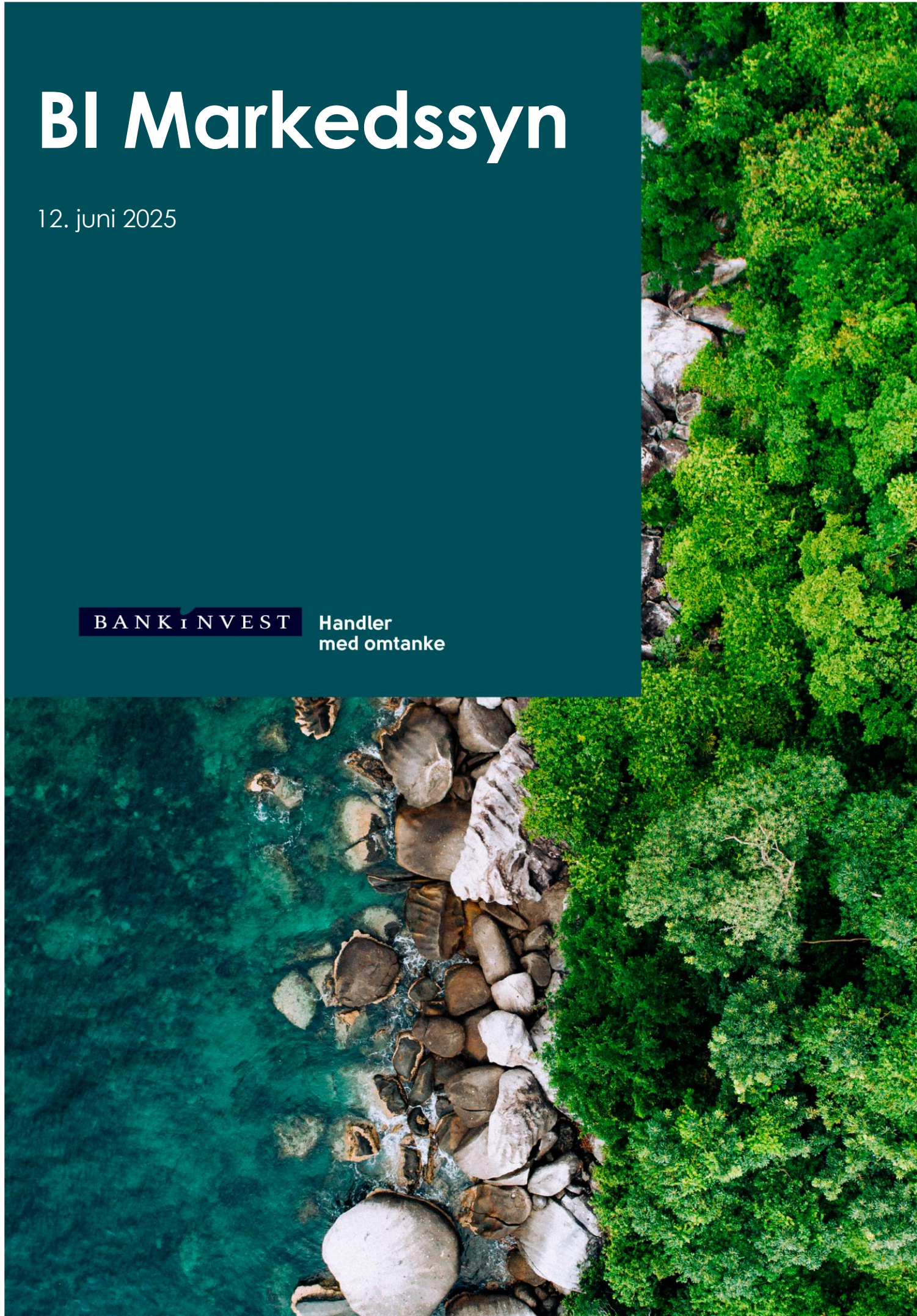


BI Markedssyn

12. juni 2025

BANKINVEST

Handler
med omtanke



Indhold

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

Indledning

Aktier ligger tæt på nye rekordniveauer. Alligevel ser vi stadig en udpræget grad af pessimisme blandt de institutionelle investorer. Frygten for en recession er stor. Om end den må være faldet over de seneste par måneder. Bemærk dette naturligvis ikke er en eksakt videnskab.

Det er vores vurdering af yderligere stigninger i aktier vil gøre ondt på netop de institutionelle investorer. Mere end hvad faldende aktiemarkeder vil gøre. Dette da de i stigende markeder vil underperforme deres benchmarks. Og dette faktum i sig selv vil betyde, at aktier vil forsætte med at blive presset op over de kommende par måneder. Netop fordi investorerne må kaste håndklædet i ringen på deres kald på en recession.

For indtil videre synes det en blød landing mere sandsynlighed end en recession. Væksten vil falde i forhold til H2 2024. Men den vil ikke gå negativ. Det makroøkonomiske data vi har fået over de seneste par måneder, synes at bekræfte denne tese. I flæng kan nævnes arbejdsmarkedet og forbruget som holder sig stærkt.

På toppen af ovenstående har vi handelskrigen. Vi nærmer os den selvbestemte deadline på pausen i handelskrigen. Handelsaftaler skal derfor enten begynde at komme på plads eller pausen skal udvides. Uanset om det bliver det ene eller det andet forventer vi det vil være positivt for aktiemarkederne. Det første dog mere end det andet.

Risikoscenariet, det mest presserende i hvert fald, er at der ikke kommer nogle handelsaftaler på plads. At Trump administrationen vender tilbage til de

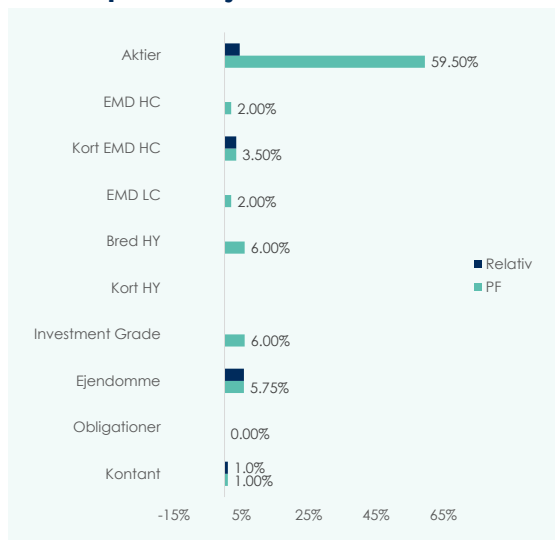
toldsatser der blev annonceret den 2. april. I dette scenarie ser vi naturligvis ind i en stor korrektion til aktier. Det er dog vores overbevisning at dette ikke kommer til at ske. Og at den amerikanske administration har indset dette, ikke er en farbar vej at gå.

Samlet set er vi i en interessant tid. Usikkerheden er høj både politisk og makroøkonomisk. Men som de seneste par måneder har vist, kan det være en kostbar strategi, finansielt, at afvente ro på alle parametre før man introducerer en høj allokering til aktier/risiko.

Allokering

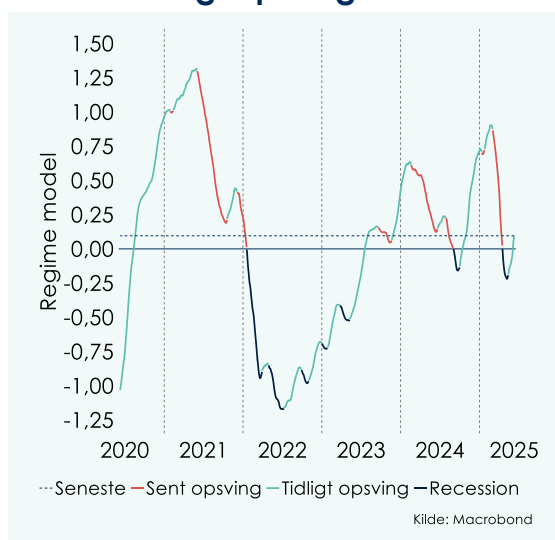
Vi har fastholdt vores høje allokering til aktier. Vi har videre fastholdt vores procykliske intra-aktie allokering. Vi er dermed eksponeret til at det nuværende opsving i aktier forsætter.

Relativ og absolut allokering af modelporteføljen



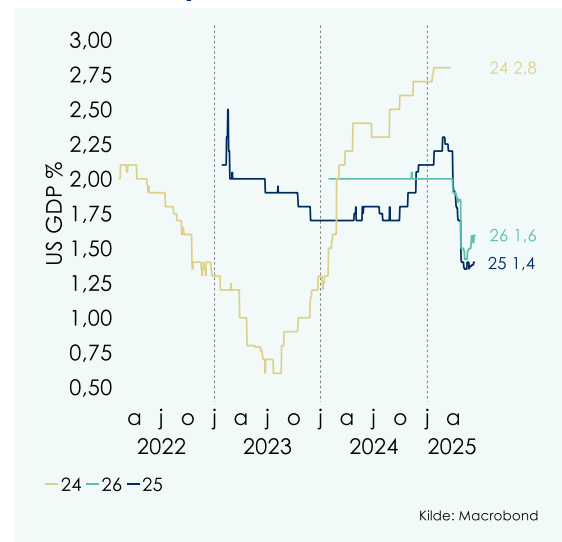
Vores regimeindikator peger på et marked i tidligt opsving.

Vi er i et tidligt opsving



Det betyder at vi forventer, at se oprevideringer til vækstestimerne over de kommende par måneder.

Vækstestimerne for USA skal revideres op

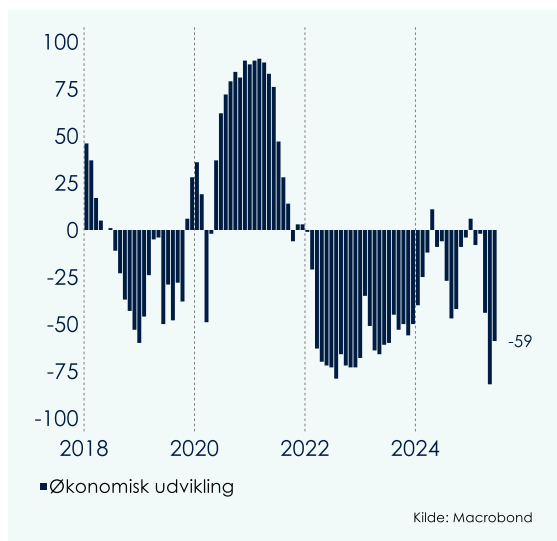


Dette vil ske som følge af en faldende andel investorer som forventer en recession. Meget lig det mønster vi så både i 2023 og 2024. Her forventede mange sig også en recession. Ikke som følge af handelskrigen naturligvis. Men dengang som følge af højere renter.

Men i 2023 og 2024 udeblev recessionen. Faktisk kom væksten stærkt ind. Det samme forventer vi også vil gøre sig gældende for 2025. Understøttet af en høj produktivitetsvækst og en lempelig amerikansk finanspolitik.

Det er vores overbevisning at markedet ikke ligger allokeret til dette. Ser vi blandt andet på Bank of Americas Fund Manager Survey, har mange stadig et negativt view på væksten og risikofyldte aktiver.

Netto-andelen af institutionelle investorer som forventer en bedring i økonomien



Det er netop denne investorgruppe vi fokuserer meget på i disse dage. For det var også denne gruppe der var sidst til at svinge rundt i 2023 og 2024. Makro data der holder sig i plus over de kommende par måneder, vil presse netop dem ind i markedet.

Vi anerkender at usikkerheden er høj i øjeblikket. Men dette er i sig selv ikke altid et argument for at holde sig på sidelinjen. For som de seneste par måneder har vist, atter engang, så reagerer markederne hurtigere end økonomien. En forsigtig allokering kan således betyde man ikke får del i de aktiestigninger vi stadig forventer at se for 2025 som helhed.

Så indtil videre fastholder vi en høj allokering til risiko. Vi er opmærksomme på faresignalerne. Men ser på nuværende tidspunkt ikke grund til at reagere på dem.

Makro og markederne

Nu er det over 2 måneder siden, at Trumps 'Liberation Day' ramte markederne med udsigten til nye tårnhøje toldsatser på omverden. Siden er hele problematikken drejet over i en noget mere pragmatisk retning, med lavere end bebudede toldsatser og igangværende handelsforhandlinger. USA synes også at være interesseret i, at den internationale handel ikke sendes helt i gulvet.

To datoer springer i øjnene: Omkring 9. juli udløber den 90-dages forhandlingsperiode, USA stillede til rådighed for de fleste samhandelspartnere i april. Det forlyder fra den amerikanske finansminister Bessent, at den deadline godt kan forlænges for lande, der viser god forhandlingsvilje. For Kina ser 12. august ud til at være deadline, idet USA og Kina blev enige i maj om at forhandle videre. Men allerede nu er der konturer af en aftale, der ser ud til at videreføre de eksisterende tariffier. USA mener, at der er tale om 55% told på importen fra Kina, og omvendt 10% på eksporten til Kina. Så det er jo en fin 'deal' set med amerikanske briller. De 55% er summen af 20% 'fentanyl told', 10% 'reciprok told', begge indført i år, og 25% told fra Trumps første præsidentperiode.

Vi har set et fint comeback på de finansielle markeder og berettigede forventninger om, at den amerikanske handelspolitik ender med toldsatser, USA og omverden kan leve med uden meget store negative økonomiske omkostninger. Det er vores base case i skrivende stund, at modvinden fra handelskrigen ikke ender med at overstige den medvind, verdensøkonomien har på en række andre områder.

Det er også vores base case, at det ustabile geopolitiske regime, vi er i, ikke kører af sporet. Vi tænker her både på USA's

engagement i NATO, krigen i Ukraine, Kina og Taiwan og den spændte situation i Mellemøsten. Vi står vel at mærke med moderate energipriser, herunder oliepriser på ca. 70 USD. Det er et element i vores relativt positive forventning til den økonomiske udvikling globalt.

USA

Økonomernes vækstforventninger er stabiliseret for 2025 og er endda steget marginalt for 2026. Vi synes 2026-konsensus ligger lavt. Meget tyder på, at 'Big Beautiful Bill' også kommer igennem Senatet før '4th of July'. Den store skattepakke er en form for ekspansiv finanspolitik, der kan forventes at styrke væksten i 2026 og i årene efter. Vi tror på, at væksten fint kan komme op over 2% i 2026 og bliver ikke overraskede, hvis konsensus gradvis kører op gennem H2'25.

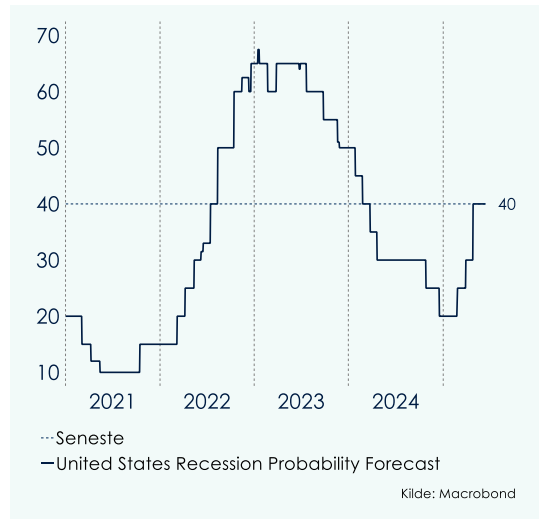
Konsensus BNP-vækst i USA er stabiliseret efter et større fald



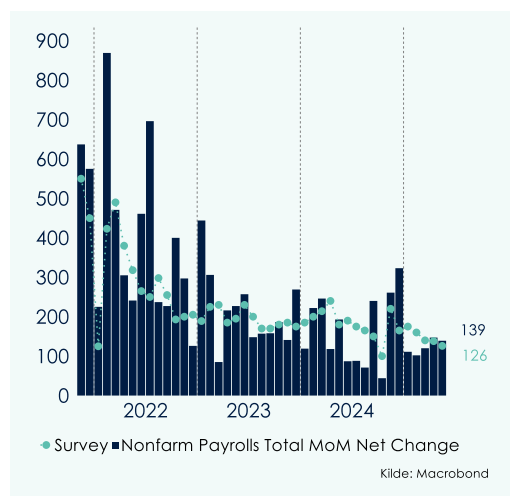
Det overrasker os lidt, at konsensus fortsat ser en 40% risiko for recession. Det forekommer ret højt i vores optik. Det er i hvert fald ikke det signal, der kommer ind fra de løbende data. De seneste job tal viste en fremgang i beskæftigelsen på 139.000 i maj. De sidste 3 måneder ligger gennemsnittet på 135.000, hvilket er ok. Der er en vis opbremsning på arbejdsmarkedet, men vi er fortsat i en

økonomi med positiv beskæftigelsesvækst. Målt y/y ligger jobvæksten på 1,1%.

Sandsynlighed for recession i USA er stadig 40% ifølge konsensus

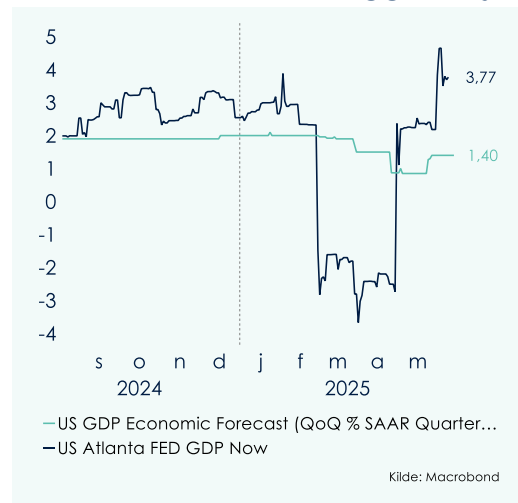


Nonfarm Payrolls: Rimelige stigninger de seneste måneder



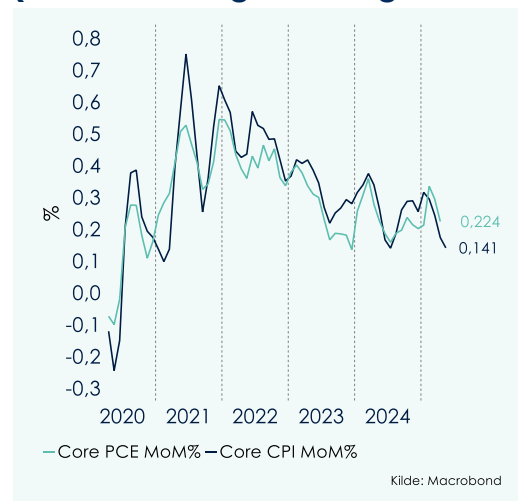
Atlanta Fed's model for BNP-væksten i dette kvartal (Q2) ligger helt oppe på 3,8%. Det virker som en overestimering, modstykket til de alt for lave estimater for Q1; en meget stor import af guld trak ned i Q1. Økonomernes konsensus ligger på 1,4% vækst (annualiseret Q/Q), hvilket nok er mere realistisk. Forbrugertilliden er vel at mærke steget lidt i den seneste opgørelse.

Atlanta Fed GDPNow ligger højt



Vi har også lige fået NFIB Small Business Optimism, der er steget noget efter et dyk efter 'Liberation day'. 'The Bad News' er, at vi har fået relativt svage ISM-tal fra både industrien og services. Men lad os se, om ikke disse data også er blevet negativt påvirkede af handelskrigens første grimme fase primo april. Bottom line: Vi forholder også indtil videre relativt optimistiske på vækstbilledet og opererer med en lav risiko for recession i USA.

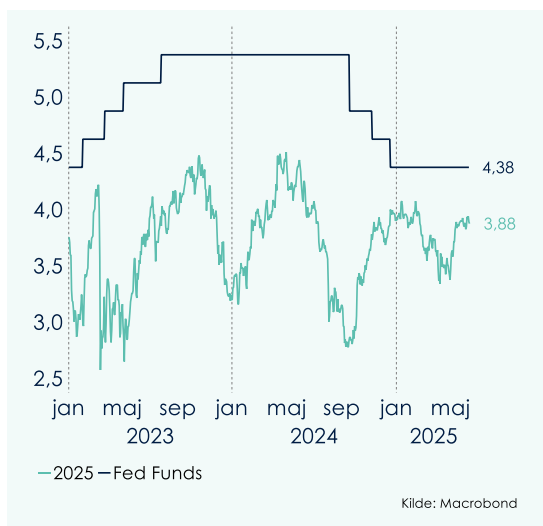
Mere afdæmpede prisstigninger (m/m 3 mdrs. glidende gennemsnit)



På inflationssiden er der indtil videre gode nyheder. Det seneste tal for core CPI viste

en månedlig stigning på bare 0,1%. 3-måneders glidende gennemsnit ligger på bare 0,14%. Det tilsvarende tal for core PCE ligger på moderate 0,22%.

FED forventes fortsat at sænke renten



De fleste regner med et vist opadgående inflationstryk i H2'25 pga. stigende importpriser via højere toldsats og svækkelsen af USD her i år. Men det ændrer ikke billedet af en underliggende inflationstrend, der begynder at flugte med FED's 2% målsætning. Dermed er der god grund til at forvente rentesænkninger. Markedet priser ca. 2 rentesænkninger á 25bp for resten af 2025, hvilket vi mener er realistisk. På længere sigt skal den korte rente ned på 3% fra aktuelt 4,25-4,50%.

Eurozonen

På nuværende tidspunkt er der ca. 10% told på EU-landenes eksport til USA med visse undtagelser. Det er et niveau, de europæiske økonomier og virksomheder godt kan leve med. Det er klart, at svækkelsen af USD på over 10% i år bidrager til den forværrede konkurrenceevne. Men vi tror ikke på, at denne negative faktor vil dominere og skubbe eurozonens samlede BNP-vækst ned i minus. Nu får vi se, hvor en handelsaftale mellem USA og EU lander

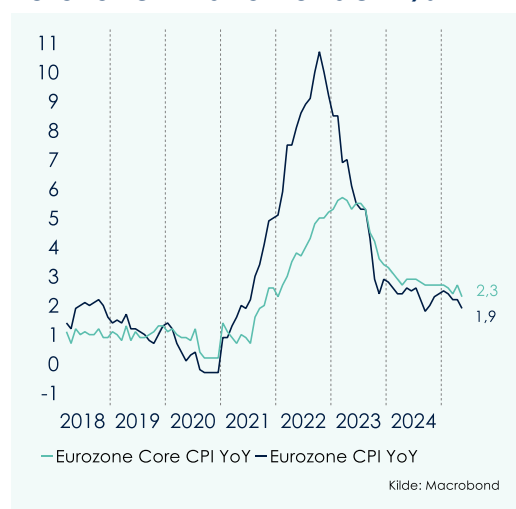
henne. Primo 2025 lå den effektive toldsats på EU's eksport til USA på under 2%. Den lander formodentlig et sted mellem 10-15%.

Konsensus på BNP-væksten er stabiliseret på 0,9% for 2025 og 1,1% for 2026. 2025 lyder fair, men som for USA tror vi, at der er 'opside-potentiale' for 2026. Det handler om den kommende markant mere ekspansive finanspolitik i bl.a. Tyskland.

Euro BNP-vækst: Konsensus for 2025 på senest 0,9%, 2026 på 1,1%



Eurozone inflation under 2%



Kerneinflationen i eurozonen er senest nede på bare 2,3% y/y. Den samlede inflation er nede på 1,9%. ECB er i mål! Det handler

selvfølgelig om perspektiverne. Men også her tegner det godt. Væksten er moderat, løninflationen stabil under 4%, og den handelsvægtede euro er i den høje del af et langsigtet interval. Den er steget ca. 5% i år. Så der er god grund til at sænke renten lidt mere. Markedet regner med ca. 1 rentesækning á 25bp for resten af 2025 og ikke meget mere over de næste 12 mdr. Det lyder realistisk i vores optik.

ECB på vej under 2% i 2025



Kina

De seneste meldinger om 55% told på eksporten til USA er en markant forbedring ift

Kina: BNP-vækstforventninger er steget igen

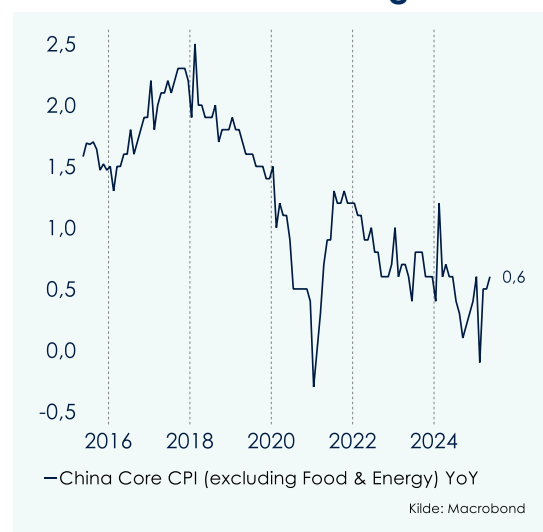


de 145%, toldkrigen kulminerede med tilbage i april. Men det er værre end de 30%, der ellers har været gældende siden 'våbenhvilen' midt maj. P.t. står det ikke helt klart for os, hvor den effektive/varegruppevægtede told kommer til at lande. Det vil ikke undre os, hvis det bliver et stykke under de 55%. Vi drager den overordnede konklusion, at Kina godt kan leve med løsningen. Kinas eksport til USA er nede på ca. 13% af Kinas totale eksport. De amerikanske importører af kinesiske varer kommer også til at tage lidt af regningen, og det samme gør de amerikanske husholdninger. Men alt i alt tror vi ikke, at det vælter økonomien i hverken USA eller Kina.

Konsensus blandt økonomerne er løftet noget på den forventede vækst i 2025 og er tilbage oppe på 4,5%. 4,1% er gældende for 2026. Det lyder rigtigt. Tilbage primo april var både vi og konsensus alvorligt bekymrede for vækstbilledet i både Kina og USA. Nu er vi heldigvis et andet og bedre sted.

Kinas inflation holder sig lidt over nulpunktet, hvilket er fint. Vi vægter risikoen for et grimt deflationsscenario ret lav.

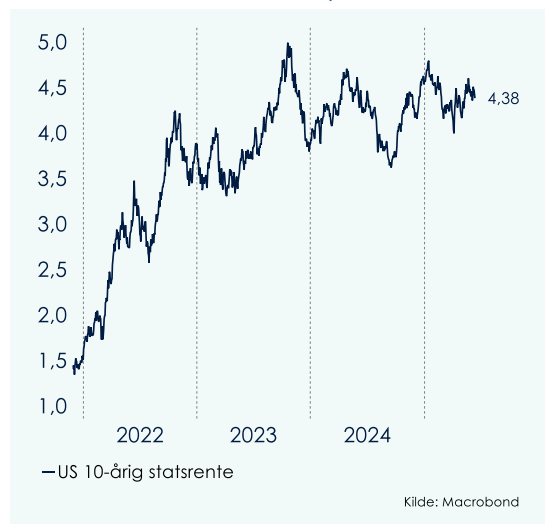
Kinas kerneinflation tilbage over 0%



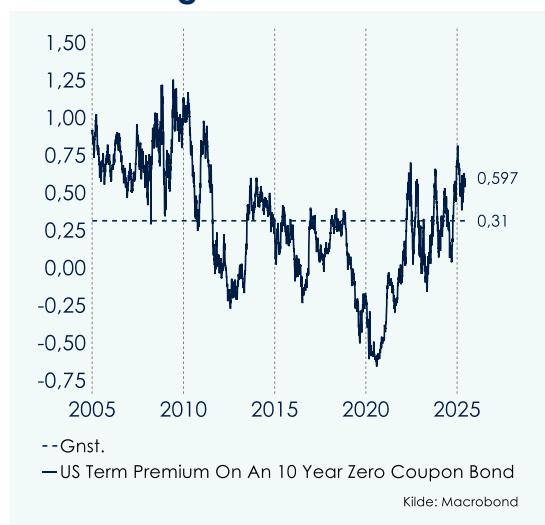
Obligationsmarkedet

Den moderate inflationsudvikling i Europa, Kina og USA er en væsentlig faktor bag den stabile udvikling i obligationsmarkedet. Den 10-årige amerikanske rente ligger senest på 4,38% og er faldet marginalt over den seneste måned. Niveaue er stort set i midten af vores 'fair value' interval på 4-5%. Forventningerne til den korte rente i markedet ligger fornuftigt priset. 'Term Premium' på en 10-årig statsobligation ligger på ca. 60bp, helt fair.

USA: 10-årig rente næsten uændret over seneste måned, nær fair value

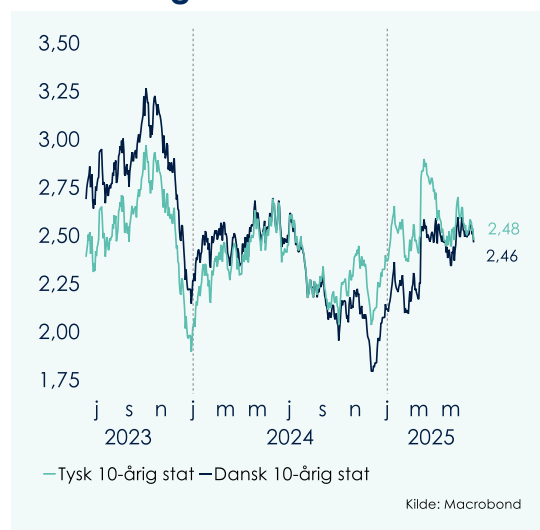


USA: 10-årig 'Term Premium' fair

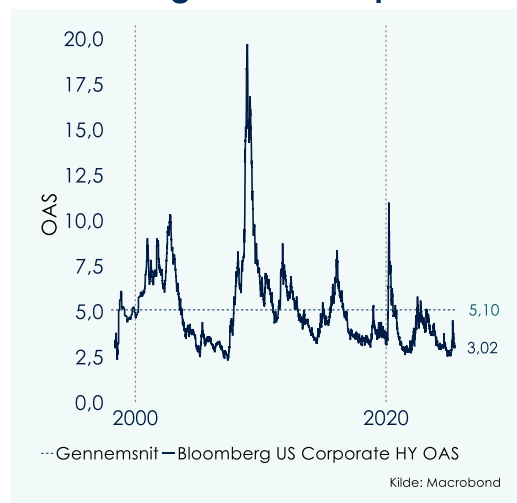


Risikoen for et større skift i renteniveauet er altid til stede. Det kunne være en overraskende recessionsfase, der rykker renteniveauet nedad. Eller en større bekymring for den stigende amerikanske statsgæld, der kunne løfte renten opad.

10-årig tyske og danske renter er faldet marginalt sidste måned



US high yield rentespænd til stat er faldet marginalt til 302bp



Vi forventer ingen af delene, men er opmærksomme på de forskellige scenarier.

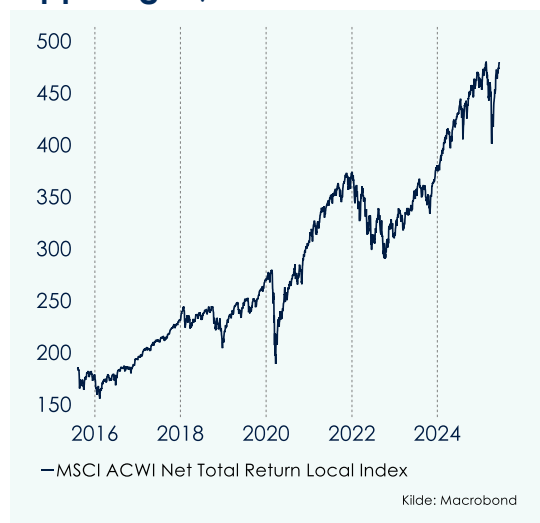
I Tyskland og Danmark har vi også set et svagt fald i de lange renter. Vi ligger lige under 2,5%, som er nedre del i et fair value interval på 2,5-3,5%. Vi løftede det interval fra 2-3% tidligere i år pga. udsigten til en væsentlig mere gældsfinansieret tysk økonomisk politik.

Kreditmarkederne står p.t. ret stærkt med lave renteforskelle til statsobligationer. Fx er vi igen nede på ca. 300bp i det amerikanske high yield obligationsmarked. Vi regner med, at spreads kan holde sig lave gennem 2025 på udsigten til en positiv væksthfremsgang i 2026.

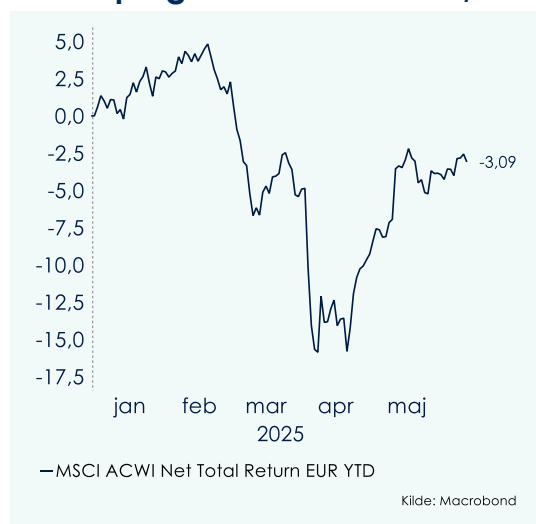
Aktiemarkederne

Aktiemarkedet har set et fint comeback siden bunden i april. Målt uden valutakurseffekter er det globale aktiemarked stort set tilbage på kursrekorden igen. Set fra en DKK-baseret investors perspektiv er afkastet fortsat ned med ca. 3% ÅTD. Det skyldes kursfaldet på USD på over 10%. Vi mener, at det her comeback er helt rationelt. Markedet er gået fra, med rette, at frygte stagflation pga. told-chokket 2. april; til nu at kunne se en positiv væksthbane forude.

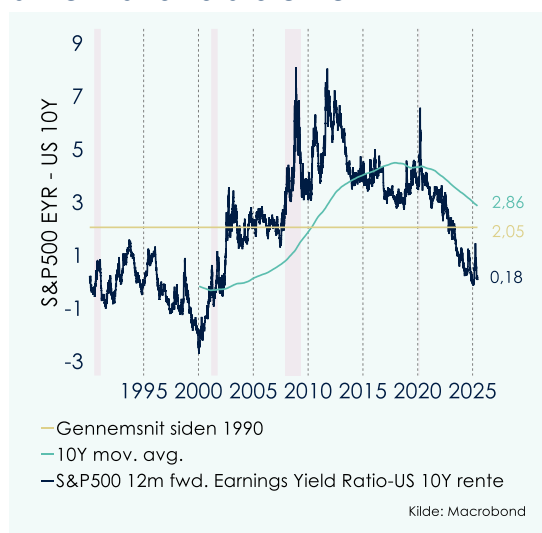
Aktiemarkedet er næsten tilbage på toppen igen, målt i lokal valuta



Afkast på globale aktier i EUR/DKK



S&P500 er DYRT prisfastsat ift. 10-årig amerikansk statsrente

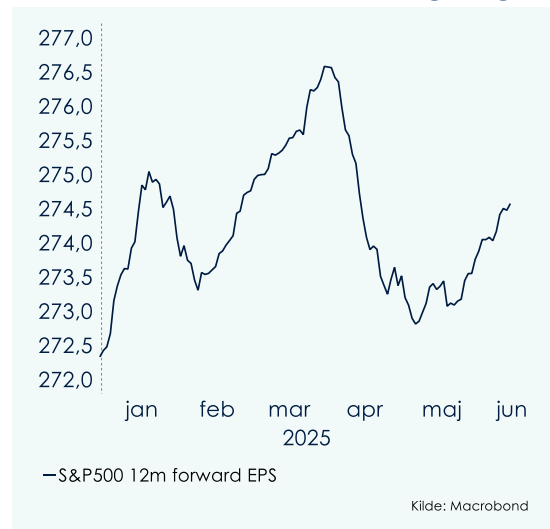


Nu står vi så her med et aktiemarked, der nok har brug for nye positive input for at kunne flyve pænt højere. Det kunne være flere konkrete og konstruktive handelsaftaler. Flere pæne økonomiske nøgletal. En ny positiv Q2-regnskabssæson, der i USA rigtig tager fart 15. juli, hvor flere store banker lægger tallene frem. Og investorer, der beslutter sig for at øge allokeringen til aktier.

Der er ingen tvivl om, at amerikanske S&P500 igen fremstår relativt dyrt. Forskellen

mellem 12m forward earnings yield og den 10-årige nominelle rente er stort set 0%. Så der er ikke meget 'risikopræmie' i aktier ift. lange stater. Det behøver der heller ikke at være. Der er også en risiko forbundet med at investere i amerikanske statsobligationer, jf. debatten om stigende statsgæld i USA.

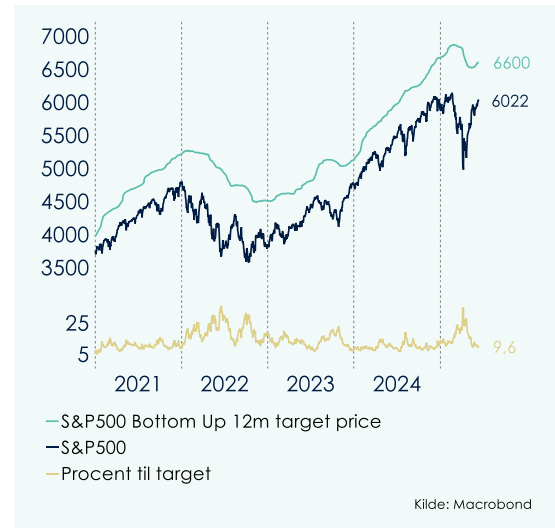
S&P500 12m forward EPS stiger igen



Den gode nyhed er, at EPS-forventningerne trækker opad. 12 mdr. forward EPS på S&P500 stiger igen støt og roligt. Vi tror det er afgørende og forventer ikke, at den høje S&P500 valuation bliver en forhindring for en positiv kursudvikling over de næste 6-12 måneder.

Bottom Up analytikernes target på S&P500 ligger på 6.600 over de næste 12 måneder. Det svarer til en kursstigning på 9,6%. Det fremstår meget realistisk. Potentiallet på Europe Stoxx600 vurderes også at være 9,6%. Det bør fint kunne realiseres.

S&P500 kurstarget 12m (bottom up): Analytikerne siger 9,6% upside



Stoxx kurstarget 12m (bottom up): Analytikerne siger 9,6% 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 undladelser foretaget på baggrund af informationerne. BankInvest anbefaler sagkyndig og professionel vejledning ved investeringsbeslutninger. Yderligere oplysninger om BankInvest findes på www.bankinvest.dk