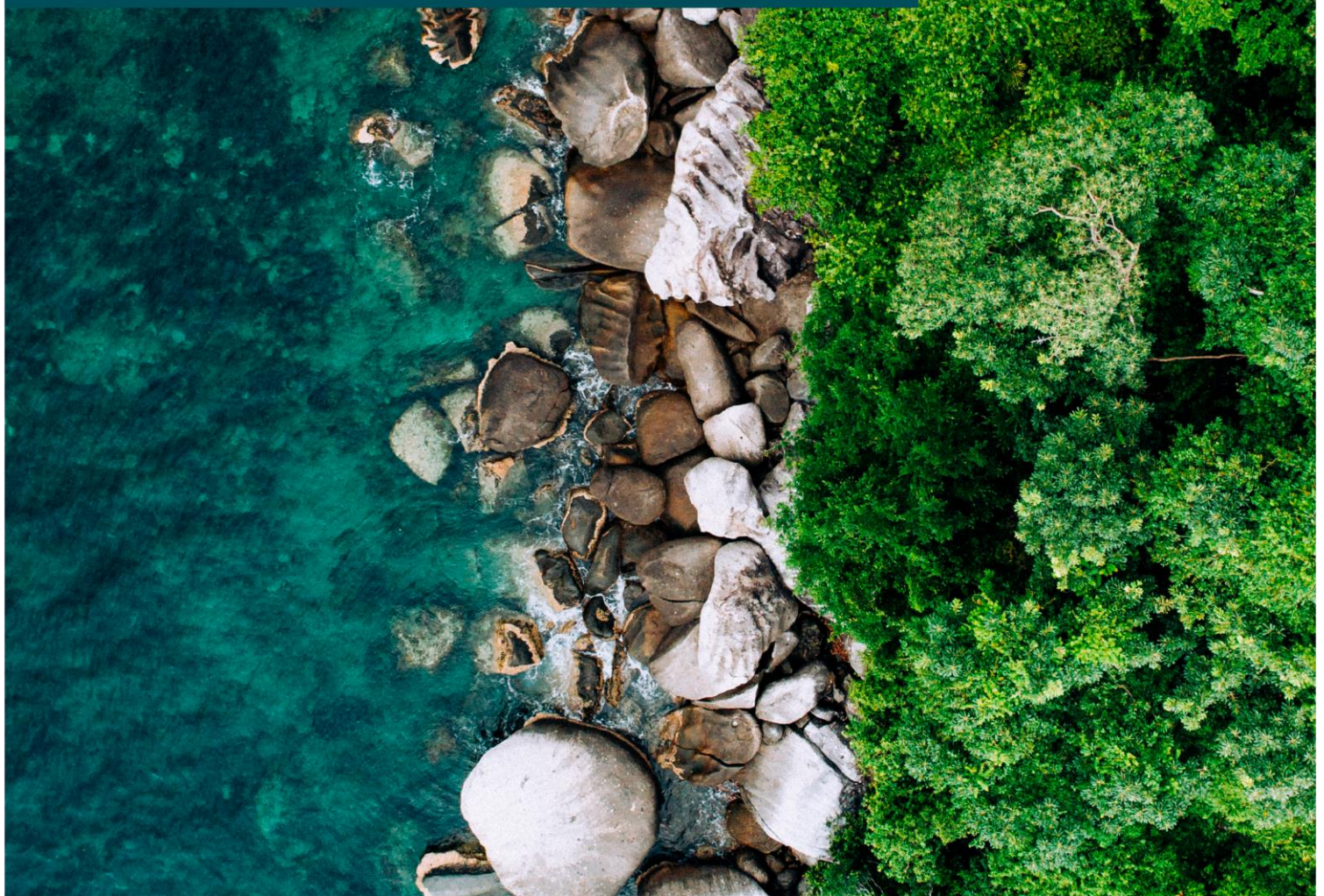


Indsigt

10. juli 2025

BANK INVEST

Handler
med omtanke



Indhold

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

Indledning

Det har været vores kongstanke, at 2025 ville mindre meget om 2023/2024. At investorerne der råbte på recession, ville blive presset tilbage ind i aktier.

Dette scenarie er det som har udspillet sig over de sidste par måneder. Data har været tilstrækkeligt stærkt til, at frygten for en recession er faldet. Det mest prominente eksempel på det har været de bedre end ventede jobrapporter vi har set siden april måned. Som konsekvens heraf, har vi set en stigende allokering til aktier hos de institutionelle investorer. Og stigende aktiemarkeder.

Vi står dermed i alt højere grad i et vadeded. For der er ikke den samme grad af pessimisme i markedet som der har været. Der er færre som kan, og vil, blive presset ind i markedet. Samtidigt med dette er væksten på lavere niveauer end hvad vi så i 2024 og prisfastsættningen af aktier er højere.

Vi forventer derfor over den kommende måned at nedbringe vores risiko. Vi forventer ikke at være sælgere af aktier. Men de aktier vi vil købe, vil være mere kvalitetsorienterede og have lavere beta. Sagt med andre ord: Vi vil sælge de aktier som gør det godt i det tidlige opsving og købe de aktier som gør det godt i det sene opsving. Aktier som gør det godt når vækstestimerne "bare" skal opnås.

Vi er der dog ikke helt endnu. Over juli måned forventer vi at se den sidste del af vores 2023 case spille sig ud. De sidste negative investorer vil blive presset ind i takt med at makro holder sig stærkt og i takt med at regnskaberne også bekræfter recessionen ikke kommer. Men som skrevet har historien kun kort tid ekstra at løbe på.

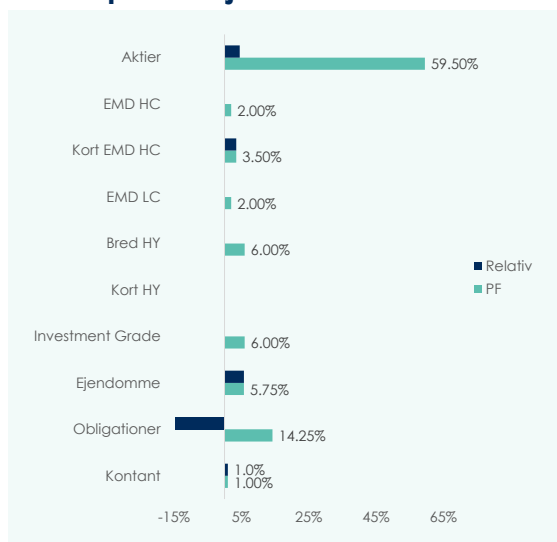
Der er i disse dage naturligvis stort fokus på handelskrigen. Det er usikkert hvad der kommer til at blive aftalt. Vores basecase er at vi ikke kommer til at gense de kaotiske dage fra primo april. Dette er dog naturligvis et gæt. For det er for os, og alle andre, stort set umuligt at forudsige hvad Trump administrationen vil gøre. Men en ting kan man konstatere: For at den nye skattereform skal blive en succes, er der behov for vækst. Meget vækst. Og en omfattende handelskrig mod f.eks. Europa vil være væksthæmmende. Dette må være en indsigt som de også har i USA. Og derfor vil vores bedste bud være, at en form for aftale med de største handelspartnere kommer på plads.

Samlet set går vi ind i en interessant tid. Der er meget politisk uro. Og der kommer en række interessante regnskaber. Indtil videre fastholder vi vores meget pro-risk allokering. Men gør os klar til at skrue lidt ned.

Allokering

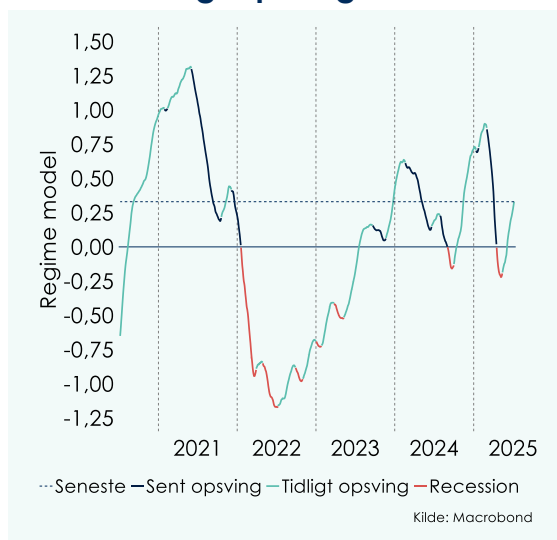
Vi har fastholdt vores høje allokering til aktier. Vi har videre fastholdt vores procykliske intra-aktie allokering. Vi er dermed eksponeret til at det nuværende opsving i aktier forsætter.

Relativ og absolut allokering af modelporteføljen



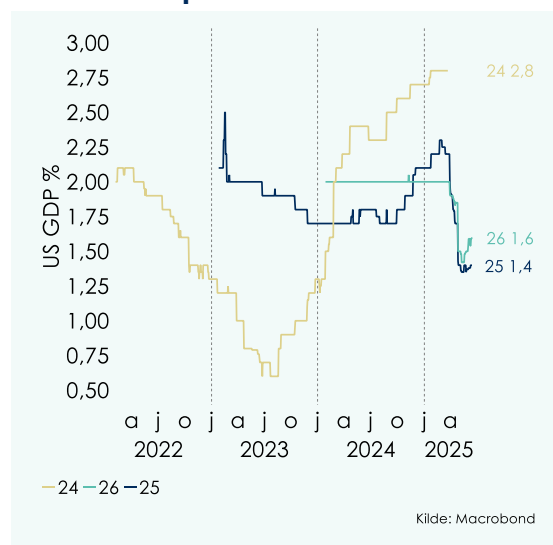
Vores regimeindikator peger på et marked i tidligt opsving.

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

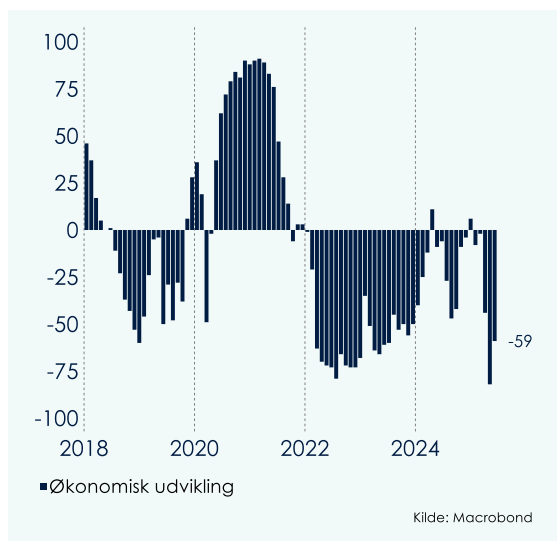


Dette vil ske som følge af en faldende andel investorer som forventer en recession. Meget lig det mønster vi så både i 2023 og 2024. Her forventede mange sig også en recession. Ikke som følge af handelskrigen naturligvis. Men dengang som følge af højere renter.

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 dog kommet tættere på at tage risikoen ned. Dette da sentimentet ikke er lige så negativt som det har været. Når/hvis vi gør dette vil vi købe op i kvalitetsaktier og sælge ned i de allermest cykliske dele af markedet. Vi vil dog fastholde en overvægt til aktier.

Makro og markederne

Det er nu over 3 måneder siden, at Trump 2. april chokerede verden med sine nye høje reciprokke toldsatser. Siden er der løbet meget vand i åen. Fokus er nu drejet mod handelsforhandlingerne mellem USA og en række lande frem mod en ny deadline 1. august. Vi får se, hvor det lander. Det overordnede billede er, at USA er drejet i noget mere imødekommende og pragmatisk retning.

USA

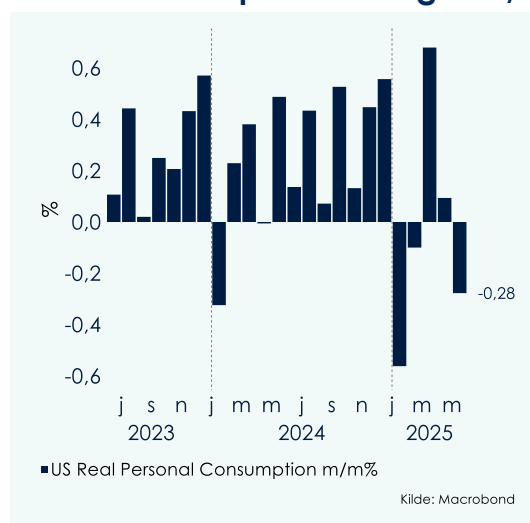
Den økonomiske fremgang i USA er uden tvivl aftaget, men den skrider stadig fremad. Landet er et godt stykke fra recession. Væksten i Q2 forventes at komme ud på ca. 2% annualiseret. I Q3 og Q4 regner økonomerne med en vækst omkring 1%. Til næste år ventes væksten at komme op på 1,6% fra 1,4% i 2025. Det er klart under trend og afspejler en mere afdæmpet vækst i både privatforbruget og de private investeringer. Der er god sandsynlighed for, at væksten kan overraske positivt til næste år. På godt og ondt har Trump for nylig fået banket 'One Big Beautiful Bill' gennem Kongressen. Den vil, jf. uafhængige

Konsensus BNP-vækst i USA er tikket lidt op

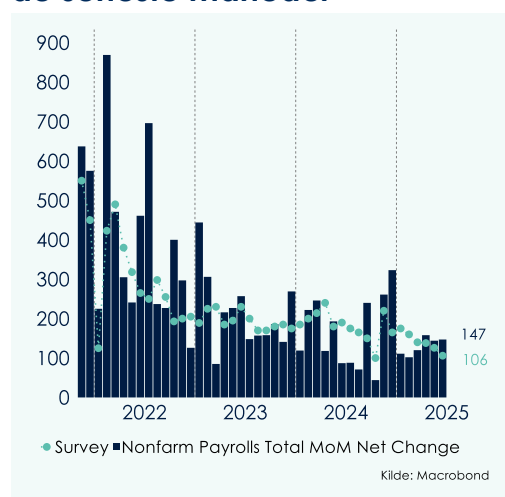


estimerer, medføre en betydelig stigning i statsgælden, hvilket kan skabe et højere renteniveau end ellers. Men OBBBA er også med til at støtte det cykliske vækstbillede i de kommende år. Dertil kommer, at 'Handelskrigen' formodentlig ikke vil presse væksten for meget ned givet de nuværende aftaler og perspektiver.

Realvæksten i privatforbruget m/m



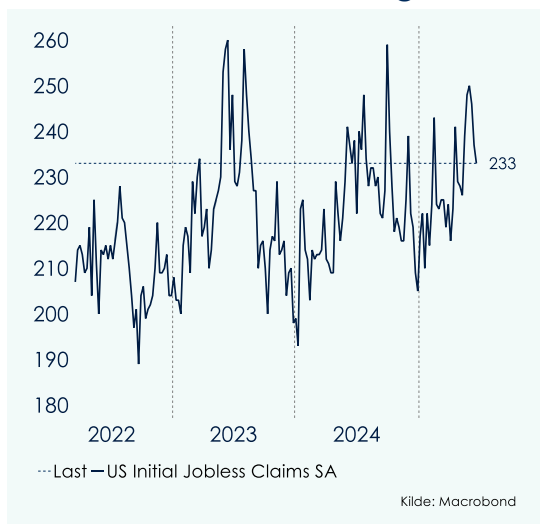
Nonfarm Payrolls: Rimelige stigninger de seneste måneder



Vi er helt opmærksomme på, at væksten i privatforbruget ikke har været prangende her i 2025. Den gode nyhed er, at fremgangen på arbejdsmarkedet er relativ pæn. De sidste 3 mdrs. stigning i

beskæftigelsen (Nonfarm Payrolls) ligger på 150.000 i gennemsnit, over forventningerne. Jobless Claims holder sig også på et lavt niveau og fortsætter ikke trenden opad, som vi ellers har set det siden starten af året.

USA: Jobless Claims stadig lav



Atlanta Fed og konsensus Q2 vækst

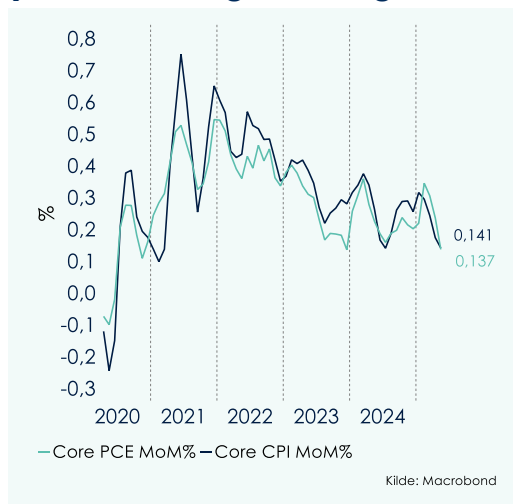


Det indebærer, at der er god mulighed for en moderat fremgang i privatforbruget i H2 og ind i 2026. Vi forventer også at se en positiv fremgang i de private investeringer.

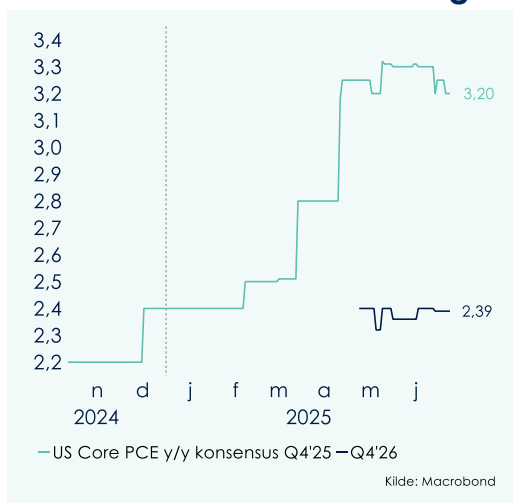
På inflationssiden har de seneste data været meget tilfredsstillende. Kerneinflationen, målt ved både core CPI og core PCE, ligger senest på 0,14% m/m som

gennemsnit over de sidste 3 måneder. Det er under de 0,16-0,17% m/m, der skal til for, at den annualiserede inflation lander på 2%. FED er bekymret for det fremadrettede inflationspres pga. stigende importpriser. Konsensus forventer en stigning i core PCE y/y fra senest 2,7% til 3,2% i Q4 2025. Men pilen peger nedad. Core PCE ventes at være faldet til 2,4% i Q4'26. Vi tror meget på disse perspektiver og regner ikke med, at stigende inflation bliver et mere varigt fænomen. Forvent en faldende tendens.

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

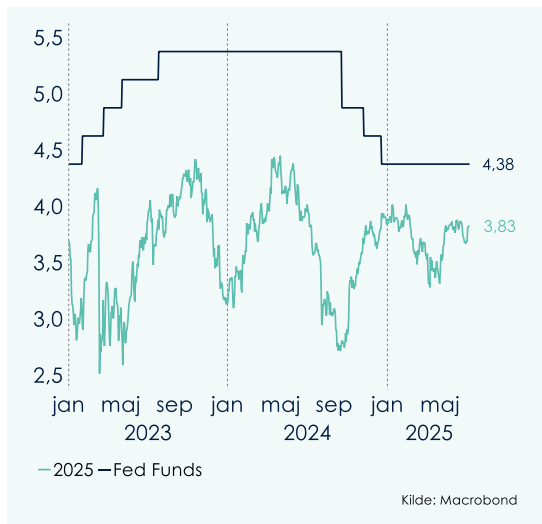


Core PCE konsensus Q4'25 og '26



Det betyder også, at banen bør være kridtet af for rentesænkninger fra FED.

FED forventes fortsat at sænke renten



Markedet siger 3,8% ultimo året og 3,1% ultimo 2026. Det sidste er ca. 50bp mere offensivt end FED's egne forventninger, der ligger på 3,6%.

Vi skal ikke glemme Trump-faktoren, der lægger et stort pres på FED. Powell kommer nok til at sidde frem til 'udløbsdatoen' i maj 2026. Men så bliver det spændende at se, hvem der bliver nomineret af Trump og godkendt af Senatet. Det kunne være en af disse fire kandidater: Kevin Warsh, Christopher Waller, Kevin Hassett eller nuværende finansminister Scott Bessent. Warsh, en tidligere FED-guvernør, er en "høg" med fokus på inflationskontrol og kritik af FED's politik, men hans erfaring og Trump-forbindelser gør ham stærk. Waller, nuværende FED-guvernør, er pragmatisk og dovish, støtter rentenedsættelser, men mangler stor profil. Hassett, en økonom og Trump-loyalist, er dovish og pro-vækst, men har begrænset centralbankerfaring og har hidtil ikke udvist den store interesse for rollen. Bessent, den nuværende finansminister og mest dovish, bakker op om lave renter og Trumps agenda, men hans manglende

centralbankerfaring og ønske om at forblive finansminister er en hindring. Vi får se! Noget tyder på, at markedet i hvert fald kan se en dovish person i front for FED.

Vi skyder selv på, at den korte rente kommer ned ca. 50bp i år til 3,75-4,0% og ned i 3,0-3,5% i slutningen af 2026.

Eurozonen

På nuværende tidspunkt er handelsforhandlingerne med USA ikke færdiggjort. Der er pt. en generel 10% told på EU-landenes eksport til USA med visse undtagelser. Der er nogle varer, fx visse medicinalprodukter, der er fritaget for told. Og så er der 25% told på biler og bildele samt 50% told på det meste stål og aluminium. Forventningerne er, at der kan blive landet en rammeaftale meget snart, der stort set indebærer en videreførelse af de gældende toldsats. Det vil bestemt være til at leve med for EU's økonomi.

Euro BNP-vækst: Konsensus

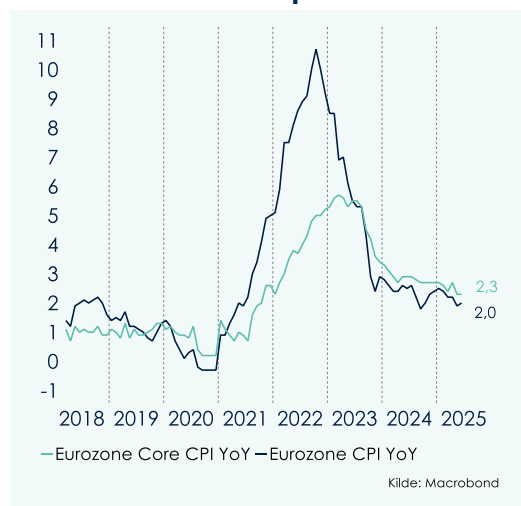


Konsensus på BNP-væksten er steget lidt igen for 2025 til 1% og er stabiliseret på 1,1% for 2026. 2026 fremstår lavt i vores optik. Den kommende markant mere ekspansive finanspolitik i Tyskland bør presse væksten opad, kombineret med lavere renter fra ECB. De mest optimistiske prognoser for

eurozonens vækst ligger omkring 1,5-2,0% for 2026. Det lyder realistisk i vores optik.

Inflationen i eurozonen ligger senest på 2,0% på headline og 2,3% på core CPI, mål y/y. Den lave vækst og stærkere EUR taler for endnu et fald i inflationen forude. Konsensus regner med, at core CPI kommer ned på 2% i 2026. Risikoen er nok på nedsiden. Vi bemærker, at den årlige stigning i lønomkostningerne er nede på 3,4% i eurozonen. Trenden er klart faldende.

Eurozone inflation på 2%

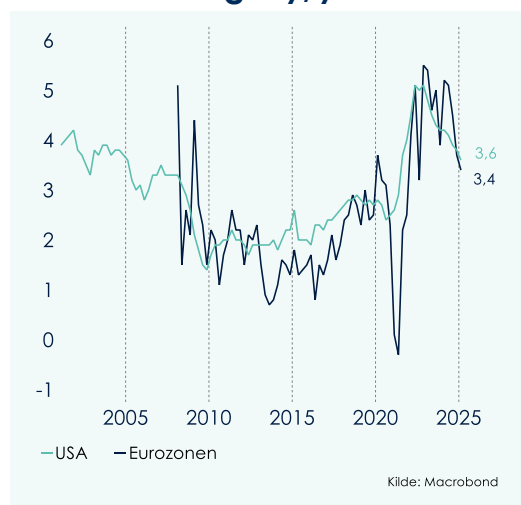


regner med mellem 1 og 2 rentesænkninger á 25bp, mere 1 end 2 i øjeblikket. Det virker realistisk. Dog har vi, og markedet, et skarpt fokus på euroen. Den handelsvægtede EUR er styrket ca. 6% i år og ligger ca. 2,5% højere end toppen på noget tidspunkt sidste år. Hvis fx EUR går 5-10% stærkere mod USD fra det aktuelle niveau, vil det isoleret set svække væksten og inflationen. Det kunne åbne for noget større rentesænkninger. Vores base case er, at vi er meget tæt på den maksimale USD-svækkelse. 1,20 pr. EUR bør være grænseområdet og vil være konsistent med en kort rente på 1,5-1,75%.

ECB på vej under 2%

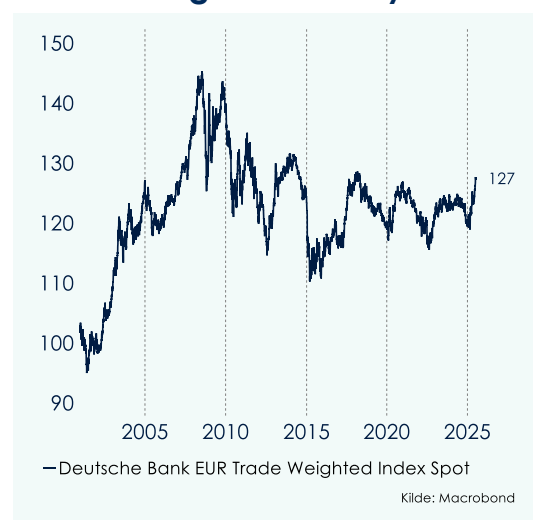


Lønomkostninger y/y%



Dermed er der god grund til at forvente flere rentesænkninger fra ECB. Markedet

Handelsvægtet EUR er styrket



Kina

Den nuværende handelsaftale med USA indebærer generelle todsatser på 30% på Kinas eksport og 10% på USA's. Det er markant bedre end de fuldkommen destruktive satser på 145% og 125%, der kortvarigt var gældende i april. Der er masser af detaljer, som løbende skal forhandles på plads, men rammen er lagt, og det er positivt. Vækstforventningerne har taget et nyt lille løft opad til senest 4,6% for 2025 og 4,2% for 2026. Det lyder helt rigtig.

Kina: BNP-vækstforventninger er steget igen



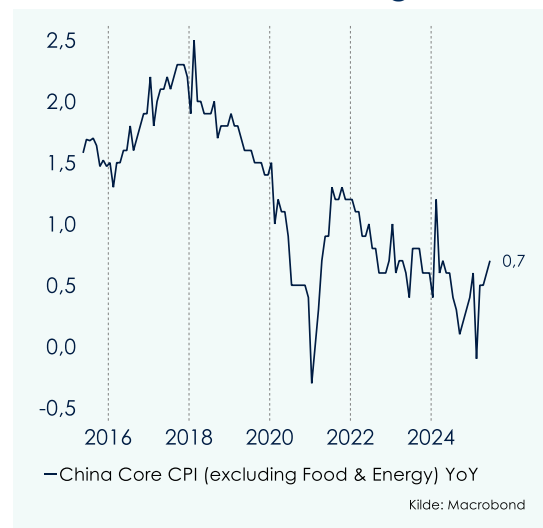
Kinas industriproduktion og detailsalg stiger pænt



De seneste tal for detailsalg viser en fin stigning til 6,4% y/y. Industriproduktionen ligger stabilt omkring 6% y/y. Tallene fra boligmarkedet er fortsat ikke gode. Priserne og boligsalg falder stadig, men i mindre grad en tidligere. Vi er sandsynligvis på vej mod en stabilisering af boligmarkedet i '26.

Kinas CPI-indeks lå 0,1% højere i juni ift. året før. Kerneinflationen lå 0,7% højere. PPI var nede markante 3,6%. Så der er virkelig ikke meget inflationspres i Kina. Tværtimod ligger landet og balancerer på kanten af deflation i forbrugerpriserne. Den gode vinkel er, at myndighederne har fokus på problematikken og løbende tvister den økonomiske politik i mere ekspansiv retning, her inklusive penge- og kreditpolitikken. Det er klart med til at støtte væksten.

Kinas kerneinflation tilbage over 0%



Obligationsmarkedet

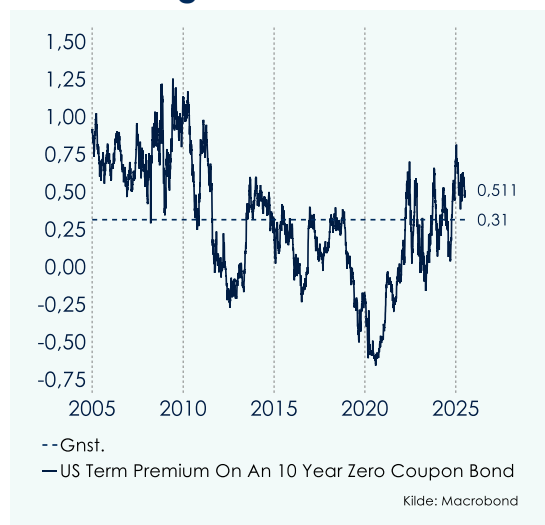
Den moderate inflationsudvikling i Europa, Kina og USA er en væsentlig faktor bag den stabile udvikling i obligationsmarkedet. Den 10-årige amerikanske rente ligger senest på 4,34%, marginalt lavere over den seneste måned. Niveaulet er stort set i midten af vores 'fair value' interval på 4-5%. Forventningerne til den korte rente i markedet ligger fornuftigt priset. 'Term

Premium' på en 10-årig statsobligation, ca. 50bp, er fair.

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

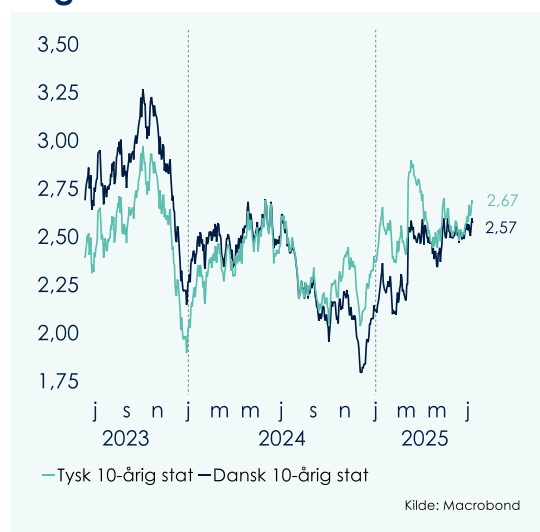


USA: 10-årig 'Term Premium' fair

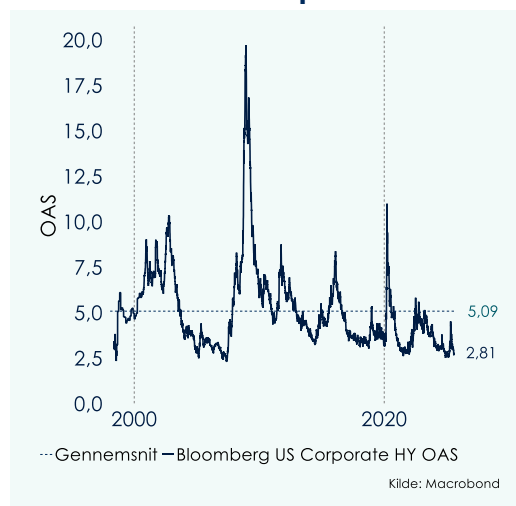


Trods vedtagelsen af den store amerikanske skattepakke, OBBBA, er renterne altså ikke steget. Det er tydeligvis ikke kommet som et chok for markedet. Vi tror, at det afgørende for renteutviklingen bliver inflationsbanen. Og her tegner perspektiverne relativt godt. Vi ser fortsat et niveau omkring 4,5% som fair value på den 10-årige rente.

10-årig tyske og danske renter er steget lidt den sidste måned



US high yield rentespænd til stat er faldet til bare 281bp



I Tyskland og Danmark har vi set et let opadgående løft i de 10-årige statsrenter over den seneste måned. På 2,5-2,6% er niveauerne stadig i nedre del af 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.

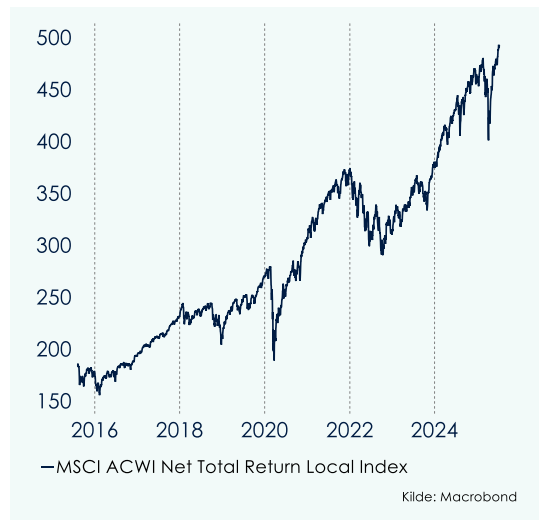
Kreditmarkederne står endnu stærkere over den seneste måned med lave renteforskelle til statsobligationer. Fx er vi igen under

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. Det betyder bedre afkast på kreditobligationer relativt til stater.

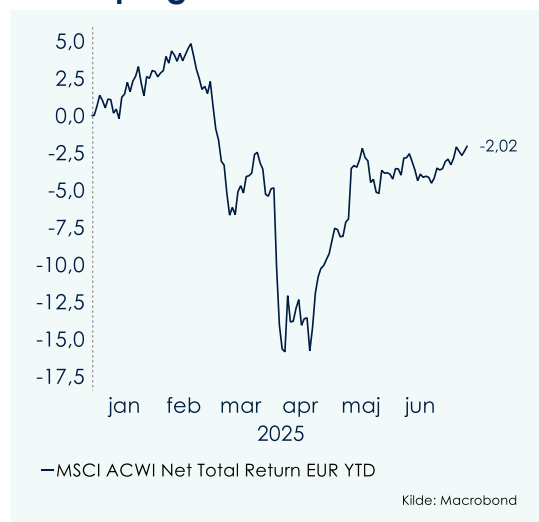
Aktiemarkederne

Det stærke comeback siden bunden i april er fortsat. MSCI AC World er på nye kursrekorder, målt uden valutakurseffekter. Afkastet i DKK er negative 2% ÅTD, men det skrider fremad. Den seneste måned har set de amerikanske aktier stige,

Aktiemarkedet er på ny rekord



Afkast på globale aktier i DKK



S&P500 er DYRT prifsatsat, men det er bl.a. europæiske aktier ikke



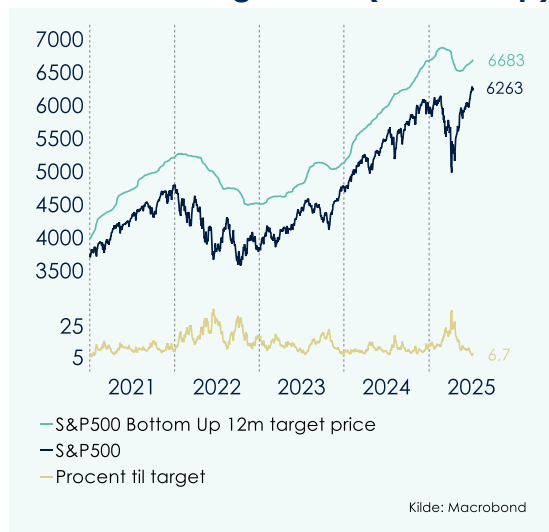
mens de europæiske er stået mere stille. Danske aktier er faldet lidt tilbage. Vi står fortsat med et amerikansk aktiemarked, der fremstår dyrt med S&P500 12m forward P/E på ca. 22. Stoxx600 handler blot på 14,6. Vi tror ikke, at den dyre valuation vil bremse det amerikanske marked. Den seneste måned har vi i særdeleshed set IT-aktierne stige i USA. Mange af disse er dyre, men investorerne er parate til at betale prisen for gode vækstperspektiver.

S&P500 12m forward EPS stiger igen



Analytikernes target på S&P500 ligger nu på 6.683 (bottom up) over de næste 12 måneder. Det er 6,7% højere end aktuelt. Potentialet på Europe Stoxx600 vurderes at være 9,9%. Det bør fint kunne realiseres. Det afgørende vil være, at indtjeningen stiger, og at perspektiverne tegner gode. Det regner vi med!

S&P500 kurstarget 12m (bottom up)



Stoxx kurstarget 12m (bottom up)



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