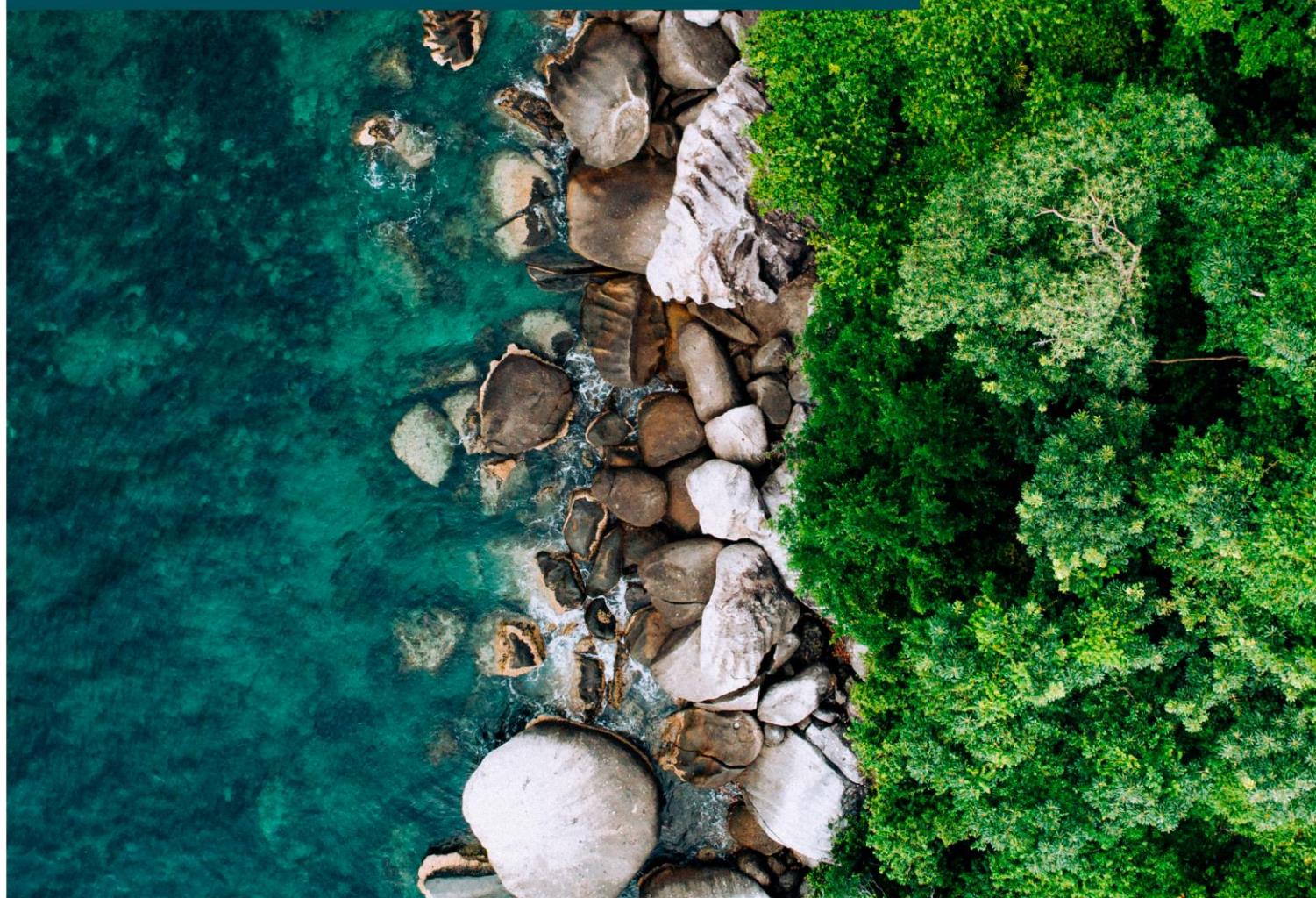


BI Markedssyn

13. marts 2025

BANK INVEST

Handler
med omtanke



Indhold

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

Indledning

Markederne korrigerer. Globale aktier i DKK, er i skrivende stund nede med rundt 10%. Korrektionen har, mere end normalt, overrasket investorerne. For forventningen var at første halvdel af 2025 ville være positiv. Dette med Trump deregulering, lavere skatter, og højere energiudvinding.

Der er en myriade af forklaringer på nedturen. Den mest prominente er den forhøjede geopolitiske risiko som Trump administrationen har indført. Hvem bliver ramt af hvilke todsatser? Består NATO samarbejdet? Hvordan ender krigen i Ukraine?

Men underliggende dette har vi også set en overraskende svækkelse i det makroøkonomiske momentum. Primo februar indikerede ledende indikatorer, at BNP-væksten skulle være positiv i første kvartal (for USA). Nu peger de på negativ vækst. Denne vending er gået hurtig. Og investorerne begynder så småt at frygte for en kortvarig recession.

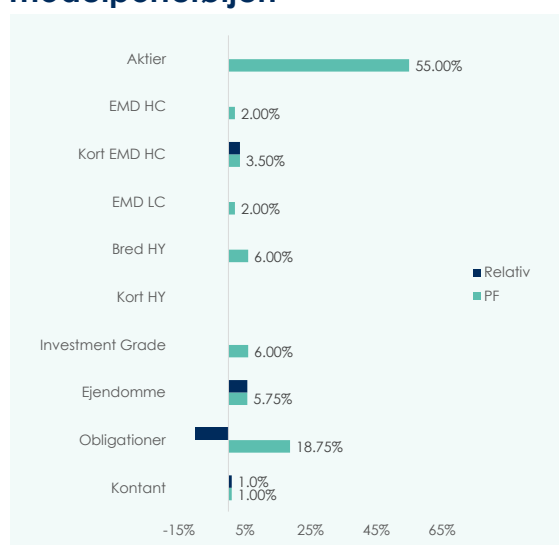
Vi kan ikke navigere fornuftigt i den Trump afledte usikkerhed. Vi mener ingen kan forudsige alt det der kommer ud fra USA nu her. Vi har derfor trukket porteføljerne mod en neutral allokering.

Vi forventer aktier skal stige over 2025! De ting som vi, og mange andre, sagde primo året gør sig stadig gældende. Det er positivt med deregulering. Det er positivt med lavere skatter. Det er positivt med fiskal stimuli i Europa. Så udsigterne for indtjeningen i virksomhederne er ikke ændret signifikant. Men undervejs vil der komme korrektioner. Vi er inde i en af dem nu. Og så venter vi bare på at positionering og sentiment er blevet rensset så meget ud, at vi atter kan købe op i aktier.

Allokering

Vi har trukket aktieandelen ned i porteføljerne. Er gået neutral. Motivationen var den voldsomme faktorrotation der begyndte medio februar. Som sidste sommer, har en defensiv rotation under overfladen, været en god advarselsslampe for en større markedskorrektion.

Relativ og absolut allokering af modelporteføljen



Ydermere har vi trukket risiko ud af aktieporteføljen. Vi har solgt ud af den type aktier der klarede det godt over 2023 og 2024. Og vi er gået op i mere traditionelle selskaber. Selskaber som har god og stabil indtjening.

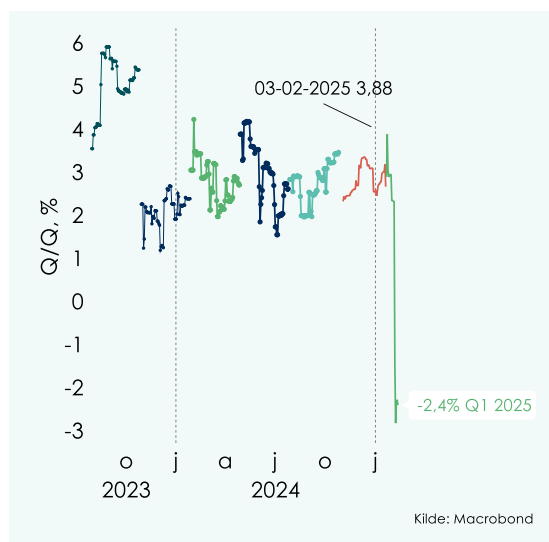
Det er vigtigt at understrege at den type selskaber vi nu har købt op i, ikke har haft en imponerende rejse over de sidste par år. For det der er steget mest, er netop de meget cykliske teknologiaktier. De aktier hvor prisfastsættningen og indtjeningen har stået i mindre fokus end fremtidsudsigterne.

Samlet set er det en portefølje som taktisk er markant mere robust end hvad den var for bare en måned siden. Det er vores

forventning vi inden for en overskuelig horisont skal tilbage til en overvægt til aktier. Vi er der bare ikke helt endnu.

Det har været en voldsom måned vi har været igennem. Vi beskriver i senere afsnit den makroøkonomiske udvikling. Men den tydeligste illustration på at noget har ændret sig, er faldet i Atlanta FED GDPNow. Primo februar indikerede den BNP-vækst på rundt 4% for Q1 2025. Nu indikerer den negativ vækst.

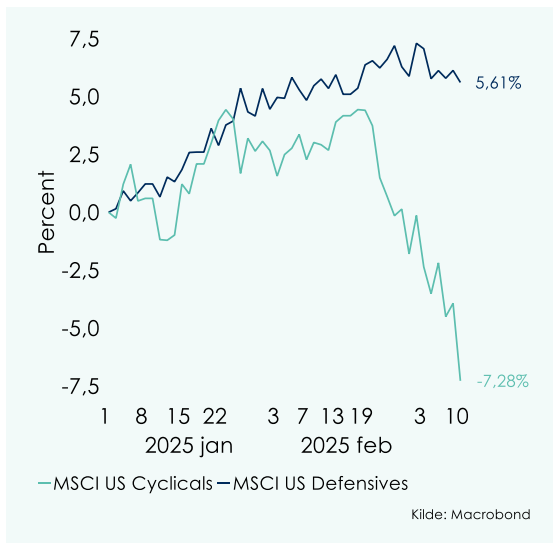
Atlanta FED har vist et skarpt fald i den forventede vækst af den amerikanske økonomi



Niveauerne bliver diskuteret. For der er en masse gode forklaringer på, at den sande BNP-vækst ikke kommer helt så negativt ud. Men trenden er rigtig: Væksten ser ud til at komme ind lavere for dette kvartal end hvad vi har været vandt til over 2024.

På markederne har vi også set en massiv defensiv rotation. En rotation som har været mere voldsom end bevægelserne på det samlede aktiemarked.

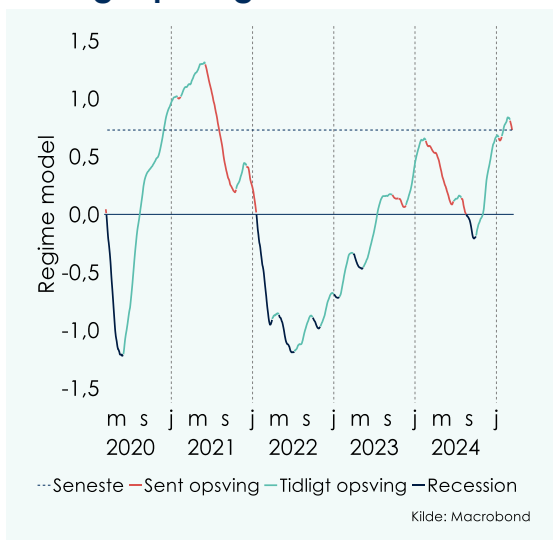
Vi har set en massiv defensiv rotation over 2025



Rotationen startede medio februar. Så markederne priser en lavere, end tidligere ventet, vækst for den amerikanske økonomi ind.

Ovenstående har medført at vores regelværk indikerer, vi er i den sene del af et opsving. Noget som stemmer godt overens med vores kvalitative opfattelse af 2025.

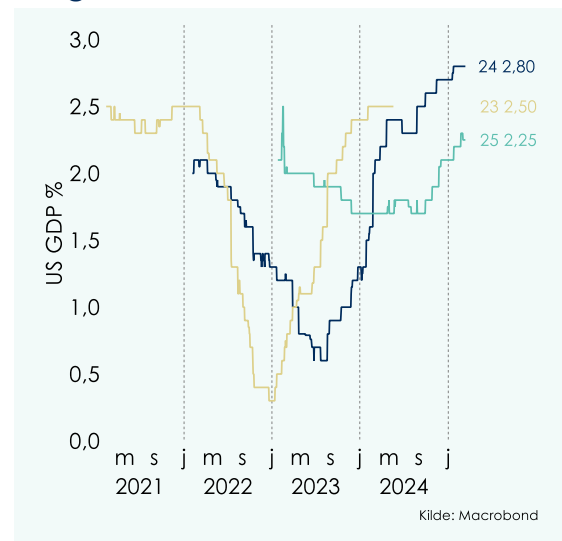
Vores regimemodel er gået tilbage til tidligt opsving



Det betyder at det vi skal se ind i et 2025 med en økonomi som skal forsøge at leve op til de vækstestimer der ligger i markedet. Dette står i kontrast til 2023 og 2024 hvor vi var vidne til signifikante oprevideringer af vækstestimerne.

En illustration på ovenstående er at vi nu er begyndt at se de første nedrevideringer af BNP-estimerne for 2025.

BNP-estimerne for USA revideres nu svagt ned



Men samlet set har vi altså taget risiko ud af porteføljerne. Så afventer vi noget klarhed i markedet før vi forventeligvis kan gå tilbage ind i en høj allokering til aktier. Men dette er altså ikke nu. Der er for meget usikkerhed i markedet.

Makro og markederne

USA: Vores base case for 2025 med BNP-vækst på 2,5% (2-3%) er mere udfordret og tilter mod 'nedsiden'. Trump & Co. ser ud til at være villige til at tolerere en vis økonomisk afmatning i konsekvens af en hård kurs i handelspolitikken. Finansminister Bessent taler om en økonomisk 'DETOX' i takt med, at der tages vækst ud af den statslige sektor til fordel for vækst i den private sektor. FED udfordret af for høj inflation. Vores base case om kerneinflation (core PCE) omkring 2,5% mod udgangen af året tilter mod 'opsiden'.

Eurozonen: Base case med BNP-vækst omkring 1% i 2025 intakt. Men forventninger til 2026 er stigende på større investeringer i forsvar (EU) og infrastruktur (Tyskland).

Kina: Kører videre med 4-5% vækst. Trumps USA har lagt ekstra 20% told på vareimport fra Kina. Kina gør gengæld og kompenserer ved at udrulle mere ekspansive politikker. Det vil holde væksten over 4%. Risikoen for deflation er en udfordring for Kinas top.

FED: Potentialt for rentesænkninger i 2025 er begrænset pga. et vist inflationspres. Vi regner fortsat med at se Fed Funds 50bp lavere i 2025. Markedet siger nu -75bp.

ECB: Rentesænkningerne er i gang, senest med -25bp i marts til 2,50%. Korte rente kommer sandsynligvis ned på 2% i slut 2025.

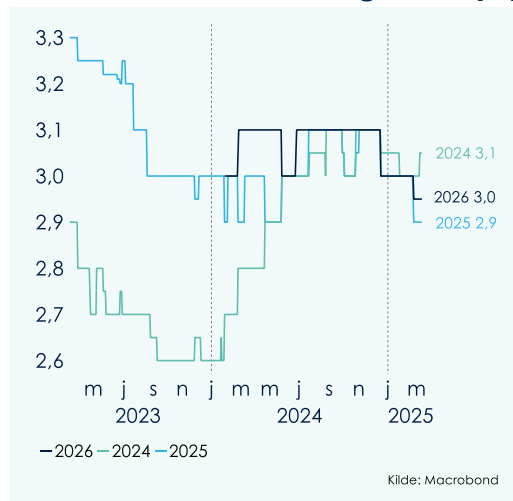
Obligationer: Vi ser 'Fair Value' på den 10-årige rente i USA i niveauet 4-5%. Fair Value på den 10-årige tyske rente skyder vi op +50bp til 2,5-3,5%. Meget stor sandsynlighed for større gældsætning i Tyskland efter valget 23. februar.

Aktier: Aktiemarkedet vil komme sig igen efter den aktuelle korrektion. 5-10% afkast på MSCI AC World i 2025 er realistisk.

Vores globale vækstoptimisme er ikke vingeskudt, selvom der aktuelt hersker usikkerhed om verdens største økonomi, USA. Vi anerkender, at Trumps handelskrig er

en risikofaktor for både USA og den globale økonomi. Men vi tror fortsat ikke på recession i USA. Og meget vigtigt stepper både EU og Kina op for den proaktive økonomiske politik. Samlet set er det stadig realistisk, at væksten globalt kommer ud omkring 3% i 2025.

Konsensus BNP-vækst globalt y/y%



USA

Det springende punkt i USA bliver, om psykologien blandt virksomheder og husholdninger drejer over i den velkendte negative selvforstærkende spiral. Vi ser lige nu et klart fald i forbrugertilliden. Selvom arbejdsmarkedet egentlig er relativt stærkt med lav arbejdsløshed på 4,1%, er der usikkerhed mht. fremtiden. Det kan gennemtvinge mere opsparing og tilbageholdt forbrug. Vi så i den seneste opgørelse af privatforbruget for januar et tydeligt tilbagefald.

MEN på den positive side så vi også en klar fremgang i indkomsterne. Det er i sidste ende afgørende, hvad der kommer ind i lønningsposerne. Det er rigtig, at der pt. bliver fyret ansatte i statsapparatet. Her er der ca. 3 mio. ansatte. Det handler om DOGE og Musk's effektiviseringer. Men det er fortsat en meget lille del af det samlede arbejdsmarked, der er i spil. Der er ikke tegn

på et bredere svigt. Fx så vi senest en fremgang i Nonfarm Payrolls på 151.000. Sidste måned blev justeret ned til 125.000. Men de sidste 3 måneders gennemsnit ligger på 200.000. Vi har også lige fået tal for antal jobannoncer, der ligger stabilt og relativt højt. ISM Service viste i den seneste rapport et positivt løft i beskæftigelseskomponenten.

Vækst i beskæftigelsen er drejet mere positivt igen



Så er der spørgsmålet om alle de private virksomheder. Usikkerheden om handelspolitikken påvirker en del. Men er det den faktor, der vil knække den ellers stærke trend i investeringerne? Det tror vi ikke. Tværtimod er der meget af Trump-administrationens arbejde, der sigter mod at styrke investeringerne i USA, særlig i industrien.

Samlet set anerkender vi, at vækstbilledet i USA er blevet lidt mindre positivt. Det er muligt, at vi skal ned omkring 2% i 2025. Analytikerne har justeret sandsynligheden for recession op til 25%. Men det indebærer også, at man ser langt størst sandsynlighed for positiv vækst. Konsensus ligger senest til en BNP-vækst i 2025 på 2,25%.

Sandsynlighed for recession i USA er steget en spids til 25% over 12 mdr.



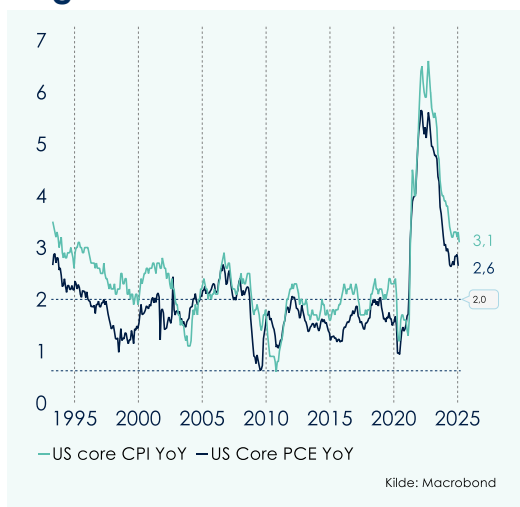
Konsensus BNP-vækst i USA holder sig over 2% for 2025



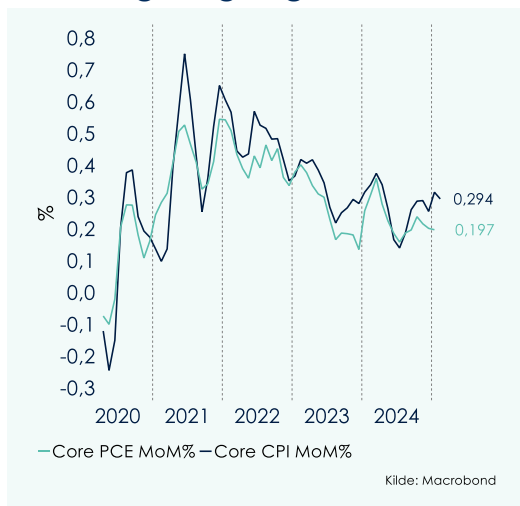
På inflationssiden var forrige måneds stigning i core CPI på 0,4% m/m lidt af en kold dukkert. MEN den seneste opgørelse for februar landede på 0,2% m/m%. Det bringer den annualiserede stigning over de sidste 3 måneder ned på 0,29%. Core PCE ligger vel at mærke nede på 0,2% 3 mdr. annualiseret. Kadencen skal ned på 0,165% for at ramme 2% annualiseret. Så der er et stykke ned. Udfordringen for FED ligger også i, at den årlige rate i core PCE ligger oppe på 2,6%. Den skulle gerne trende ned under 2,5% og

ned mod 2%, før FED rigtig kan løse pengepolitikken yderligere. Trumps højere todsatser vil virke som et éngangsløft i udvalgte priser på både halvfabrikata og færdigvarer. Gennemslaget er ikke let at estimere. Men vi kan godt se, at core PCE y/y i Q4 får svært ved at komme ned på vores hidtidige estimat på 2,5%. Det bliver nok mellem 2,5-3,0%. Så det hele er lidt af

Faldet i den årlige kerneinflation er stagneret



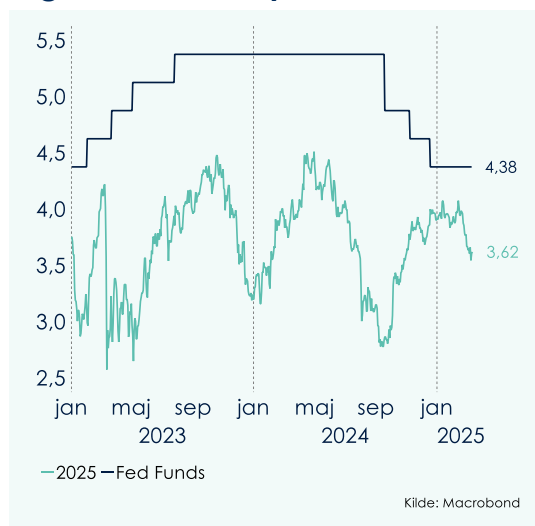
...men core PCE trender ned på de månedlige stigninger



en balancegang for FED: Inflationen vil nok ikke falde så meget som ventet, mens væksten kan blive lavere end ventet. Vi

regner stadig med 2 rentenedsættelser á 25bp. Det vil indebære, at Fed Funds korridoren kommer ned på 3,75-4,0%. Markedet regner med -75bp, hvilket ikke er helt umuligt.

FED vil sænke renten i 2025. Vi regner med -50bp



Eurozonen

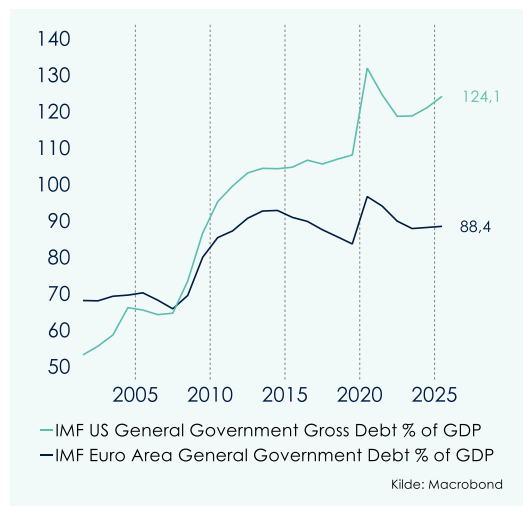
Eurozonen oplever lige nu, hvad der kan være et større 'paradigmeskifte'. Efter valget i Tyskland er der taget fat på et opgør med den langvarige 'gældsbremse'. Forhandlingerne er ikke i mål. Men meget tyder på, at der virkelig vil blive åbnet for de finanspolitiske sluser og optaget mere gæld. Man taler om en ramme på 500 mia. EUR, der skal bruges til investeringer i den fysiske og digitale infrastruktur. Det er over 10% af BNP. Dertil kommer flere hundrede milliarder i forsvaret. Det gælder også bredere i EU og dermed eurozonen. Von der Leyen opererer med en fælles ramme på 800 mia. EUR til finansiering og investeringer i forsvaret. EU's nominelle BNP ligger på ca. 18.000 mia. EUR. 800 mia. EUR svarer ca. 4,4% af BNP. Dertil kommer nationale tiltag. Fokus er virkelig zoomet ind på at bygge et meget stærkere forsvar – hurtigt. Og i Tyskland er der en erkendelse af, at landet skal op i et højere vækstgear både cyklisk og strukturelt.

Vi er klar over, at Trumps handelskrig kan ramme noget vækst i Europa. Men der er denne indre nye drivkraft. Netto holder vi fast i vurderingen af, at væksten lander omkring 1% i 2025. Perspektiverne er i klar bedring for 2026 og fremad. Positivt!

Euro BNP-vækst: Konsensus for 2025 er på 0,9%, men 2026 er stigende



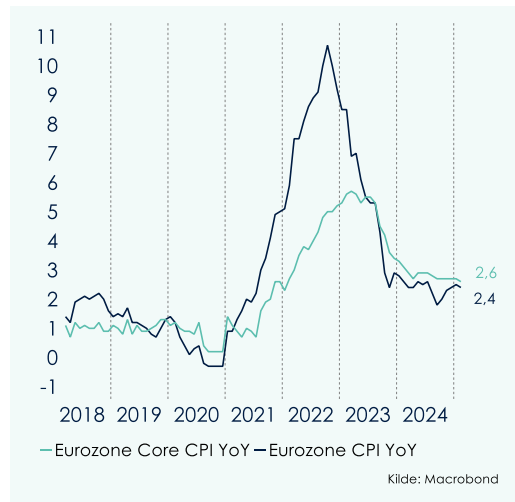
Den offentlige gæld i eurozonen er relativ lav i % af BNP



Bagsiden af konvolutten er, at gælden vil vokse hurtigere end ventet. Det har obligationsmarkedet taget forskud på med stigende renter. MEN der er god plads til ekstra låntagning. Den samlede offentlige

gæld i eurozonen ligger på 88% af BNP. Det er noget lavere end i USA med 124%.

Eurozone inflation y/y%



ECB på vej mod 2% i 2025



Kerneinflationen i eurozonen er senest faldet marginalt til 2,6% y/y. Headline ligger på 2,4%. Vi regner stadig med et fald ned til omkring 2% på core CPI. Det seneste positive er, at euroen er gået stærkere, ca. 3% handelsvægtet. Det skærer lidt af importpriserne. ECB er selvfølgelig opmærksom på, at den økonomiske politik drejer i mere vækstoffremmende retning med potentielt højere inflationspres. Så der vil være en yderligere grad af forsigtighed i ECB. Vi forventer, at den korte rente

kommer ned på 2% i 2025. Markedet priser også et fald i den korte rente til det niveau.

Kina

Kina kom ud af 2025 med officiel BNP-vækst på 5%. Og myndighederne har sat samme mål for 2025. Kinas top er meget bevidst om de negative vækstkonsekvenser af den aktuelle handelskrig med USA. Trump & Co. har senest løftet importtolden på varer fra Kina fra 10% til 20%. Dertil kommer den universelle told på 25% pålagt import af stål og aluminium. Derfor er der fuld fart på at stimulere økonomien på anden vis. Og det er tydeligt, at man nu går efter at styrke privatforbruget. Husholdningerne har bunket af opsparing. Myndighederne er i gang med at give tilskud på visse forbrugsområder. Vi ser også tegn på en vis grad af stabilisering i ejendomsmarkedet. Priserne på eksisterende lejligheder er faldende, men i aftagende grad. Priserne på nye lejligheder er stort set stabiliseret på tværs af de 70 største byer.

Kinas BNP-vækst omkring 4-5%



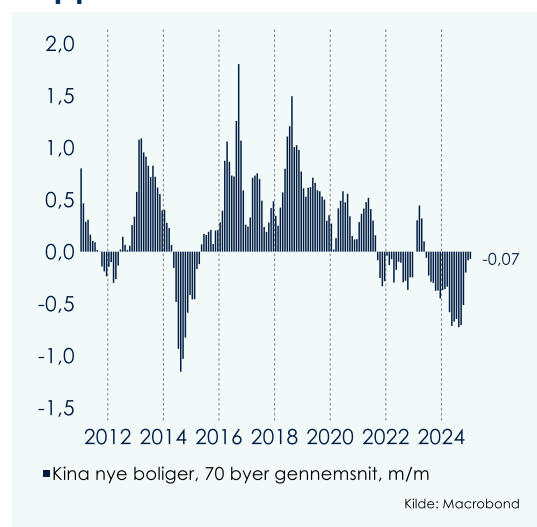
Samtidig ser vi, at Kinas Xi Jinping har forbedret relationerne til den private sektor. Og vi har set et aktiemarked, der er steget siden september. Det gælder særlig tech-aktier efter fremkomsten af DeepSeek tidligere i år. Samlet set er vi ikke særlig

bekymrede for Kinas vækstbane. Vi regner med mindst 4% vækst, og det er muligt, at målet på 5% nås for 2025.

Industriproduktionen stiger over 6%

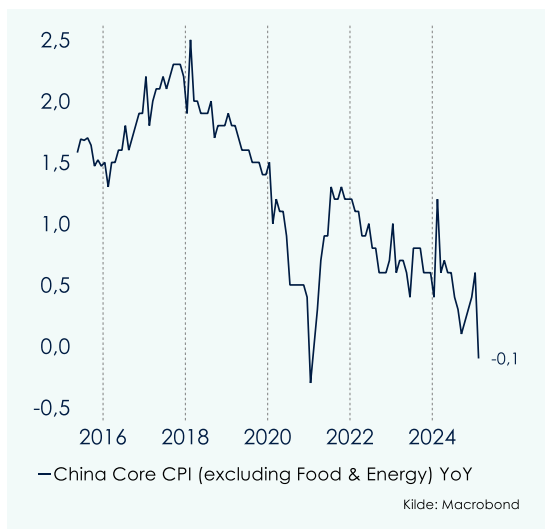


Prisfaldet på nye boliger er næsten stoppet



Kinas kerneinflation er senest kollapsedet til et årligt faldt på 0,1%. Givet de forskellige positive impulser ind i økonomien, tror vi ikke på, at landet er på vej ind i en dybere deflation. Men risikoen er til stede, og det er netop det, som myndighederne reagerer på med mere ekspansive politikker.

Kinas kerneinflation under 0%



Obligationsrenterne

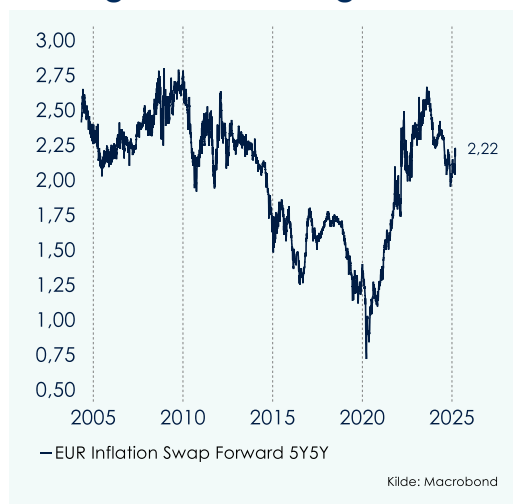
Vi har gennem de seneste uger været vidne til et markant løft i de europæiske obligationsrenter. Det er sket til trods for den nylige rentesænkning fra ECB fra 2,75% til 2,50%. Det hele handler om udsigten til voksende finansieringsbehov på tværs af Europa og i særdeleshed i Tyskland. Vi opfatter begivenhederne som lidt af et regimeskifte i eurozonen i retning af mere væksthjælpende økonomisk politik. Det er med til at øge inflationsforventninger og skal koste nogle basispunkter op i renterne, også lidt mere systematisk.

10-årig tysk rente stiger mod 3%



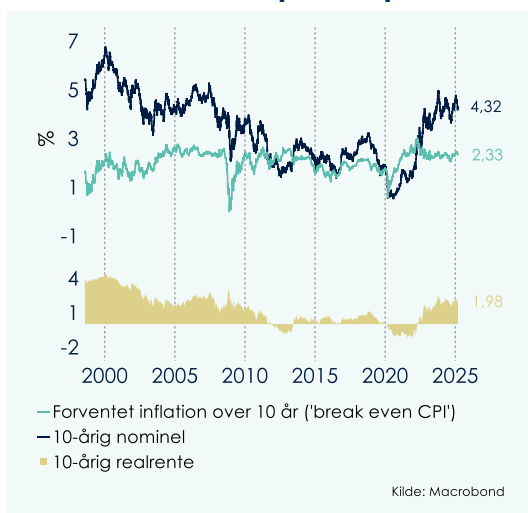
Vi har tidligere vurderet, at fair value på den 10-årige tyske rente ligger på 2-3%. Det interval rykker vi op til 2,5-3,5%. Selvom den korte rente skal ned på sigt i et naturligt leje på 1,5-2,0%, bør der være en mere stejl rentekurve i et højere vækst- og inflationsscenario med voksende finansieringsbehov. Senest ligger vi lige under 3% på den tyske rente og kan meget vel bryde op gennem toppen fra 2023 på 3,03%.

EUR 5Y5Y Forward Inflation Swap: Prising af inflation stiger

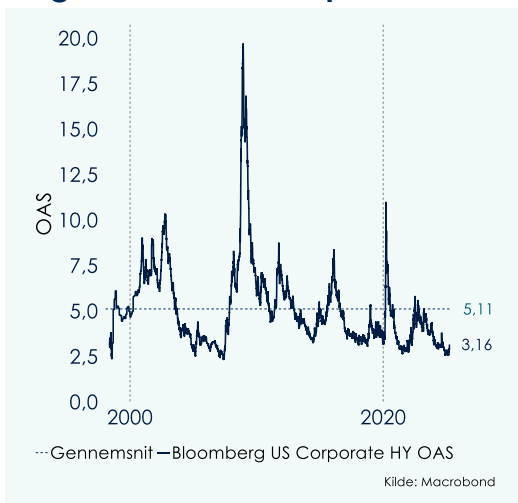


I relation til USA mener vi fortsat, at et interval på 4-5% på den 10-årige rente repræsenterer et fair value niveau. Se også sidste måneds Markedssyn for en gennemgang af rationalet. Senest er renten nede på 4,31%. Så vi er ikke langt fra midten af fair value intervallet. Flere bløde væksttal fra USA i de kommende uger kan godt presse renten ned mod de 4%.

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



US high yield rentespænd til stat er steget til senest 316bp



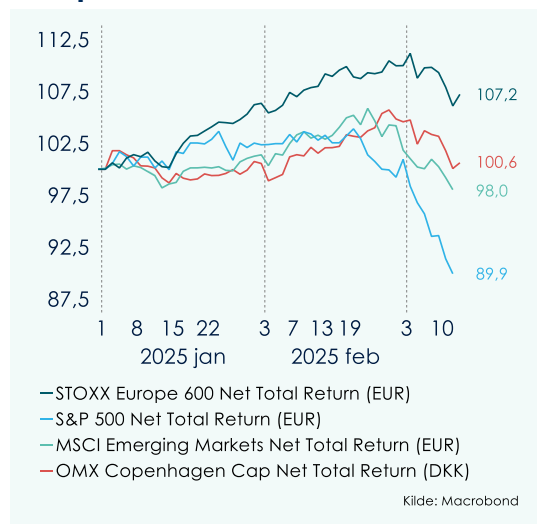
Helt i sympati med de pressede aktiemarkeder har vi set kreditpræmierne øges. Det amerikanske high yield rentespænd til stat er steget fra en bund på 256bp i januar til senest 316bp. Bekymringen for den amerikanske vækstbane skaber også en vis bekymring for potentielle kredittab. Vi er vel at mærke vidne til en tydelig stigning i forsinkede betalinger på kreditkort og billån blandt forbrugerne. Vi forventer ikke de store stigninger i kredittabene i erhvervssektoren. Men der ligger usikkerhed i markedet, og der skal

mere styrke til i aktiemarkedet, før vi begynder at se mere stabile kreditmarkeder.

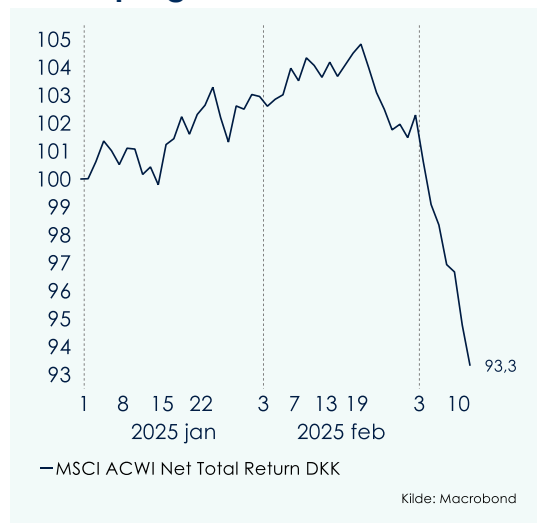
Aktiemarkederne

Aktiemarkederne har været under pres siden toppen i S&P500 19. februar. Det har været en kombination af vækstbekymring i USA og en særskil usikkerhed om Big Tech perspektiverne. S&P500 har korrigeret ca. 10%. Magnificent Seven indekset har korrigeret ca. 22% (fra toppen i december). Globalt set er afkastet år til dato nede ca. 6% i DKK. Det kommer efter et plus på næsten 5% i februar, lidt af en vending.

Europæiske aktier er foran ÅTD

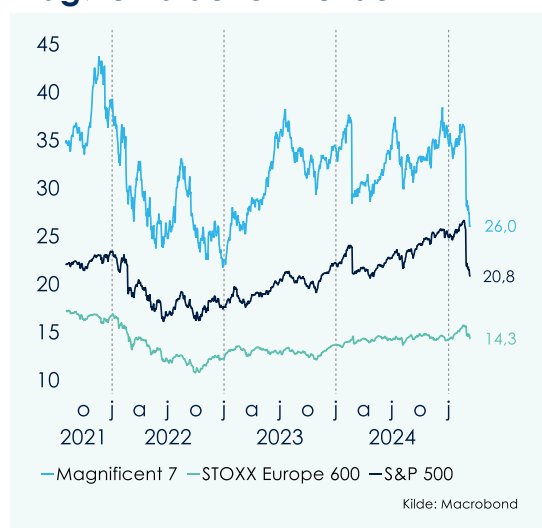


Afkast på globale aktier er i minus



Bevægelsen ned i aktier indebærer, at valuation på nogle områder fremstår mere attraktivt. Vi er godt klar over, at der hersker usikkerhed om 'E-et' i 12m forward P/E. Men alligevel. 12m forward P/E på netop Magnificent Seven er faldet til ca. 26 fra 38 i slutningen af 2024. Vi er ikke så langt fra lavpunktet ved årsskiftet 22-23. Der kan meget vel være investorer, der begynder at se værdi i denne type aktier igen.

12m forward Price Earnings Ratio: Mag7 er faldet en hel del

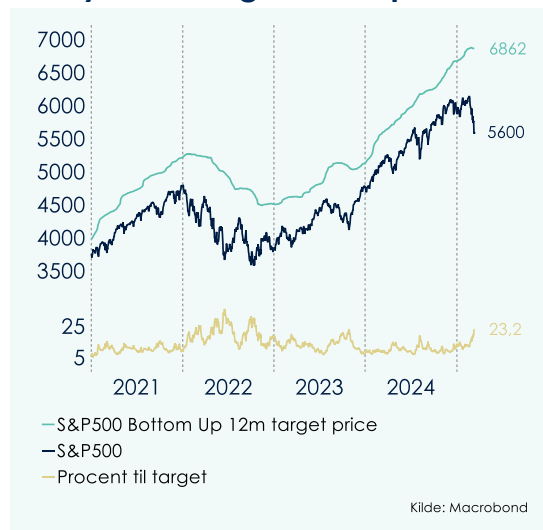


Vi kan ikke afvise et yderligere kursfald i S&P500 ned mod bundene på 5.200-5.400 fra august-september 2024. Men vi regner med, at indekset, og de globale markeder, ligger højere igen senere i 2025. Dette på baggrund af pæn vækst i verdensøkonomien i 2025, stabile til lavere inflationsrater i USA og Europa, lavere korte renter i FED og ECB, rimelig stabile lange renter, og udsigt til et godt vækst-år 2026 givet Trumps fremadrettede skattesænkninger i USA og stimulerende politikker i Kina og Europa. Alt dette vil presse virksomhedernes indtjening opad.

Vores tidligere target på S&P500 på 6.500 virkelig lidt ambitiøst lige nu. Vi regner bestemt med, at markedet skal tilbage over

kurs 6.000. Vi forventer fortsat, at afkastet på MSCI AC World lander mellem 5% og 10% i DKK i 2025.

S&P500 kurstarget 12m (bottom up): Analytikerne siger 23% 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