

Januar 2025

4. KVARTAL 2024:

Amerikansk økonomi buldrer videre

Vi venter en fortsættelse af de seneste to års vigtigste tema – solid og overraskende stærk vækst i USA – mens udsigterne er mere tågede for Kina og Europa. Vi venter moderate rentefald og fortsat pæne aktieafkast, men aktiemarkederne er mere sårbare overfor skuffelser end tidligere, da langt større optimisme er indregnet i kurserne end i begyndelsen af 2023 og 2024.

Økonomiske og politiske kommentarer

2024 var USA's år

2024 sluttede hvor det startede – med flot og overraskende stærk vækst i USA. Således har den amerikanske økonomi i 2024 leveret vækst, der er op imod 2-3 gange højere end konsensusforventningen ved årets start. Præsidentvalget og den klare sejr til Republikanerne stjal kortvarigt fokus. Det samme gjorde to orkaner, der skabte store udfordringer for dele af USA i årets sidste kvartal. Sidstnævnte gav lidt skvulp i de sædvanlige data, men **hverken valget eller orkanerne ændrede på årets absolut vigtigste tema – overraskende stærk vækst i USA drevet af et særdeles robust arbejdsmarked og dermed stærk vækst i privatforbruget.**

Årets anden velkomne nyhed var selvfølgelig lavere inflation. Det gav mulighed for normalisering af pengepolitikken, som Federal Reserve fortsatte i årets sidste kvartal. Således sænkede den amerikanske centralbank renten med 0,25 procentpoint både i november og december. Den ledende pengepolitiske rente sluttede derfor året 1 procent under årets start i niveauet 4,25% til 4,50%, om end **Federal Reserve overraskede markedet ved årets sidste møde ved at hæve inflationsprognosen for 2025 og samtidigt signalere færre rentenedsættelser frem mod 2026 end tidligere.**

Ikke desto mindre vil 2024 derfor gå over i historien som året, hvor USA opnåede den sagnomspundne bløde landing – til overraskelse for rigtig mange mennesker.

Euroområdet: Bedre end rygtet

Med en handelskrig truende i kulissen og indenlandsk politisk usikkerhed hængende over hovedet humpede euroområdet sig i mål med moderat vækst i årets sidste måneder. Vi vurderer fortsat, at skepsissen omkring euroområdet er en smule overdreven, idet en stor del af årets relativt lave vækst kan forklares med, at regionen har strammet finanspolitikken markant. Vi hæfter os også fortsat ved, at selvom arbejdsmarkedet klart

har mistet fart, holder det stadig stand. Således opnåede regionen en ny milepæl med et nyt historisk lavpunkt for arbejdsløsheden på 6,3%.

Den Europæiske Centralbank (ECB) måtte dog se deres relativt optimistiske vækstprognoser som urealistiske. Sammen med lavere inflation var det årsagen til, ECB i årets sidste kvartal accelererede normaliseringen af pengepolitikken og sænkede den ledende rente to gange af 0,25 procentpoint. Den sluttede således også året 1 procent lavere end ved årets start, nu på 3%.

Kina: Endelig lidt fart på igen

Kina stod til at blive den største vækstskuffelse i 2024, men blev reddet af en markant lempelse af den økonomiske politik i efteråret. Således accelererede den økonomiske vækst i årets sidste kvartal og sikrede vækst blot en smule under økonomiens langsigtede potentiale for året som helhed. Fokus har fortsat været på boligmarkedet, der nærmest syntes i frit fald gennem hele året. Det blev der dog sat en midlertidig stopper for i årets sidste måneder, da blandt andet boligsalget viste tegn på stabilisering, og faldet i boligpriserne så småt begyndte at aftage. Alligevel kan vi kategorisere årets sidste måneder som en mild skuffelse, idet forventningerne til Kina i løbet af september blev løftet massivt efter myndighedernes mange udmeldinger om mere lempelig økonomisk politik.

De makroøkonomiske udsigter.

USA indfrier højere forventninger

Da 2022 gik på hæld, var forventningerne til USA rekordlave. Konsensus forventede ingen vækst for 2023 som helhed, og risikoen for recession blev anset som exceptionelt høj. Den recession kom ikke. Og selvom konsensus havde lært en smule ved begyndelsen af 2024, var skepsissen stadig udbredt – således var konsensusforventningerne til amerikansk vækst i 2024 på omkring 1% ved årets start. Også det viste sig alt for pessimistisk, idet det ser ud til, at USA leverede ca. 2,5% vækst i 2024.

Men piben har nu fået en anden lyd – **ved indgangen til 2025 forventer konsensus vækst i USA på omkring 2% for året, og den estimerede risiko for recession er faldet markant. Grundlæggende set mener vi, at det er den rigtige tilgang.** Vores basisanalyse er uændret – den amerikanske økonomi lider ikke af klassiske ubalancer såsom overdrevent og gældsfinansieret privatforbrug eller investeringsaktivitet. Det giver sig udtryk i en meget afdæmpet kredittcyklus, hvor udstedelsen af kredit til husholdninger og virksomheder ligger på et relativt lavt niveau og dermed har potentiale til at løfte væksten.

Og idet vi fortsat anser inflationen som værende forankret omkring målsætningen på 2%, bør pengepolitikken heller ikke give anledning til større stød. På marginen forventer vi (og markedet) yderligere moderate lempelser af pengepolitikken, hvilket vil understøtte væksten.

Alligevel ender vi dog her ved indgangen til 2025, hvor vi har stået i over to år – **trods de nu markant mere optimistiske konsensusforventninger er de fleste efter vores vurdering stadig ikke optimistiske nok omkring de amerikanske vækstudsigter. Vores vækstprognose ligger således lidt højere end konsensus for 2025.** Siden valget har vi groft sagt øget sandsynligheden for, at optimismen for alvor vender tilbage blandt virksomheder og husholdninger, nu krydret med moderat finanspolitisk lempelse og deregulering. Får vi ret, vil vi se det i en pæn vending i kreditlejningen, som drives af mere aktivitet på boligmarkedet og et pænt boost i virksomhedernes investeringer.

Vi tænder dog to forsigtige gule lamper:

Vi anser det som mindre sandsynligt, at Trump gennemfører nogle af de værste forslag fra hans valgkampagne, herunder deporteringen af millioner af immigranter samt en voldsom handelskrig. Immigrationen har været afgørende for at rebalancere arbejdsmarkedet. Lavere immigration, som vores prognoser bygger på, betyder groft sagt bare et lidt strammere arbejdsmarked og mindre pengepolitisk lempelse. Men en decideret indsats for at smide millioner af mennesker ud af landet risikerer at give et voldsomt slag til arbejdsstyrken og dermed stabiliteten på arbejdsmarkedet. Det samme gælder den forestående handelskrig. Vores prognoser antager, at vi får en eskalering med Kina og en moderat toldforhøjelse på udvalgte varegrupper fra resten af verden. Men gør Trump alvor af at øge toldsatserne meget mere – al a hans valgsnak om 10-20% told på alle lande – bliver det et langt voldsommere stød til såvel amerikansk vækst som inflation.

Den anden bekymring er blot en simpel konstatering. Givet de lave forventninger til USA i såvel 2023 som 2024 var det lettere for amerikansk økonomi at overraske til den positive side. Det er ikke længere tilfældet. USA skal som minimum levere trendvækst i 2025 for at ramme forventningerne. Der er således større risiko for negative overraskelser – især hvis Trump gør alvor af de mest kontroversielle dele af hans valgløfter.

Euroområdet & Kina: Lave forventninger indfries

Modsat USA er forventningerne til euroområdet og Kina mere afdæmpede, og det bør de være her ved indgangen til 2025 af både forskellige og identiske årsager.

Hvad angår sidstnævnte er det selvfølgelig risikoen for eskalering af handelskrigen med USA. Vores kinesiske prognoser antager, at vi får en betydelig eskalering mellem USA og Kina, hvilket dæmper væksten. For euroområdets vedkommende anser vi det som mest sandsynligt, at konfliktene med USA bliver relativt begrænset, idet de to regioner drager betydelige fordele – både økonomisk og politisk – ved fortsat samarbejde og samhandel. Men ikke desto mindre understreger vi, at amerikansk handelspolitik udgør en risikofaktor for begge regioner for 2025.

Hvad angår forskellene har vi i Kina fortsat fuldt fokus på de strukturelle ubalancer. Vi forventer, at boligmarkedet vil være en kilde til skuffelse på vækstsiden i mange år

fremover, givet den strukturelle nedgang i specielt byggeaktiviteten. Dertil kommer selvfølgelig de store udfordringer med en skrumpende arbejdsstyrke. Vi understreger også, at Kina ikke har specielt meget rum for at lempe den økonomiske politik. Kina kører allerede med et meget stort finanspolitisk underskud, når man tager alle de statskontrollerede aktører i systemet med i betragtning. Kort sagt er gældsætningen stadig for høj og jo mere de kinesiske myndigheder stimulerer væksten nu, jo større udfordringer får de på den lange bane. Vi vurderer, at vi stadig er mere pessimistiske hvad angår Kinas langsigtede vækstudfordringer end de fleste, om end vi understreger, at et egentligt kollaps a la en bankkrise ikke er foran os. Det skyldes primært, at Kinas eksterne balance er i betydeligt overskud, hvorfor de kinesiske myndigheder selv styrer slagets gang. På den lange bane kan det dog være valutaen, der står for skud, hvis ikke den indenlandske vækst i gæld kommer ned i markant lavere tempo.

Euroområdet står med en lignende udfordring i form af demografien, men hvad angår finanspolitikken ser det anderledes ud. Den er blevet strammet på det seneste og har i vores optik været årsag til lavere vækst i 2024, end mange ventede. Kigger vi ind i 2025, står specielt Frankrig stadig med en stor udfordring hvad angår finanspolitikken, men andre lande ser bedre ud – og måske er der nye vinde på vej i Tyskland. Samtidigt skal vi huske på, at også kreditleksskud og lagercyklesskud er afdæmpet i euroområdet, hvilket giver grobund for lidt ekstra boost herfra. **Allervigtigst er dog, at forventningerne til euroområdet på det seneste er faldet markant, så vores prognose dermed ikke længere vil være en negativ overraskelse. Bliver handelskrigen således relativt mild, kan euroområdet overraske på den positive side.**

Udsigten for de finansielle markeder.

Aktier stiger mere, obligationsrenterne er tæt på fair

Ved indgangen til fjerde kvartal skrev vi, at aktier ville stige yderligere, volatiliteten forblive lav, at valget i USA ville blive afgørende for specielt europæiske aktier og aktier i de nye markeder, samt at obligationsrenterne var tæt på fair.

Amerikanske aktier løftede de globale aktieindeks til nye højder, om end årets sidste uger kostede lidt afkast efter mødet i Federal Reserve. Samtidigt vurderer vi, at valgets udfald har været afgørende for, at europæiske aktier har haltet markant efter amerikanske. Aktier i de nye markeder blev ramt af såvel for høje forventninger til Kina, som ikke blev indfriet, samt den truende handelskrig. Slutteligt har de amerikanske renter fået et skud op, drevet af blandt andet udsigterne til lempeligere finanspolitik under Trump.

AKTIER: Amerikanske aktier er fortsat dyrt prissat, men det solide makromiljø bør sikre, at denne prisfastsættelse kan fastholdes. **Får vi ret, bør aktierne endda blive en spids dyrere og sammen med solid vækst i indtjeningen sikre et solidt aktieår for amerikanske aktier.**

For europæiske aktier bør det solide globale vækst-outlook være en positiv faktor, og prisfastsættelsen er langt fra lige så dyr som for amerikanske aktier. Udfordringen består dog i risikoen for handelskrig. Det er en svær størrelse at arbejde med, fordi den til syvende og sidst drives af en relativt begrænset personkreds. Som skrevet tidligere forventer vi en betydelig eskalering med Kina, men en relativt begrænset eskalering med EU. Får vi ret i det, bør europæiske aktier levere pæne afkast. Men taktisk risikostyring bliver afgørende grundet den diskretionære politiske risiko.

I skrivende stund venter vi således afkast på globale aktier på 5-10% de kommende 12 måneder med størst potentiale i Europa, hvis handelskrigen bliver begrænset.

OBLIGATIONER: Som følge af Trumps valgsejr har vi revideret udsigterne til såvel den kortsigtede pengepolitik som de fair risikopræmier for specielt de lange renter. **På den korte bane betyder Trumps sejr mindre pengepolitiske lempelser, idet væksten er stærkere, arbejdsmarkedet strammere og inflationen lidt højere, delvist drevet af handelskrig. For lange renter betyder den længere periode med lempeligere finanspolitik, at risikopræmierne skal være højere.**

Trods de højere renter gennem kvartalet er vores budskab derfor stadig, at renterne er omkring fair. Federal Reserve lempes lidt mere, men ikke meget, mens den solide vækst betyder, at renterne ikke falder væsentligt. Men skuffer væksten, er der grobund for pæne rentefald, fordi der kan indregnes betydeligt lempeligere pengepolitik. Vi ser således frem til moderat lavere korte renter og tæt på stabile til let stigende lange renter. Det afgørende budskab er, at der med udsigt til stærk amerikansk vækst i lang tid er brug for, at pengepolitikken forbliver lidt stram.

I euroområdet ser det anderledes ud. **Relativt lav vækst i lang tid og risikoen for et betydeligt negativt vækststød fra en handelskrig betyder, at ECB skal få pengepolitikken tilbage til neutral, som vi vurderer er ca. 2%. Det trækker hele rentekurven ned, og vi ser frem mod moderate lavere obligationsrenter i Tyskland.**

NYE MARKEDER: Vi understreger sædvanen tro, at der er stor forskel på aktivklasserne inden for nye markeder. Lavere global inflation og lempeligere pengepolitik i USA og Europa bør støtte obligationer udstedt af lande i de nye markeder i såvel lokal som hård valuta.

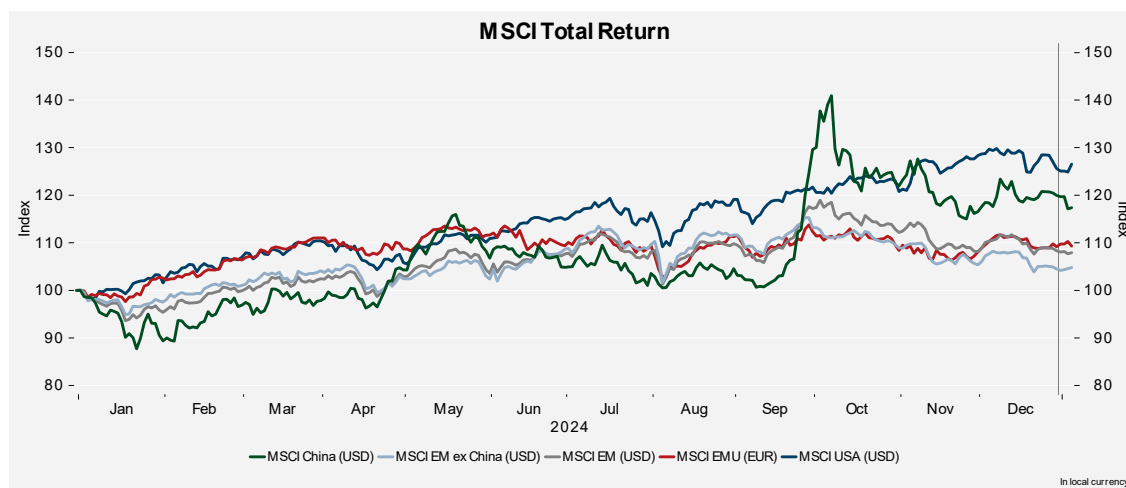
Når det kommer til aktier i de nye markeder, understreger vi fortsat de langsigtede udfordringer i Kina som en hæmsko. Dertil kommer nu handelskrigen, som kan gå mange forskellige veje for mange lande, men Kina er speciel i den kontekst. Der er bred opbakning til en hård linje overfor Kina på tværs af det amerikanske politiske spektrum. Risikostyring bliver derfor helt afgørende for aktier i de nye markeder, specielt for kinesiske aktier. **Vi forventer afkast på det brede emerging markets-indeks omkring 4-8% de kommende 12 måneder, men vores forventning er behæftet med høj usikkerhed.**

Markedsudvikling

Udviklingen på de finansielle markeder: Turbo på amerikanske aktier

Det amerikanske valg cementerede blot årets vigtigste temaer – forventningen om fortsat stærk vækst i USA gav medvind til amerikanske aktier, mens resten af verden kæmpede med relativt lav vækst og bekymringer om amerikansk handelspolitik under den nye Trump-administration.

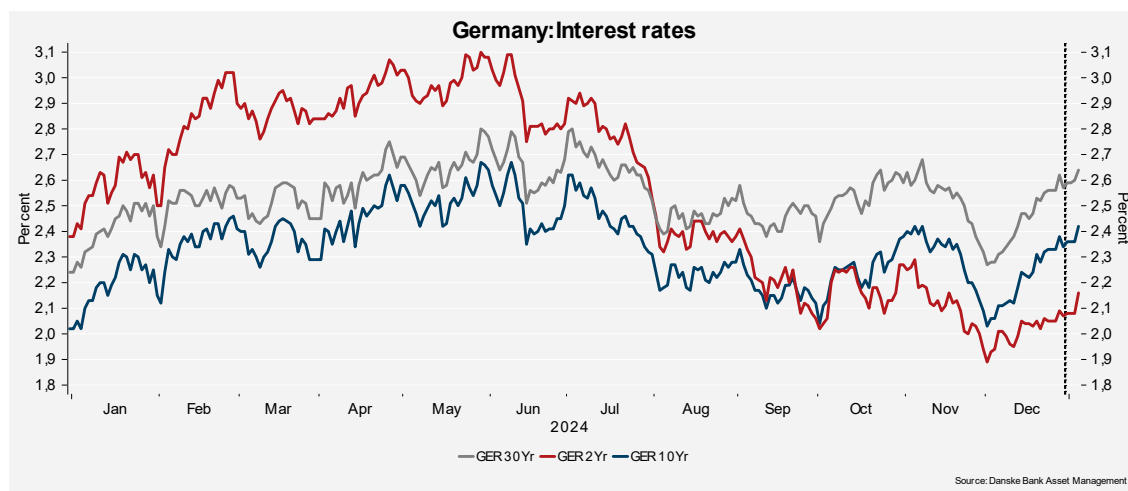
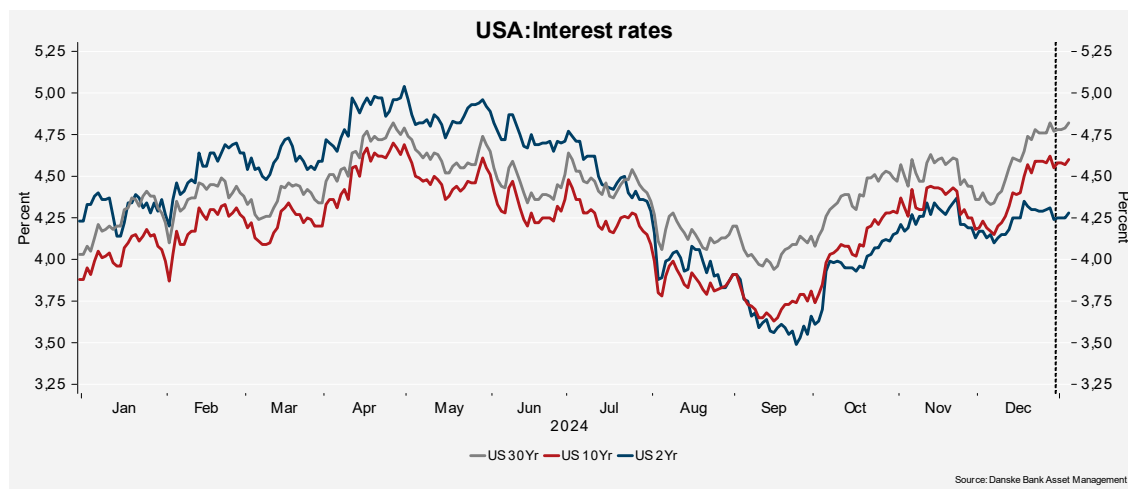
Udviklingen i globale aktier i 2024: Aktiemarkederne har alle givet positive afkast i 2024.



Kilde: Danske Bank.

Det kom bedst til udtryk i den relative udvikling – amerikanske renter steg i fjerde kvartal grundet udsigten til mere lempelig finanspolitik, potentielt højere inflation og derfor mindre lempelse af pengepolitikken. I euroområdet steg renterne kun marginalt, idet bekymringen om vækstudsigterne dominerede. For året som helhed var det vigtigste dog, at hverken amerikanske eller tyske statsobligationer gav samme afkast som kontantplacering. I vores optik skyldtes det først og fremmest årets absolut vigtigste tema – overraskende stærk amerikansk vækst.

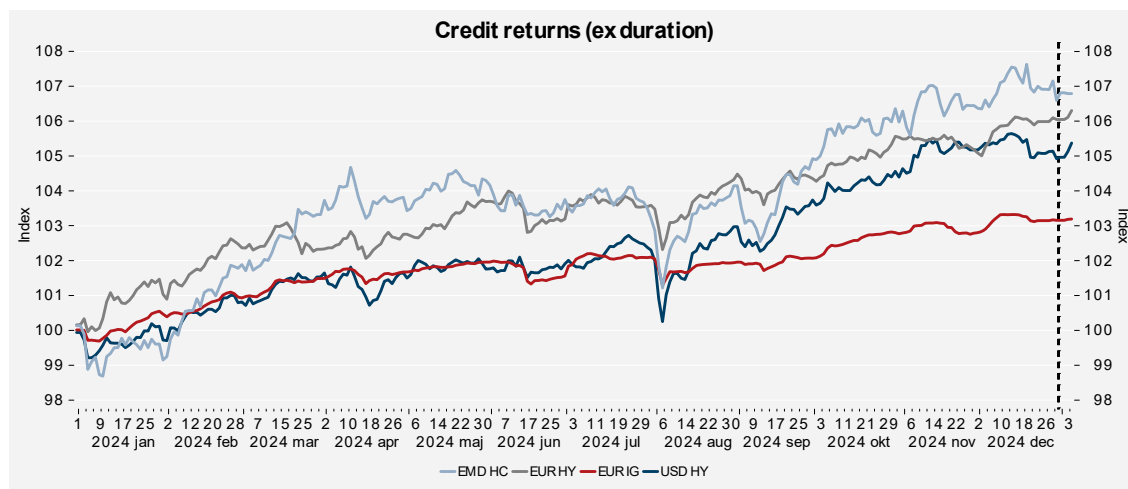
Udvikling i forskellige statsobligationsrenter i USA og Europa.



Kilde: Danske Bank.

Dette tema manifesterede sig også i aktiemarkederne – samlet gav det globale MSCI-aktieindeks et total afkast på 1.4% for kvartalet og knap 21% for året som helhed målt i lokal valuta. Selvom den overraskende melding fra Federal Reserve ved december-mødet sendte amerikanske aktier markant ned, førte USA stadig an både for årets sidste kvartal samt for året som helhed med markant højere afkast end resten af verden.

Udviklingen for forskellige dele af kreditmarkedet 2024.



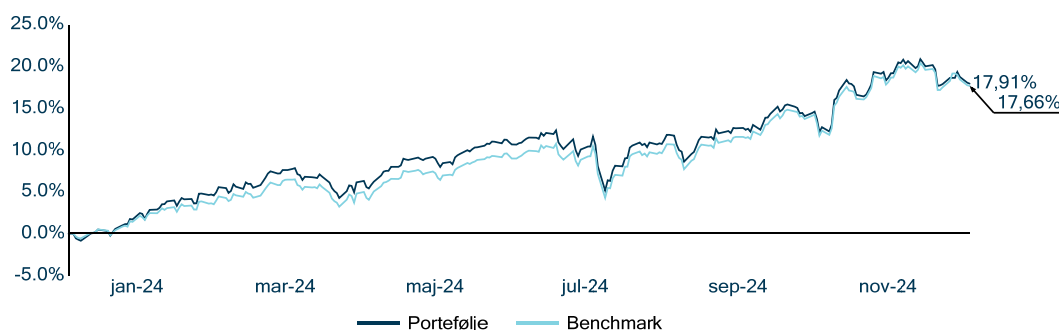
Kilde: Danske Bank.

Afkastudvikling for SISA's investeringer

SISA VÆKST

Den del af SISA Vækst, der forvaltes af Danske Bank Asset Management, havde i fjerde kvartal 2024 et positivt afkast på 4,70%. Den overordnede allokering til aktier udgjorde godt 93,2% ved kvartalets udgang, mens omkring 6,8% var investeret i obligationer og en kontantbeholdning.

Afkastudvikling for SISA Vækst i 2024.

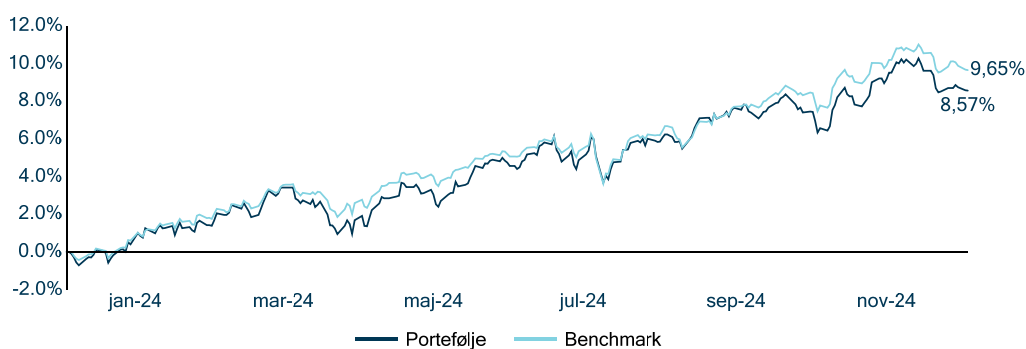


Kilde: Danske Bank

SISA STABIL

Den del af SISA Stabil, der forvaltes af Danske Bank Asset Management, havde i fjerde kvartal 2024 et positivt afkast på 0,95%. Den overordnede allokering til aktier udgjorde 41% ved kvartalets udgang, mens 59% var investeret i obligationer og en kontantbeholdning.

Afkastudvikling for SISA Stabil i 2024.



Kilde: Danske Bank.

Disclaimer & Contact information

This publication has been prepared by Asset Management — a division of Danske Bank A/S (“Danske Bank”). Danske Bank is under supervision by the Danish Financial Supervisory Authority (Finanstilsynet).

This publication has been prepared for information purposes only and it is not to be relied upon as investment, legal, tax, or financial advice. The Reader must consult with his or her professional advisors as to the legal, tax, financial or other matters relevant to the suitability and appropriateness of an investment. It is not an offer or solicitation of any offer to purchase or sell any financial instrument. Whilst reasonable care has been taken to ensure that its contents are fair and true, and not misleading, no representation is made as to its accuracy or completeness and no liability is accepted for any loss arising from reliance on it. We accept no responsibility for the accuracy and/or completeness of any third party information obtained from sources we believe to be reliable but which have not been independently verified. Any reference herein to any financial instrument and/or a particular issuer shall not constitute a recommendation to buy or sell, offer to buy, offer to sell, or a solicitation of an offer to buy or sell any such financial instruments issued by such issuer.

Danske Bank (acting on its own behalf or on behalf of other clients), its affiliates or staff, may perform services for, solicit business from, hold long or short positions in, or otherwise be interested in the investments (including derivatives), of any issuer mentioned herein.

The publication has been prepared for selected potential professional/qualified clients and is not publicly distributed. The publication must be read in conjunction with the oral presentation provided by Asset Management — a division of Danske Bank A/S. The publication is not intended and not suitable for any (potential) retail clients. The publication may not be further distributed or shared with any third party without Danske Bank A/S' prior written consent.

Historical performance information depicted herein is not indicative of future performance or investment returns, and actual events or conditions may not be consistent with and may differ materially from those depicted or expected in the publication.

Neither this document nor any copy of it may be taken or transmitted into the United States of America, its territories or possessions (the ‘United States’) or distributed directly or indirectly in the United States or to any U.S. person (as defined in Regulation S under the U.S Securities Act of 1933, as amended), including any national or resident of the United States, or any corporation, partnership or other entity organised under the laws of the United States. Any information or opinions contained herein are not intended for distribution to or use by any person in any jurisdiction or country where such distribution or use would be unlawful.

This material has been created for use by prospective Professional Investors in Austria, Belgium, Denmark, Finland, France, Germany, Luxembourg, the Netherlands, Norway, Sweden, Switzerland and the United Kingdom. In Switzerland, this document is intended exclusively for qualified investors pursuant to Art.10 Para.3, 3bis and 3ter of the Swiss Collective Investment Schemes Act (CISA) and independent asset managers as per Art. 3 Para.2 lit c CISA with country of residence in Switzerland. It is not intended for any investor who is not considered as a qualified investor and may not be made available or distributed publicly to non-qualified investors.

Copyright © Danske Bank A/S. All rights reserved. This publication is protected by copyright and may not be reproduced in whole or in part without permission. If funds are marketed it must be ensured that the funds have marketing permits in these jurisdictions.

Danske Bank Asset Management — a division of Danske Bank A/S
Holmens Kanal 2-12
DK-1092 Copenhagen, Denmark
Company reg. no.: 61 12 62 28
Tel. +45 45 13 96 00
Fax +45 45 14 98 03
<https://danskebank.dk/asset-management>