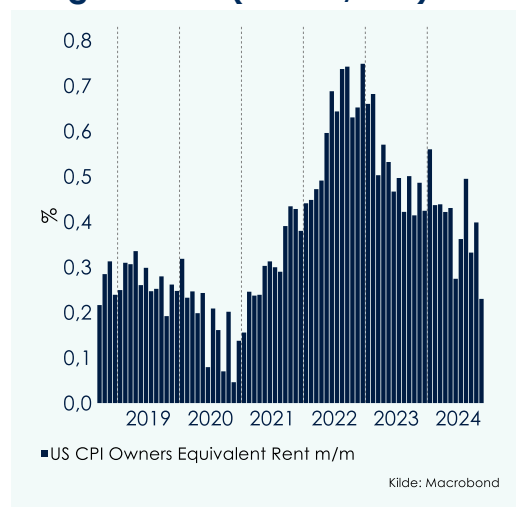
inflationsprioritering er rykket højere op igen i den amerikanske centralbank. På det seneste møde i FED blev det signaleret, at der skal observeres lavere inflation, hvis renten skal ned. FED's nye prognose peger på, at kerneinflationen målt ved Core PCE vil falde til 2,5% i fjerde kvartal 2025. Det er et scenarie, der virker realistisk. Der er nogle inflationstendenser, der trækker i den rigtige

Core CPI og PCE 3m annualiseret



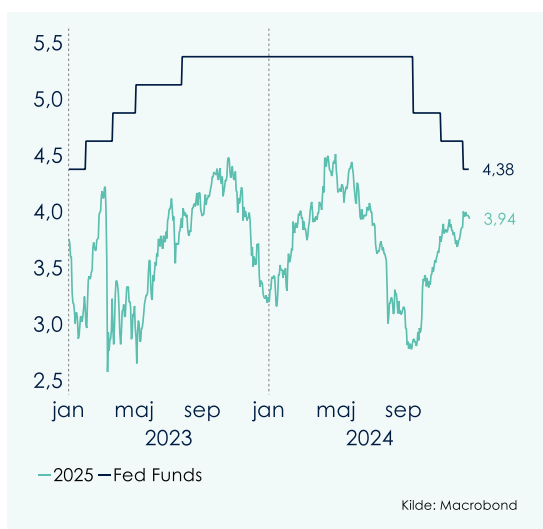
retning. Det gælder fx 'Owners Equivalent Rent' (OER), som vejer hele 27% af CPI-indekset. Denne komponent trender ned.

Mere afdæmpede prisstigninger på boligområdet (OER m/m%)



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 kan Core PCE falde ned på ca. 2,3% i april og så holde sig omkring 2,25-2,5% i resten af 2025.

FED sænker renten i 2025 - lidt



FED sænkede som ventet renten 25bp 18. december. Dermed er Fed Funds renten faldet 100bp siden i sommers. FED's egen prognose for udviklingen i 2025 peger på et fald i renten på 50bp. Men der er store forskelle i de enkelte medlemmers individuelle targets. Det mest konservative skud er en uændret rente, mens det mest progressive ser renten 125bp lavere. Vi er p.t. på linje med FED's 'Median Projections' og ser den korte rente falde 50bp. Markedet peger på et fald på ca. 40bp. 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 1,0%. 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

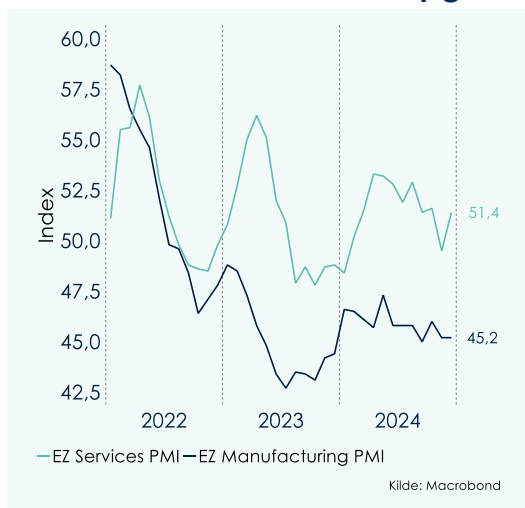
Euro BNP-vækst: Konsensus for 2025 er faldet til bare 1,0%



selv med 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 økonomien, strategisk vigtige erhvervssektorer og forsvaret. Mere specifikt er der over de næste par år mulighed 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

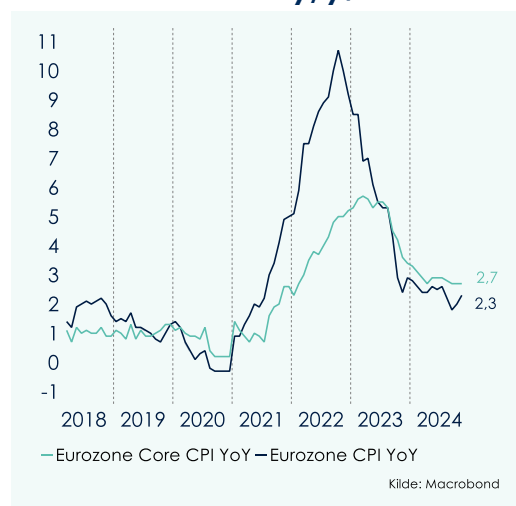
fald i priserne på elektricitet og naturgas. Dertil kommer en væsentlig reduktion i de korte renter gennem 2025. En 'fredsaftale/våbenhvile' i Ukraine er selv sagt behæftet med megen usikkerhed. Det står rimelig klart, at Trump & Co. meget gerne ser krigens afslutning. Men det står ikke klart, hvad der skal til for at få de to stridende parter til at gå på kompromis og møde hinanden. Og der er også stærke kræfter i EU, herunder Frankrig, der gerne støtter Ukraine i en videre kamp mod Rusland. Facts er imidlertid, at ingen af parterne rigtig kan bryde igennem. Selvom Rusland har taget territorie i 2024 er der, ifølge vores forståelse, tale om et meget begrænset areal. Som tiden går, vil kompromis-viljen stige. Vi får se, om et pres, særligt fra Trump & Co., vil kunne blive katalysatoren for en form for fred. Den dag det sker, bliver der tale om en enorm genopbygning af Ukraine. Det vil ske med deltagelse af EU-lande og mange private virksomheder. Den makroøkonomiske effekt kan blive en form for vækstboost ind i EU.

Service PMI i eurozonen er steget lidt i den seneste december-opsørgelse



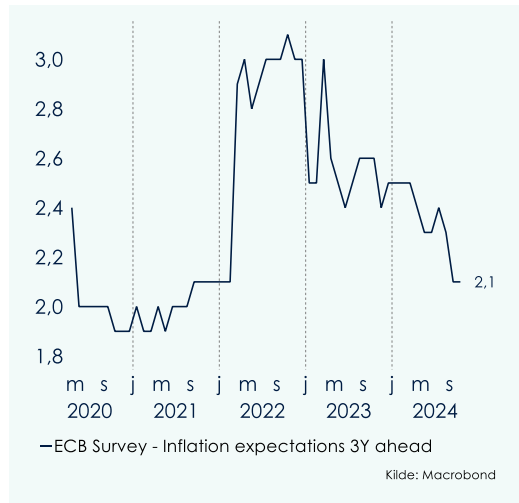
Kerneinflationen i eurozonen er fladet ud omkring 2,7% y/y efter et ordentlig fald fra toppen på næsten 6%. Den rigtig gode nyhed er, at det alene handler om basisårseffekter. Vores estimater peger på, at Core CPI de sidste 3 måneder er steget gennemsnitligt 0,2% m/m sæsonjusteret. Det er ned fra ca. 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. 2,3% y/y til sommer og 2% y/y ultimo 2025.

Eurozone inflation y/y%



Vi noterer os, at ECB's survey over inflationsforventningerne er nede på 2,1% for de kommende 3 år. Markedets fremadrettede prisning af inflationen ligger også nede omkring 2%. Det er godt nyt for ECB, at der er troværdighed ift. inflationsmålsætningen. Det hele åbner døren for væsentlige rentesænkninger i løbet af 2025, i modsætning til USA. Der er god grund til at forvente, at den korte rente vil falde ned til 1,75-2% i 2025. Markedet priser ca. 1,75% pr. ultimo 2025 og er dermed 'fully priced' i vores optik.

Eurozone inflationsforventninger



ECB på vej mod 1,75-2% i 2025



Kina

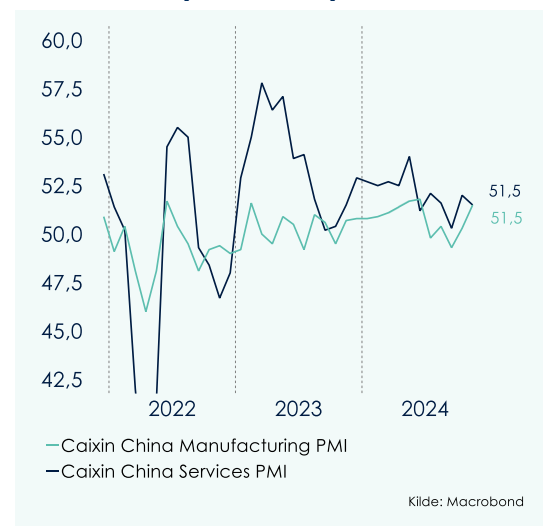
Udsigterne for Kinas økonomi i 2025 er blevet lidt mere positive givet de seneste tiltag og udmeldinger fra toppen af magtapparatet. Det er meget tydeligt, at Xi & Co. ikke vil lade væksten synke for meget ned og lægge pres på husholdningerne og svække tilliden til hele den kinesiske model. Vi så tilbage i september nogle ret store pengepolitiske geværgreb. I december var politbureauet samlet igen, og signalerne peger 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.

Kinas BNP-vækst omkring 4-5%



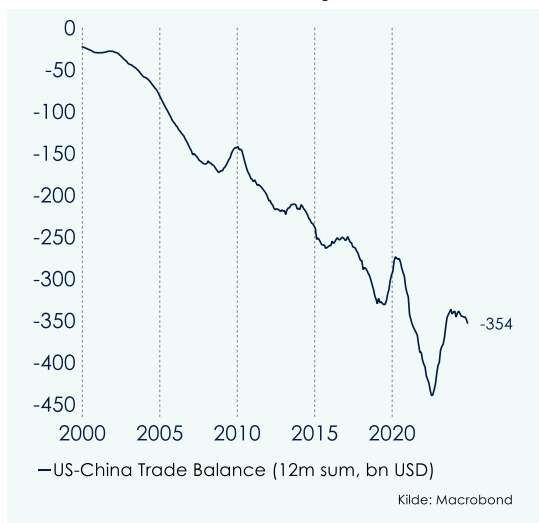
Kinas PMI for den private sektor tigger lidt op, senest på industrien



Det er sandsynligt, at den eksisterende handelskrig mellem USA og Kina vil blive forstærket i et vist omfang under Trump. 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

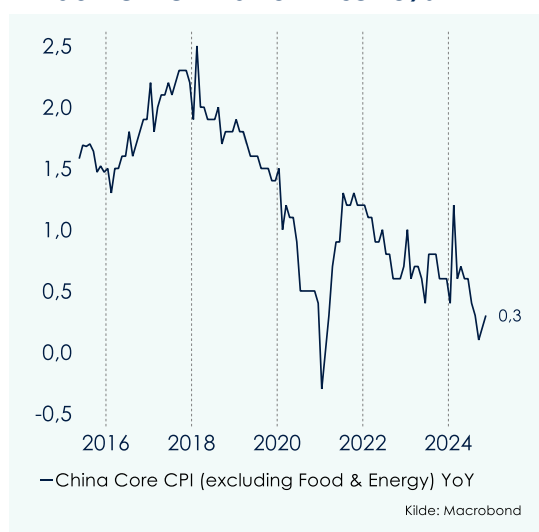
eksport. Niveauet var oppe omkring 25% i starten af nulzerne.

USA's store handelsunderskud mod Kina VIL indebære nye toldsatser

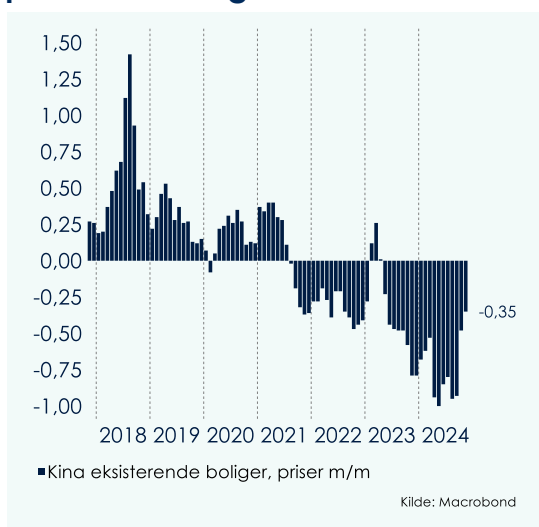


privatforbruget. Det er en udbredt opfattelse, at Kinas forbrugere er presset helt i bund. Faktisk ser det ud til, at privatforbruget voksede omkring 5% i 2024 i reale termer. Det er dobbelt op af væksten i det amerikanske privatforbrug. Ja, det er lavere end den langsigtede trend i Kina. Men 5% eller mere, også for 2025, vil være meget fint og er ikke urealistisk. Gradvis vil privatforbruget i Kina tage over som en drivende kraft i Kinas vækstbane.

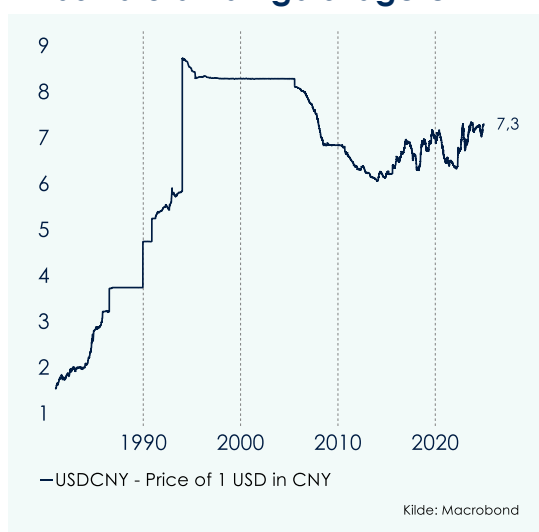
Kinas kerneinflation nær 0%



Boligpriserne falder stadig, men presset vil aftage i 2025



Kinas valuta kan gå svagere

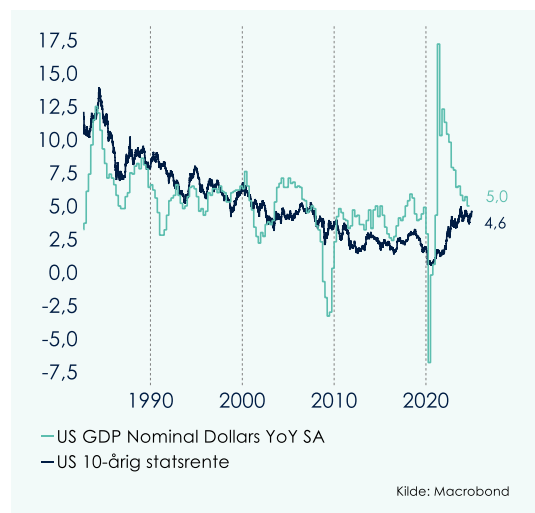


Kinas CPI ligger senest på 0,2% y/y, mens Core CPI er på 0,3% y/y. Det er lavt, og Kina risikerer at ryge ned i en deflationsspiral. Myndighederne vil gå langt for at undgå dette. Økonomernes konsensus ligger til en stigning i CPI-indekset fra 0,4% i 2024 til 1,0% i 2025 og 1,5% i 2026. Det lyder realistisk.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

Obligationsrenterne

Renteudviklingen i 2025 vil som altid blive afgørende for store dele af det globale finansmarked. Den amerikanske centralbank ligger helt i front i betydning. Vores base case indebærer, at den korte rente i USA kommer ned med 50bp til 3,75-4,0% (midt rente 3,88%). De lange obligationsrenter vil finde et niveau, der balancerer forventningerne til den korte rente længere ude i horisonten, vækst- og inflationsperspektiverne og de løbende budgetunderskud. Det er en kompleks sag!

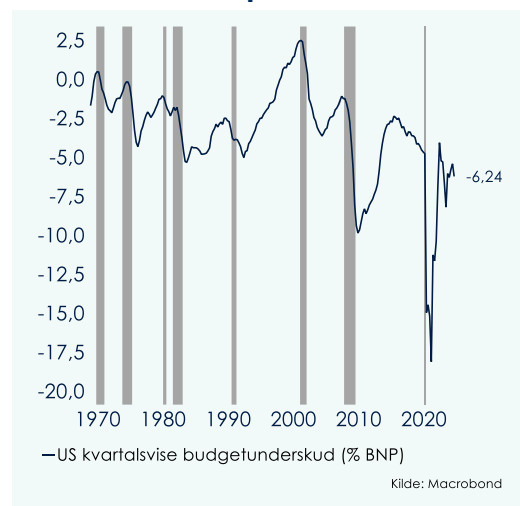
10-årige statsrente i USA følger trenden i den nominelle BNP-vækst



Vi tager udgangspunkt i en vurdering af den langsigtede neutrale korte nominelle rente. FED's seneste skud 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. De langsigtede inflationsforventninger i markedet ligger omkring 2,5%. En 10-årig

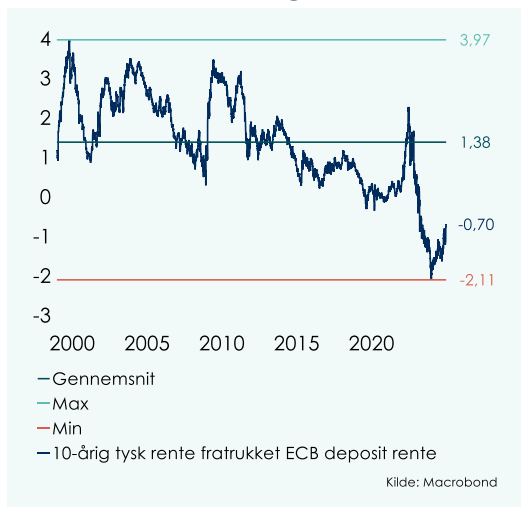
nominel rente omkring 4,5% vil indebære en forventet realrente på ca. 2%. Det bør være en tilstrækkelig præmie. Vi kan godt nå op på 5% i løbet af 2025, som vi så det i 2023. Men det vil sandsynligvis være drevet af et kortvarigt panikudsalg på en eller anden katalysator og hurtigt blive set som god værdi igen for langsigtede investorer. Bottom line er, at vi regner med et interval mellem 4-5% på den 10-årige amerikanske statsrente i 2025.

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



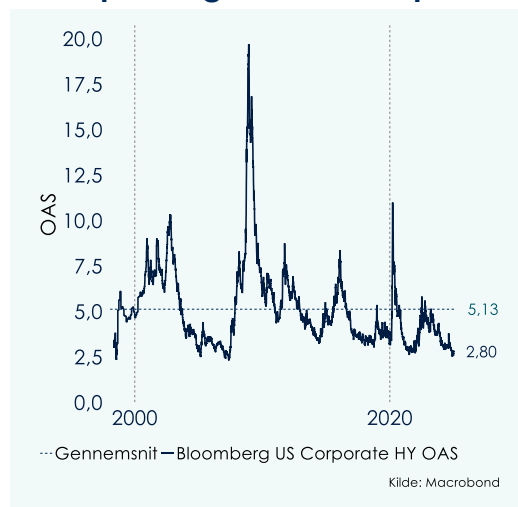
Vi er meget bevidste om, at det amerikanske budgetunderskud på over 6% af BNP er i 'gorilla-størrelsen'. Særligt når man tager højde for, at BNP-væksten p.t. ligger og ruller omkring 2,5%. Der er grænser for, hvor stort budgetunderskuddet i USA kan blive og gælden stige på længere sigt, uden at det får 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.

Forskel mellem 10-årig tysk og ECB kort rente 138bp i gennemsnit



Renteudviklingen i eurozonen kredser som altid omkring ECB og Tyskland. Hvis vi regner med en korte rente i ECB på 1,75% på langt sigt (mellem 1,5-2,0%), bør den 10-årige tyske rente ligge i intervallet 2-3%. Det efterlader hældningen på rentekurven mellem 25bp og 125bp. Den tyske rentekurve har 'potentialet' til at være mere flad end den amerikanske pga. lavere langsigtede vækst- og inflationsforventninger og en lavere offentlig gæld ift. BNP. Men det er også her, at risikoen ligger! Vi er meget spændte på at følge den finanspolitiske agenda ind i 2025. Valget i Tyskland 23. februar kan blive en gamechanger ift. at løsne kravet om et meget lavt budgetunderskud. Det kan blive en faktor, der presser de lange renter op mod 3% eller højere i en periode. Hvis ikke tyskerne lempet på restriktionerne – vores base case – er der grund til at forvente en relativ flad rentekurve. Tyske 'Bunds' er fortsat en helt særlig kvalitetsvare i et stormfuldt globalt finansmarked. De danske korte og lange renter vil naturligvis følge ECB og Tyskland.

US high yield rentespænd til stat er nede på meget lave 280bp



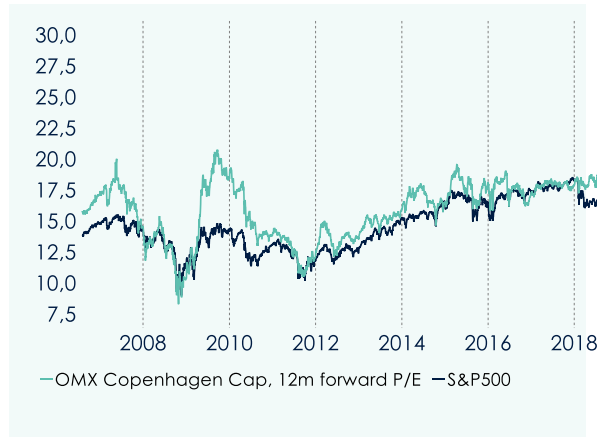
High yield markedet har haft et forrygende godt 2024 med rentefald og lavere kreditspænd til stat. Senest er det amerikanske generiske high yield spænd nede på 280bp. Potentialet for et endnu lavere spænd er yderst begrænset. Men med udsigt til pæn US BNP-vækst i 2025-26, og et nyt spring fremad i virksomhedernes 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 kreditpræmierne øges midlertidigt.

Aktiemarkederne

Efter et særdeles positivt 2024 er udgangspunktet for 2025, at det brede amerikanske aktiemarked er dyrt prisfastsat. 12m forward P/E på S&P500 ligger på 22. Tilbage under IT-boblen, lige før kollapset i 2000, lå P/E oppe på 25-26. Det langsigtede gennemsnit er nærmere 16,5. Målt ift. renteniveauet er S&P500 særdeles dyrt prisfastsat. Det gør aktiemarkedet sårbart overfor yderligere stigende renter eller et pludselig dyk i indtjeningsforventningerne.

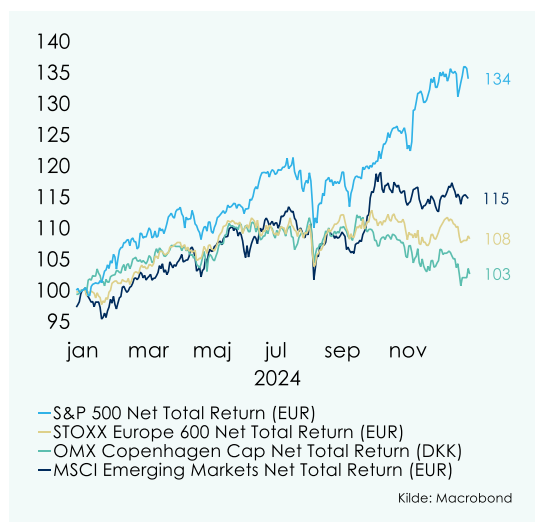
Det er meget svært at forestille sig, at vi ikke kommer til at se nogle klassiske korrektioner i løbet af 2025 på op mod 10%.

12m forward P/E på US aktier ligger højt absolut og relativt til fx DK



Den gode vinkel er, at der er udsigt til en positiv EPS-vækst på S&P500 i 2025. Vi regner selv med EPS-vækst på 10% p.a. i 2025 og 2026. 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 på forventet EPS på 293 USD, efterlader det et kursniveau på 6.446 (22x293). Det er 8% højere end det aktuelle kursniveau.

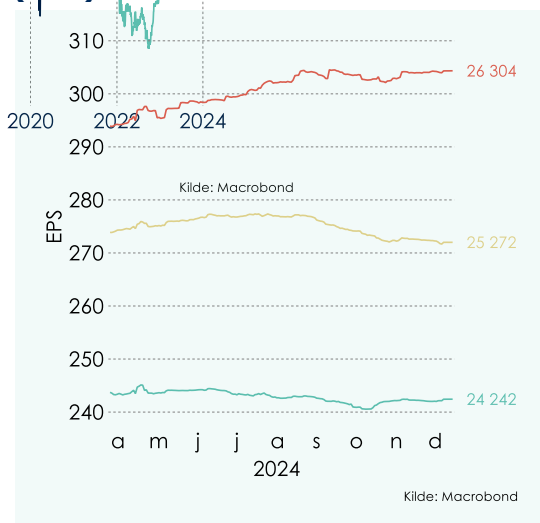
US aktieafkast helt i front i 2024



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 23% upside fra nu. Hvis vi omvendt rammer en periode med betydelig risikoaversion i markedet og skal ned omkring P/E 16,5, ja så er der langt ned, nemlig -19%. Vi regner selv med et afkast på mindst 5% og måske 10% på S&P500 i 2025, målt i DKK. Vi forventer at se kurs 6.500 i løbet af året. Det er 9% højere end aktuelt.

S&P500 konsensus EPS-forventninger (USD): +12% i 2025 OG +12% 2026



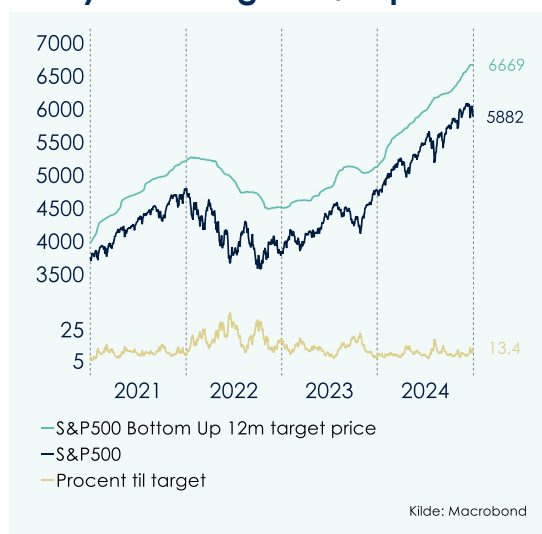
Markederne uden for USA er prisfastsat væsentlig mere gunstigt. Det gælder fx europæiske og danske aktier. Stoxx600 12m forward P/E ligger på 13,3, hvilket er helt på linje med gennemsnittet over en længere årrække. Det danske OMX Copenhagen Cap handler nede på 15,8. Begge markeder tilbyder en væsentlig 'discount' ift. USA. Udfordringen er imidlertid, at den forventede EPS-vækst ligger noget lavere, både i DK og i det bredere Europa. Fx regner analytikerne med EPS-vækst i Stoxx600 på 6% i 2025 og 9% i 2026. Konsensus ligger på 12% på S&P500 i hvert år. Så markedet er dyrt i USA, men investorerne er parate til at betale en pris for at være med i den højere vækst. Det gælder også inden for de højteknologiske selskaber, herunder Magnificent 7.

Der mangler katalysatorer, der kan igangsætte mere systematisk outperformance af de ikke-amerikanske aktiemarkeder. Det kunne være en troværdig våbenhvile/fredsftale i Ukraine, der sætter fart på investorernes interesse for aktier i Europa. Det kunne også være mere forsonende tendenser i relationen mellem USA/Trump og Kina/Xi, der trækker kapital ind i kinesiske aktier. Det kunne også være et tillidsknæk til mange af de dyrt prissatte amerikanske TECH-aktier. Det ville svække aktiemarkedet i USA relativt til øvrige markeder. Men her og nu er disse potentielle katalysatorer af ret spekulativ karakter.

For 2025 som helhed forventer vi ca. det samme afkast på MSCI AC World som på S&P500, et afkast på 5-10% inkl. udbytter og målt i DKK. Det er, hvad vi betragter som et fair afkastniveau. Den afgørende driver vil være EPS-vækst globalt på samme niveau, 5-10%. Og et P/E-niveau, der holder sig nogenlunde stabilt.

Vi vil forvente at se korrektioner gennem året, der kan nå op mod 10% på fx geopolitisk uro. Men vi bliver ikke overraskede, hvis 2025 slutter med at levere et 2-cifret afkast igen på det globale aktiemarked.

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



Stoxx600 kurstarget 12m (bottom up): Analytikerne siger 16% 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