

Indsigt

9. april 2025

BANK INVEST

Handler
med omtanke



Indhold

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

Indledning

Handelskrigen blev markant værre end ventet. Trump administrationen fremlagde en, for mange, obskur beregning som grundlag for de kraftigt forhøjede toldsatser.

Som følge af ovenstående faldt aktier markant. Volatiliteten steg til niveauer vi alene har set overgået i 2008 og under Corona.

Indtil den 2. april mente vi en recession var usandsynlig. Dette grundet den massive fiskale stimuli vi ser globalt og den stadig stærke tilstand af den amerikanske økonomi. Isoleret set mente vi heller ikke at handelskrigen i sig selv ville blive stor nok til at tage økonomien i recession.

Denne relativt positive holdning står vi ved. Om end det eskalerer så hurtigt at vi også begynder at tvivle herpå. Men i takt med at markederne falder, ser vi en anden mulighed blive mere sandsynlig: En psykologisk dreven recession. Når usikkerheden er enorm, når det bliver svært at handle, når markederne falder, har virksomhederne ikke lyst til at investere. Forbrugerne har ikke lyst til at købe. Hvis ikke der hurtigt bliver sat en stopper for de fald vi har set, så risikerer dette at blive en ond spiral.

Der er stadig mulighed for at bremse det. Kortvarigt ved at Trump viser, det er muligt at få forhandlet ned sin toldsats. Dette kunne f.eks. ske ved at fjerne de højere satser på lande som allerede har, eller lovet de vil, fjernet deres på USA. Dette kunne f.eks. være mod Taiwan, Israel, eller Vietnam. Landets størrelse betyder ikke noget. Det er signalet. Noget andet der kortvarigt kunne sætte en stop for korrektionen, ville være centralbankerne der sænker renten. Dette i lyset af at de også

godt ved, at den nuværende markedsuro ikke må få lov at køre for længe.

Den næste tid bliver ekstremt usikkerhed. Aktier vil kunne falde og stige meget kraftigt. Vi kan ikke, og vil ikke, forholde os til det kvalitativt. Gætte hvad Trump kommer til at gøre eller ej.

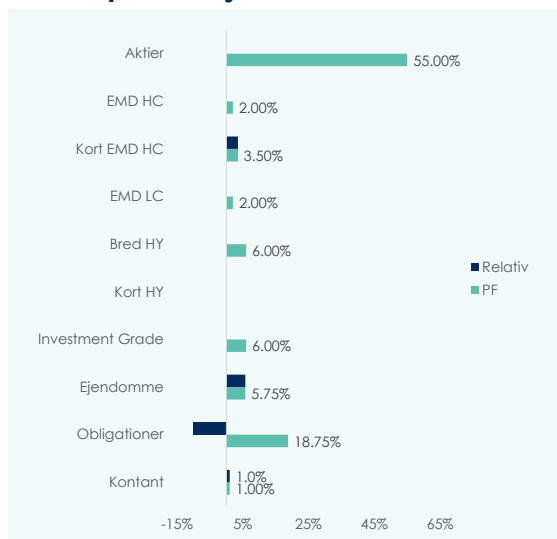
Vi holder os til nogle simple regler: Lad være med at kæmpe imod negativt momentum. Når alle er negative så køb aktier. Lyt lige så meget til markedet som til makro.

Vi står på grænsen til at momentum nu er ved at blive negativ. Og vi er derfor gået neutral aktier i porteføljerne. Vi fastholder vores intra-aktie tilt som har været godt i alt dette. Men det vigtige budskab er at vi sent, desværre, i korrektionen tager aktier ned.

Allokering

Vi har trukket risiko ud af porteføljerne igen. Dette efter vi gik ind i april med en overvægt til aktier.

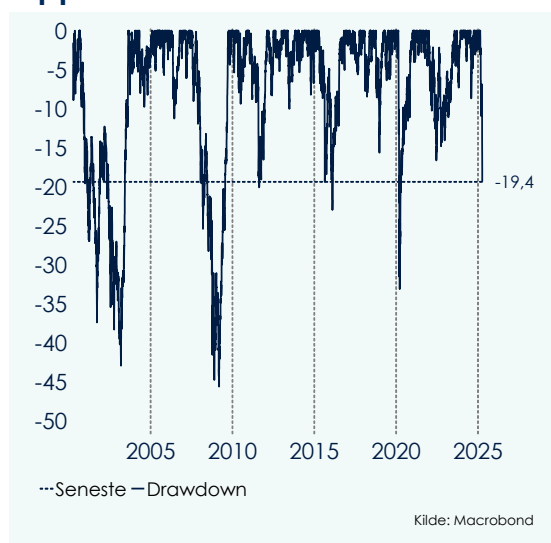
Relativ og absolut allokering af modelporteføljen



Handelskrigen har overrasket os negativt. Vores basecase lå langt fra det som blev annonceret.

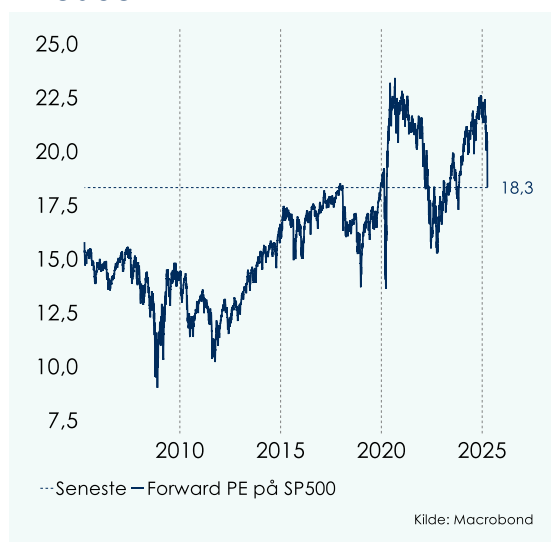
Men vi er efterladt med et marked som nu er faldet så meget som det normalt gør i en recession.

Aktier er faldet med næsten 20% fra toppen



Om man tror recessionen kommer eller ej, så må man anerkende at meget allerede er i prisen. Modargumentet til det er, at valuations stadig ligger på høje niveauer.

Aktier handler stadig på dyre niveauer

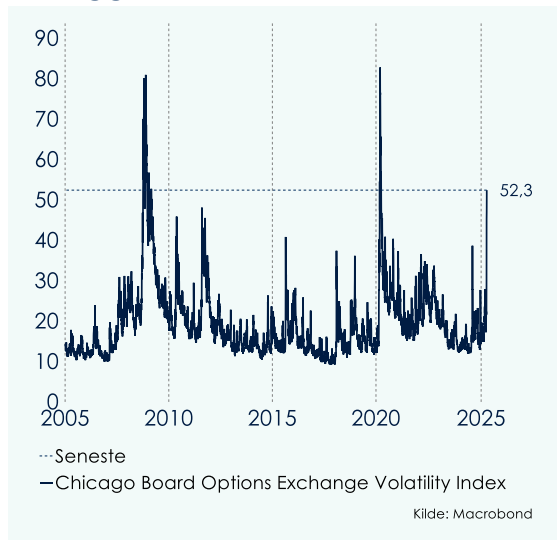


Skal vi ind i en rigtig recession, så vil aktier skulle falde yderligere. Og dette scenarie er desværre hastigt stigende i sandsynlighed.

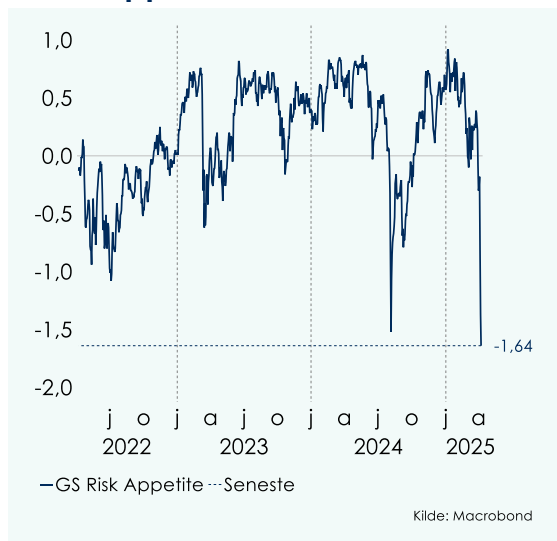
Som følge af det massive fald i aktier har vi set sentiment blive kraftigt forværret. Vi har

set VIX lukke i de højeste niveauer siden Corona krisen. Vi har Goldman Sachs Risk Appetit indikator på ekstreme niveauer.

VIX ligger på ekstreme niveauer



Risiko appetitten er helt i bund



Det er åbenlyst, for os, at det kontrære i disse dage er at være overvægtet aktier. Markedet bør være ekstremt følsomt overfor selv de mindste positive nyheder. Og hvad kunne det så være?

- Trump viser at nogen lande godt kan få sat tolsatsen ned. Det behøver ikke være et stort land. Man kunne

starte med Taiwan, Israel, eller Vietnam. Lande som selv har vist sig villige til at sætte deres tolsatser ned mod USA. Det vigtige er at vise en vej.

- Rentesænkninger fra centralbankerne. De kan ikke sidde forsat markedsuro overhørig. Dette ville eksponere dem mod en psykologi drevet recession
- Bedre end ventet makro. I 2023 ventede alle på at makro blev dårligt for USA som følge af de højere renter. Nu venter alle at makro bliver dårligere som følge af tolsatserne. Holder det sig stærkt vil det efter nogle måneder vende narrativen.
- Trump annoncerer en gulerod. Dette kunne være skattelempelser eller lignede. Viser at han også kan lave noget væksthæmmende.

Hver af disse punkter vil i sig selv kunne understøtte markederne. Og givet sentimentet, trække markedet meget kraftigt op herfra.

Endeligt er der også den kortsigtede mulighed, at Trump "bare" udskyder de forhøjede tolsatser i et par måneder. Giver noget tid til forhandlinger.

Men selvom alle disse katalysatorer findes, så ændrer det ikke ved faktummet at momentum er blevet negativt. Om end det historisk har været godt at være kontrær, så skal man alene gøre det hvis man har momentum med sig. Og det har vi ikke i øjeblikket.

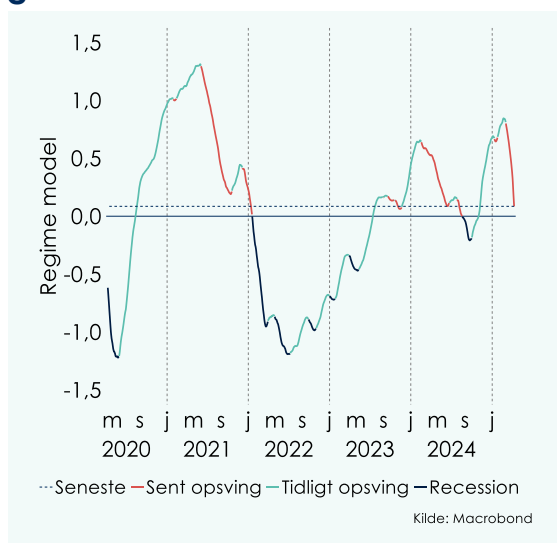
Momentum er lige ved at vende rundt. 50 dage under det 200 dage



mulighed for at købe kontrært op i dette marked. Men for at vi kan gøre dette, skal vi have momentum med os.

Som nok kan forstås var det ikke det marked vi havde forventet. Og hvis der er et gran rationalitet i den amerikanske administration kommer der nogle bløder kommentarer ud over de kommende par dage. Kommentarer som trækker aktier op. Men vi kan og vil ikke sidde tabet i momentum overhørigt.

Vores samlede model er tæt på at gå i recession



Tilbage i februar måned gik vi op i de sencykliske aktier. Dem vi kalder Slowdown. Dette har været en god beslutning. For denne type aktier har klaret det bedre end det brede marked. Dette hjælper især dele af vores høj risiko porteføljer. Dem som har en høj eksponering til denne type af aktier.

Alt er vitterligt presset helt i bund nu her. Og der kommer næsten med garanti en

Makro og markederne

USA: Vores tidligere base case for 2025 med BNP-vækst på 2-3% er nu markant udfordret af den kraftigt eskalerede handelskrig anført af Trumps store eksperiment. Visionen er MAGA med en revitalisering af den amerikanske strategi og bedre vilkår for de amerikanske husholdninger. Der er en betydelig risiko for, at strategien med en høj toldmur vil vise sig helt forfejlet. Prognoserne er behæftet med stor usikkerhed. Vi regner med nulvækst i 2025. Vi forventer, at 2026 bliver markant bedre. Hvis ikke det sker, vil det republikanske parti se en markant tilbagegang ved Midtvejsvalget i november 2026. Vores tidligere base case om kerneinflation (core PCE) omkring 2,5% mod udgangen af året er nu klart for optimistisk. Importpriserne vil stige betydeligt på de højere importtariffer. Core PCE kan nå 3,5-4,5% y/y i Q4. Men det er midlertidigt, og inflationen vil falde ind i 2026.

Eurozonen: Vores tidligere base case med BNP-vækst omkring 1% i 2025 er også udfordret af handelskrigen, det seneste pres på de finansielle markeder og negative psykologiske effekter. Vi sigter mod 0-0,5% vækst i 2025. 2026 tegner stadig noget mere positivt på forventede store finanspolitiske lempelser i Tyskland og markant stigende investeringer i forsvaret i hele EU.

Kina: USA's 104% told på varer fra Kina vil med et slag eliminere en stor del af samhandlen. USA's andel af Kinas samlede eksport er allerede nede på 13-14%. Så det er håndterbart for Kina, der også vil skrue op for stimulerende politikker rettet mod forbrugerne. Fra 4-5% regner vi nu med BNP-vækst på 3-4% i 2025 og 2026 med.

FED: Er fanget i et 'stagflationsdilemma' med faldende økonomisk aktivitet, stigende arbejdsløshed forude, men også stigende inflation. Vi tror FED vil se igennem det midlertidige løft i importpriserne og er enige i markedets forventning om en betydelig

rentesækning forude. 100bp er ikke urealistisk i resten af 2025.

ECB: Vi har tidligere forventet et fald i den korte rente ned til 2% ultimo året, svarende til -50bp. Vi regner nu med et fald på 75-100bp, på linje med markedets prisning.

Obligationer: Vi ser fortsat 'Fair Value' på den 10-årige rente i USA i niveauet 4-5% og 2,5-3,5% Tyskland. Med udsigt til stagnation eller måske recession i USA, kan renterne let falde under bunden i intervallerne midlertidigt.

Aktier: Aktiemarkedet i USA, Danmark og globalt har korrigeret med markante 20%. Risikoen på kort sigt er yderligere fald i et marked, der indstiller sig på meget lavere indtjeningsvækst forude. Vi forventer ikke desto mindre et positivt rebound i andet halvår 2025 på væsentlig bedre vækstperspektiver ind i 2026 og frem.

USA

Det bliver nu helt afgørende, at Trumps 'Handelskrig 2.0' finder en mere stabil fase. Slaget mellem Kina og USA kører for fuldt tryk. Men det kan dårligt blive værre. Omvendt er det indtrykket, at der kan laves nogle aftaler mellem USA og en række øvrige lande, der reducerer tariffen ift. det gældende niveau. Sydkorea og Japan er lige nu i spil. EU virker relativt pragmatisk ift. de 20%, Trump annoncerede 2. april. Vi får se, om ikke det også er en form for maksimal overligger, der kan forhandles ned. Vi noterer os, at presset på Trump fra toppen af det amerikanske erhvervsliv er kraftigt stigende. Der er massiv utilfredshed med handelspolitikken. Trump vil have på radaren, at der er Midtvejsvalg i november 2026, om 1,5 år. Der skal republikanerne kunne levere positive økonomiske resultater. Det er afgørende, at de bebudede skattelettelser senere i 2025 bliver gennemført. Det handler først og fremmest om at forlænge skattelettelserne fra 2017, fra Trumps første præsidentperiode. Men der er også tale om nye skattelettelser

og skattefritagelser på tips og overførselsindkomster.

BNP-prognoserne er på vej ned, men har slet ikke ramt et realistisk niveau endnu. Vi regner selv med, at USA kommer ud af 2025 med noget der ligner nulvækst. I et bredere interval kan vi godt se væksten et sted mellem -1% og +1%.

Konsensus BNP-vækst i USA på vej ned for 2025



Sandsynlighed for recession i USA er steget til 30% ifølge konsensus



Én ting står klart: Sandsynligheden for recession er steget med Trumps nye tariffer.

Konsensus mener, der er 30% risiko for recession. Vi kommer givetvis til at se den procent blive skruet markant i vejret i de kommende uger.

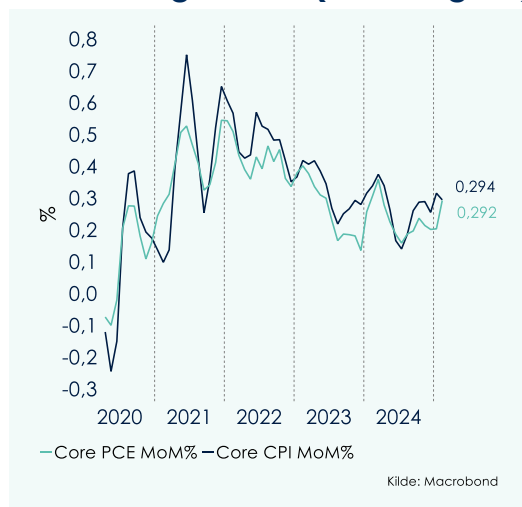
Det er værd at bemærke, at den seneste udvikling på arbejdsmarkedet ikke er så ringe endda. Nonfarm Payrolls steg 228.000 i marts, mere end ventet. Januar-februar blev imidlertid nedjusteret. Så de sidste 3 mdrs. snit er nede på 152.000. Det skal blive uhyre interessant at følge tallene fra arbejdsmarkedet de næste måneder.

Vækst i beskæftigelsen er trendet nedad igen, her 3 mdrs. gnst.

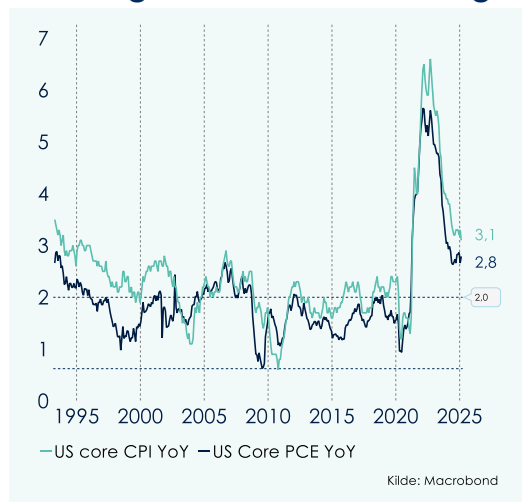


På inflationssiden har både core CPI og core PCE lagt sig på gennemsnitligt + 0,3% m/m over de sidste 3 måneder. Det er klart højere end de nødvendige 0,17% m/m, svarende til 2% annualiseret. Importpriserne vil stige mærkbart i den kommende periode. Der er mange effekter i spil: Højere tariffer, svagere USD, prisforhandlinger mellem importører og eksportører, og hvor meget prisstigning der i sidste ende overvælttes på forbrugeren. Så vi har at gøre med meget usikre estimater på CPI og PCE. Vi regner groft med, at FED's foretrukne mål, core PCE, vil ligge i 3,5-4,5% niveauet ultimo 2025.

Priserne stiger m/m (3 mdr. gnst.)



Den årlige kerneinflation vil stige

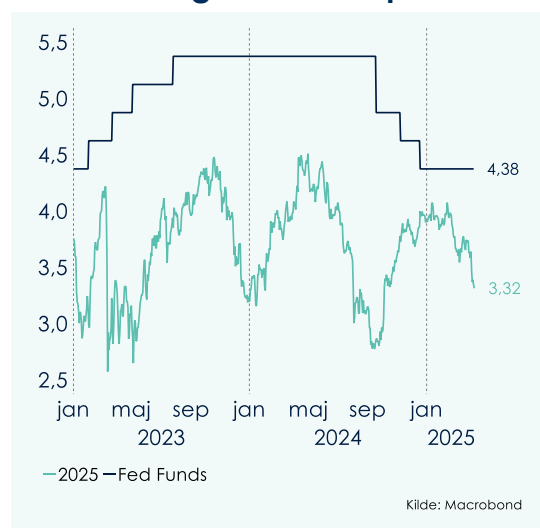


Vi forventer, at FED vil være i stand til at 'se igennem' de store stigninger i importpriserne. De kommer som éngangsløft på rigtig mange varer nu og i de kommende måneder. Men når vi kommer ind i Q2 2026, vil disse effekter udfases i den årlige prisstigning. Vi tror ikke, at den underliggende inflationstendens vil stige. Økonomien er rigelig presset. Det er sandsynligt, at løninflationen kommer under pres og dermed den private efterspørgsel. Det bør sætte sig i et pres nedad på priserne på mange varer og services.

Ligesom markedet er vi ret overbeviste om, at FED er på vej til at sænke renterne. 100bp er meget realistisk. Udgangspunktet på 4,25-4,50% på den korte rente efterlader rigelig plads til endnu mere.

FED vil sænke renten i 2025.

Markedet siger ca. 100bp



Eurozonen

Eurozonen må nu indstille sig på, at vareeksporten til USA er pålagt 20% told. Visse varer er undtaget, men de 20% gælder langt det meste. Eurozonens eksport til USA udgør ca. 12% af den samlede eksport og ca. 3% af BNP. Estimerer peger på, at de 20% groft skudt kan koste 0,5pp på væksten i eurozonen.

Den gode nyhed er, at den nye tyske regering er på plads med Merz i front som kansler og CDU/SPD i regeringen. Tyskland har taget et opgør med den langvarige såkaldte 'gældsbremse'. Staten kommer til at poste store pengesummer ud i samfundet i de kommende år, til forsvaret, fysisk og digital infrastruktur og grøn omstilling. I det bredere EU/eurozonen bliver der skruet op for massive investeringer i forsvaret.

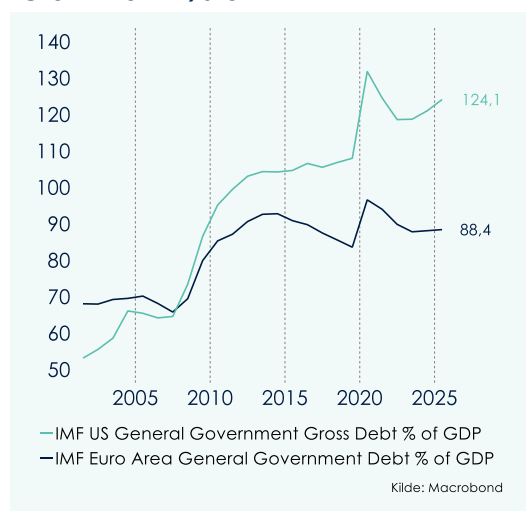
Det positive gennemslag i 2025 bliver begrænset, mens handelskrigen rammer her

og nu. Men de ekspansive politikker vil ramme som en bazooka ind i 2026 og frem. Vi forventer et blodfattigt vækstår 2025, måske på 0,5%. Men det er realistisk at forvente en betydelig forbedring ind i 2026.

Euro BNP-vækst: Konsensus for 2025 vil falde ned mod 0,5%

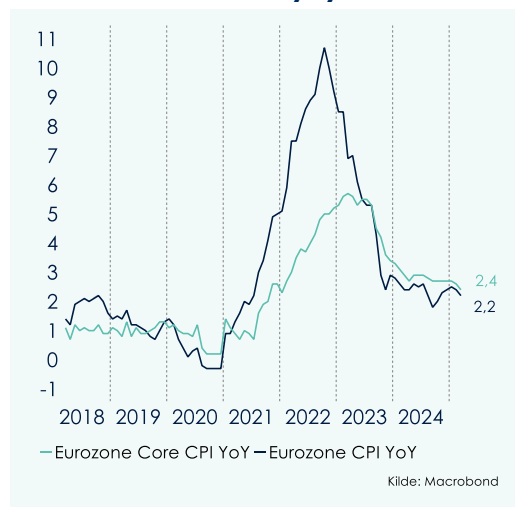


Den offentlige gæld i eurozonen er relativt lav i % af BNP



Bagsiden af konvolutten er, at gælden vil vokse hurtigere end ventet. Men der er god plads til ekstra låntagning. Den samlede offentlige gæld i eurozonen ligger på ca. 88% af BNP. Det er noget lavere end i USA med 124%.

Eurozone inflation y/y%



ECB på vej under 2% i 2025

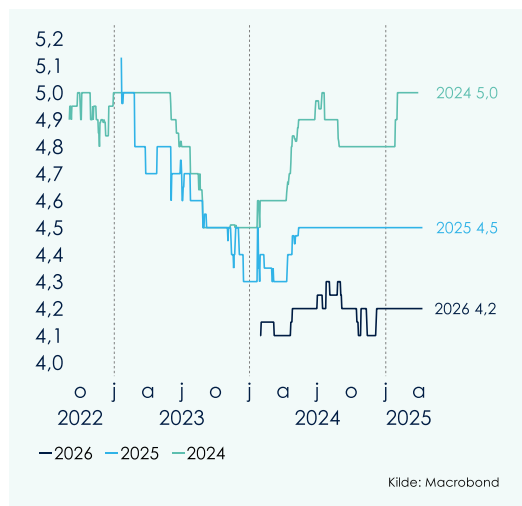


Kerneinflationen i eurozonen er senest faldet 0,2pp til 2,4% y/y. Headline er også faldet 0,2pp til 2,2%. Vi regner stadig med et fald ned til omkring 2% på core CPI. Risikoen synes nu at være på nedsiden pga. lavere end ventet økonomisk fremgang. Dertil kommer, at euroen er gået stærkere ca. 3% handelsvægtet. Vi er overbeviste om, at ECB vil sænke renten igen, sandsynligvis på mødet 17. april. Markedet priser 86bp ned i resten af 2025. Et sted mellem 75bp og 100bp lyder realistisk.

Kina

Kina har svaret igen ved at løfte de tidligere annoncerede toldsats på 34% med 50pp. Så nu er eksporten fra USA ramt af 84% told. Grove estimater tilsiger, at handelskrigen vil presse Kinas BNP ned med 1-1,5% point. Vi regner med, at mere stimulerende politikker internt i Kina vil kompensere noget af dette. Kinas top har sat et mål om BNP-vækst på 5% i 2025. Det virker ret urealistisk. I stedet for 4-5% sigter vi nu efter 3-4% vækst. Hvis landet formår at få sat skub under den private efterspørgsel, kan væksten i 2026 stige op i 4-5% intervallet igen.

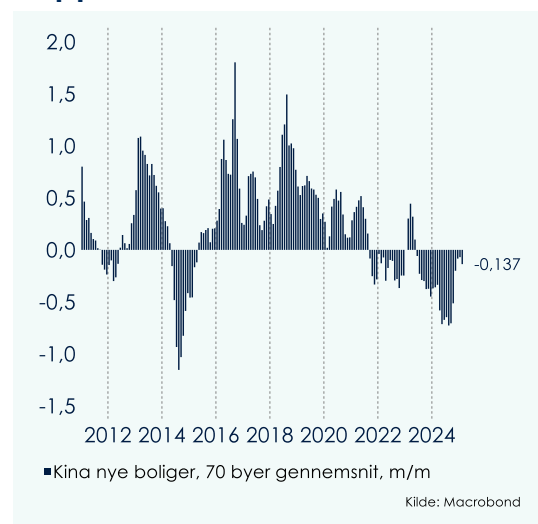
Kinas BNP-vækst ned mod 3-4%



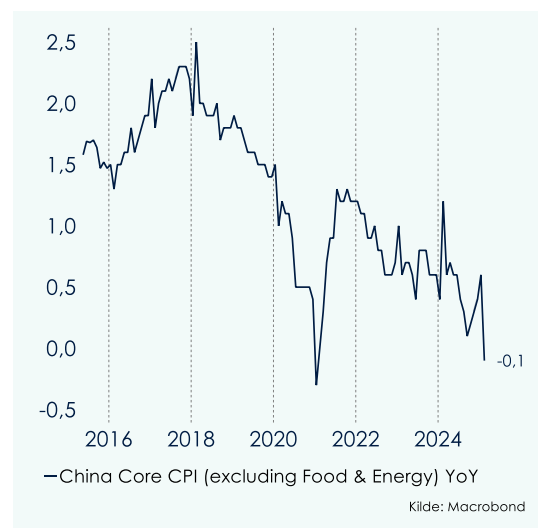
Bemærk også, at Kinas Xi Jinping har forbedret relationerne til den private sektor. Og at de statsejede fonde er ude og købe op i aktiemarkedet. Det ser ud til at forhindre et større kollaps i aktiemarkedet.

Kinas kerneinflation er nede på et årligt fald på 0,1%. Det pres, der nu kommer på landets eksportindustri med bredere økonomiske effekter, kan presse priserne yderligere ned. Risikoen for, at landet stryger ned i en deflationsspiral, skal ikke negligeres. Så meget desto mere er der ekstra grund til at forvente nye bølger af proaktiv økonomisk politik inkl. penge- og kreditpolitikken.

Prisfaldet på nye boliger er næsten stoppet



Kinas kerneinflation under 0%



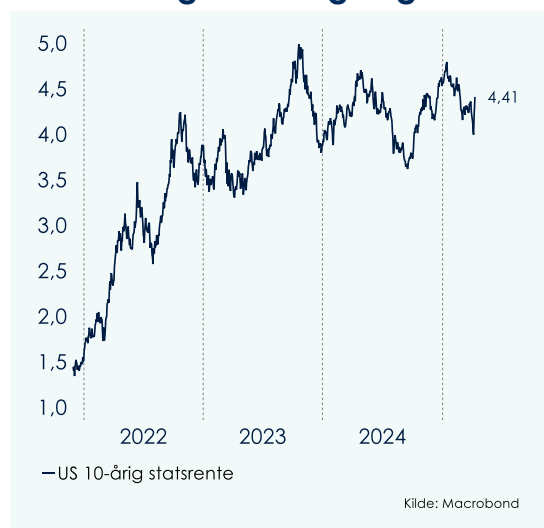
Obligationsmarkedet

Den 10-årige amerikanske rente ligger senest på 4,41%, hvilket er nær midten af vores 'Fair Value' interval på 4-5%. De forværrede økonomiske perspektiver i USA giver større potentiale for rentefald end rentestigninger i den kommende periode. Renten var nede på 3,85% efter annonceringen af de nye reciproke tariffier 2. april, der satte aktiemarkederne under markant pres. Vi kan godt komme derned igen på kortere sigt. Risikoen for et stort udsalg af amerikanske stater, fx anført af

Kina, er til stede og kan presse renterne op. Men det vil være midlertidigt.

'Fundamentals' vil tage over igen, og her handler det om konjunkturudviklingen (i svagere retning) og et svagere underliggende inflationspres.

USA: 10-årig rente stiger igen



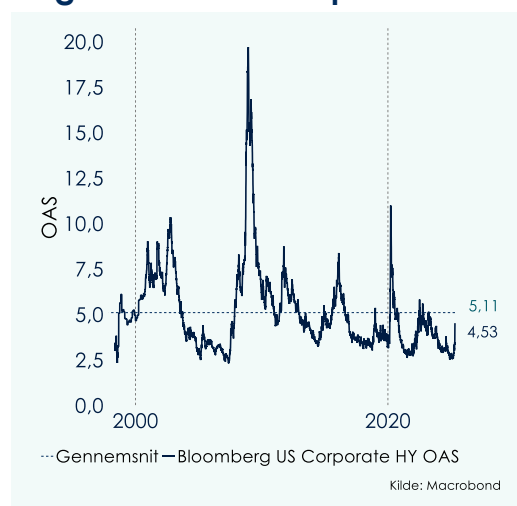
10-årig tysk rente på 2,6%



Den 10-årige tyske rente ligger allerede i nedre del af vores fair value interval på 2,5-3,5%. Det har vi løftet 0,5pp pga. udsigten til markant større tysk statsgæld i de kommende år samt højere trendvækst. Som i USA er der størst sandsynlighed for lavere renter på kortere sigt. Det kan fx blive en

konsekvens af en mere offensiv rentepolitik end ventet fra ECB.

US high yield rentespænd til stat er steget til senest 453bp



Hele kreditmarkedet har reageret i retning af væsentlig højere præmier til stater. I USA er high yield kreditspændet kørt ud med ca. 200bp til senest 453bp. Vi nærmer os de 511bp, som er det langsigtede gennemsnit siden 2000. Givet den stigende recessionsrisiko, og dermed tabsrisiko, er der stor risiko for at kreditspændet skal stige yderligere til over det langsigtede gennemsnit.

Aktiemarkederne

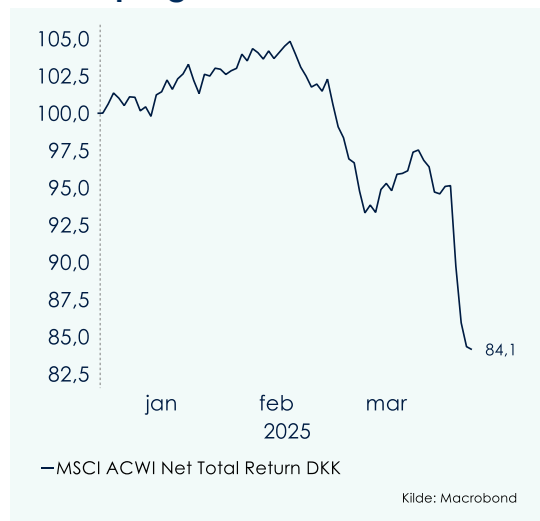
S&P500, danske aktier og globale aktier har tabt ca. 20% fra toppen tidligere i år. Det er sket i en kombination af lavere vækst- og indtjeningsforventninger, tvungne nedlukninger af gearede lange positioner og en grad af negativ markedspsykologi. Erfaringen fra tidligere større aktiefald over 10% på S&P500 siden WW2 viser et gennemsnitligt fald på ca. 30%. Vi er 2/3 dele igennem et sådant fald. Det er langt fra givet, at vi skal se markedet falde yderligere 10%. Vi mener ikke, at den aktuelle 'handelskrise' kan sammenlignes med fx coronakrisen. Her var aktiemarkedet nede 33%. Krigen i Ukraine pressede S&P500

ned med 25% i løbet af 2022. Det var også en helt ekstrem event. Rent teknisk har vi fokus på 200 ugers glidende gennemsnit, der ligger ca. 5% lavere end aktuelt. Selvom det kan fremstå 'kryptisk' har dette niveau tidligere været en vigtig støtte til markedet. Det var gældende i 2011, 2015, 2018 og 2022. Hvis det niveau markerer bunden også denne gang, begynder markedet at lægge fundamentet for en ny optur senere i 2025. Vi forventer, at trenden mod højere aktiekurser vil fortsætte globalt ind i 2026.

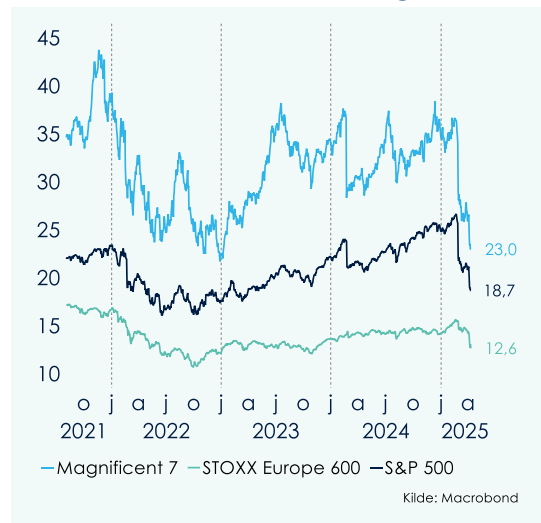
S&P500 200 ugers glidende gnst.



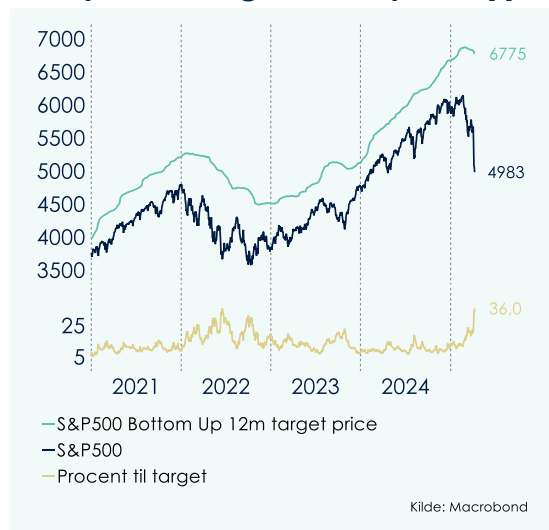
Afkast på globale aktier er i minus



12m forward Price Earnings Ratio



S&P500 kurstarget 12m (bottom up): Analytikerne siger 36% 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