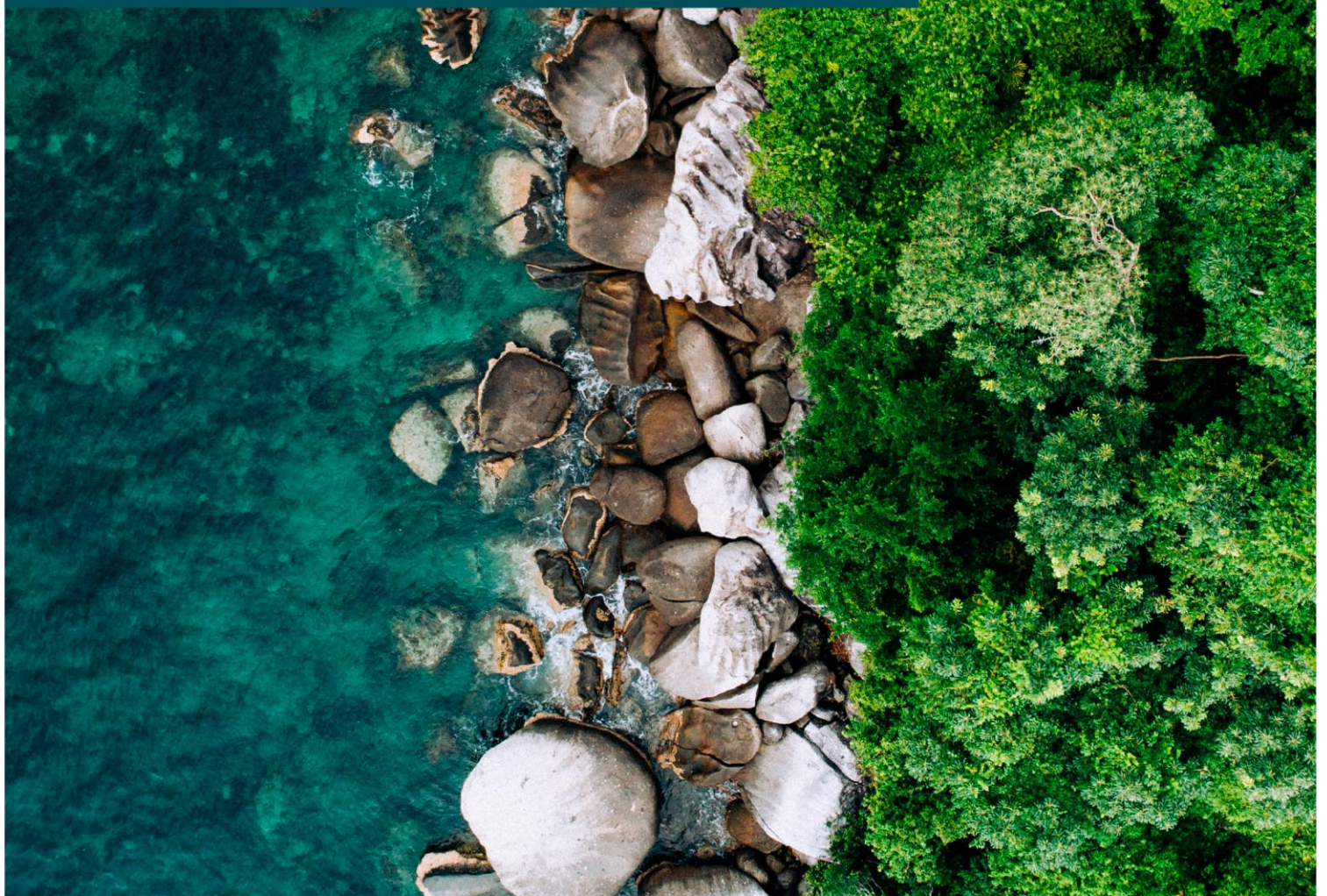


BI Markedssyn

8. maj 2024

BANK INVEST

Handler
med omtanke



Indhold

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

Indledning

Aktierne har haft fem måneder med fremgang, men det ændrede sig i april. Vi mener, at det var rentestigningerne og forventningerne til FED, der fik aktiemarkederne til at reagere. Aktierne havde været ret upåvirkede af renterne gennem 2024, men det stoppede i april.

Vi tror dog ikke, at april markerer begyndelsen på en langvarig og dyb nedtur. Vi tror stadig, at vi vil se nye højder for aktier i de næste par måneder. Selvom vi ikke er i den tidlige fase af opsvinget mere, er vi stadig i et opsving. Og der er langt til en recession. Det eneste ændrede scenario, vi egentlig forudser i forhold til 2023, er at aktiestigningerne bliver lidt mindre, og at det bliver en anden slags aktier, som vil føre an i forhold til 2023.

Væksten har været lidt blandet i 2024. I april har vi dog set lidt flere tegn på, at det høje væksttempo er ved at aftage. Blandt andet har vi set et lille fald i ISM for både service- og fremstillingssektoren.

Vi har ikke lavet om på porteføljerne. Vi har stadig en overvægt af aktier. Vi holder fast i vores position i de sencykliske aktier, som vi tog i februar.

Allokering

Vi har en stigende overbevisning om at vi er på vej ind i et sencyklisk marked. Et marked hvor aktier stadig vil outperforme obligationer, men hvor der vil ske en underliggende rotation ind i kvalitet og Growth.

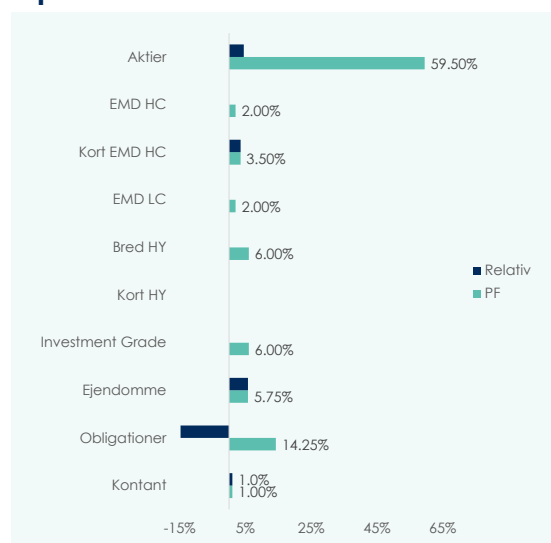
I lyset af ovenstående har vi fastholdt en overvægt til aktier. Dette selvom de "normale" usikkerhedsfaktorer stadig er gældende:

- Valuations er høje
- Geopolitisk risiko er høj
- Vækstmomentum er usikkert

Det er værd at nævne Valuations ofte er høje i et sencyklisk marked, og at man også her ofte ser mere usikkerhed omkring væksten end hvad man f.eks. gør i den tidlige del af et opsving.

Det eneste som er "unik" med det nuværende marked, er den kraftigt forhøjede geopolitiske risiko. Det er dog en så binær faktor at vi ikke lader den influere vores allokeringsbeslutning.

Relativ og absolut allokering af Optima 55

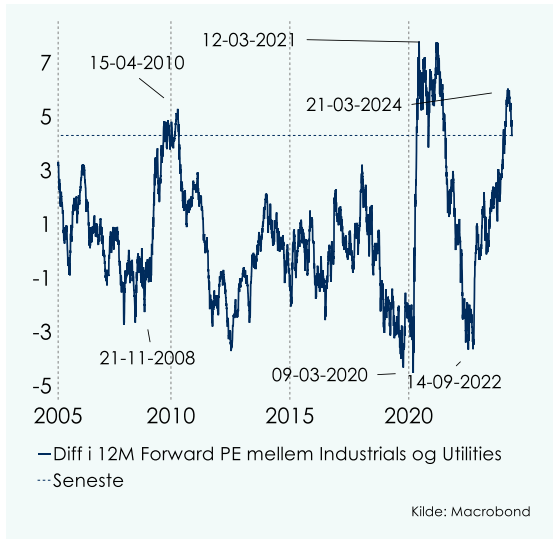


Som beskrevet i tidligere Markedssyn, synes vi det har været nogle svære år at navigere i på de finansielle markeder. Der har periodevis, som nu f.eks., været ekstrem divergens mellem den makroøkonomiske og finansielle udvikling. Dette har betydet vi har ladet vores allokering styre, i høj grad, af vores model. Og det er denne som nu danner grundlaget for at vi mener vi er gået ind i et sencyklisk marked.

For at gøre modellen mere spiselig, kan vi prøve at løfte nogle af de finansielle komponenter som peger på det ovenstående skift i markedet.

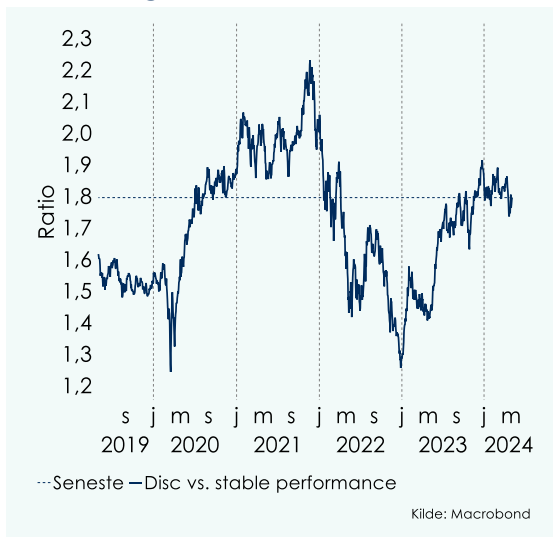
Ser vi f.eks. på den relative prisfastsættelse af Industrials til Utilities, så bemærker vi at den toppede ud i slutningen af marts måned dette år. Vel og mærke på niveauer der var tæt på eller højere dem vi så da vi gik ud af det tidlige opsving i 2010 og 2021.

Den relative prisfastsættelse af Industrials til Utilities siger at vi er ude af det tidlige opsving



Ser vi på den relative performance af diskretionært til stabilt forbrug, så har denne også peaket. Ikke helt på de samme niveauer som ultimo 2021. Men den har i hver fald fladet ud i forhold til det opsving vi så over 2023.

Diskretionært forbrug outperformer ikke længere stabilt



Dette er bare to, ud af flere, markedsindikatorer som leder os til at tro på

at markedet vitterligt er på vej ud af den tidlige del af opsvinget.

Det interessante ved det nuværende opsving er at markederne har handlet som vi har været på vej ud af en recession, men at makro aldrig har rigtig nået at blive stærkt. Dette viser vi i nedenstående figur hvor vi har tegnet det finansielle og makroøkonomiske bidrag til vores regimemodel.

Makro nåede aldrig rigtig at komme i Expansion. Det vil sige vækst over trend og tiltagende.



Vi har set bedring i makro, f.eks. ISM Manufacturing og Services, men det kommer fra virkelig lave niveauer. Og med de seneste målinger fra april måned, synes det som at vi er på vej ned igen.

Samlet set indikerer vores model altså det har været et mærkeligt opsving, et opsving uden rigtig deltagelse fra makro, og et opsving som nu er ved at ændre karakter. Igen slår vi fast at aktier historisk har en tendens til at slå obligationer også i et sencyklisk marked.

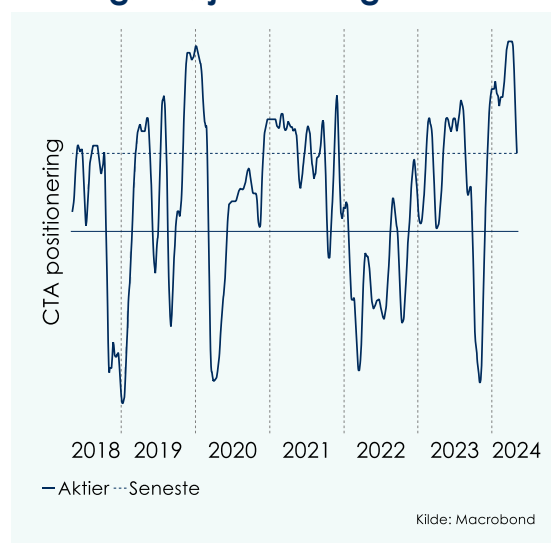
På obligationssiden har vi ikke ændret ved den overordnede allokering. Vi fastholder en høj absolut allokering til de mere risikofyldte aktivklasser såsom High Yield og Emerging Markets obligationer. Dette da vi fastholder vores view om at recessionen ikke står for døren.

Når ovenstående er sagt har vi dog lavet en ændring på obligationer. Vi har købt længere obligationer, altså mere varighed, over starten af maj måned. Vi har dermed lukket den undervægt til statsvarighed som vi har haft over starten af 2024. Dette da renter er kommet ret langt op, og i takt med at vi stadig forventer at inflationen nok skal komme ned over 2024. Vi har altså ikke i samme grad som tidligere behov for at hedge vores overvægt til aktier, ved en undervægt til varighed. Ydermere kan vi da også bemærke at vi har en svagt øget frygt for væksten med de seneste målinger af PMIs for USA. Noget som bare yderligere motiverer vores forhøjede allokering til lange stat/realcredit obligationer.

Vi får ofte spørgsmålet: Hvad skal der til for at i ændre jeres allokering? Vores svar på dette er, at vi enten skal se en meget kraftig forværring af makro og/eller at markederne forsætter med at signalere et mindre optimistisk scenarie gående fremadrettet. Sagt med andre ord: Så længe vores model, og vi mener virkelig vores model, siger vi ikke er i recession vil vi holde en høj allokering til aktier. Dette for at undgå vi spænder ben for os selv og går i gang med at overfortolke på det noget blandede makro som vi får i øjeblikket.

Om end det ikke påvirker vores allokering direkte har vi i denne korrektion haft et vågent øje på de systematiske strategier. Dette da vi bemærkede at deres allokering til aktier, før korrektionen, var på historisk høje niveauer.

CTA-fondene havde før korrektionen en meget høj allokering til aktier



Vi frygtede at dette ville kunne forstærke korrektionen. Heldigvis synes det dog nu som at momentum er blevet genvundet. Holder dette så forventer vi at CTA-fondene igen vil vende rundt, og i stedet for at sælge blive købere af aktier.

Samlet set fastholder vi som beskrevet en overvægt til aktier og en høj absolut/strategisk allokering til de mere risikofyldte dele af obligationsmarkedet.

Makro og markederne

USA: Privatforbruget vokser betydeligt, men andre dele af økonomien er langsommere. Inflationen falder langsommere end forventet. Core PCE er nede på 2,8% y/y og kan komme ned på 2,5%, men ikke 2,0% y/y før 2025.

Eurozonen: Væksten i let tempo fremad, hvilket står i kontrast til tilbagegangen i H2. Mulighed for højere vækst end konsensus. Kerne-inflationen kan nå 2-2,5% zonen i 2024.

Kina: Kører med 4-5% vækst, som er 'moderat' for Kina. Meget lav inflation, så penge-kredit- og finanspolitikken kan fortsat være lempelige.

FED: Renterne kan sænkes med 50-75bp i 2024, mindre end tidligere troet. Højere vækst og inflation har løftet rentebanen.

ECB: Renterne kan sænkes med 75-100bp i 2024. Inflation tæt på målet nu.

Obligationer: 10-årige amerikanske renter ligger i den høje del af et fair-value interval på 3,5-4,5%. Tyske 10-årige renter på 2,45% er midt i et fair value interval på 2-3%. Mere 'slowdown' i USA kan presse renterne ned.

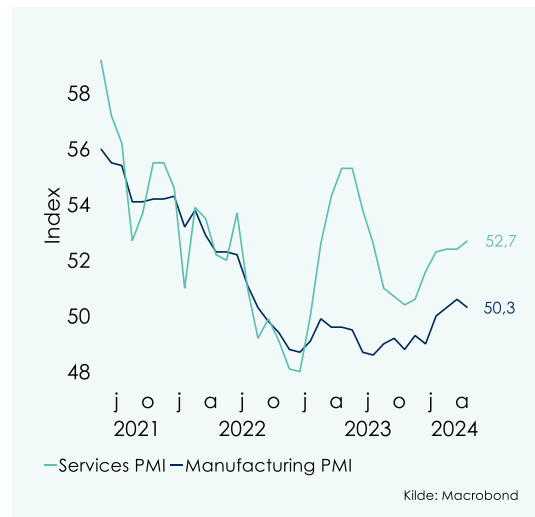
Aktier: Udfordret af høj prisfestsættelse i USA. Men hjulpet af gode indtjeningsudsigter, der kan skubbe aktierne yderligere opad.

Første del af 2024 viser, at recessionen er langt væk. Mange troede, at nedturen var lige om hjørnet i det sidste år, men det skete ikke. Nu tror flere på en 'soft landing' eller ingen landing.

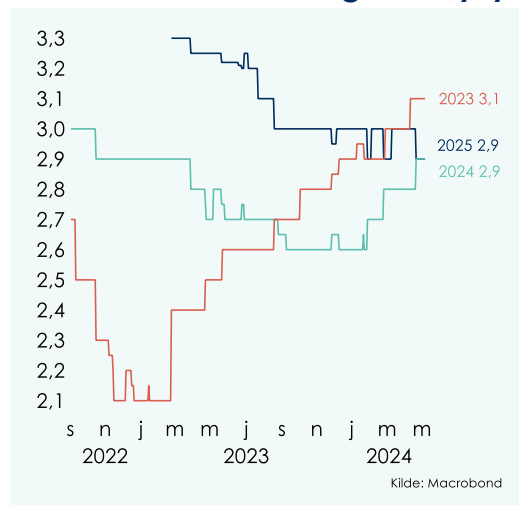
Den globale realvækst er stabil omkring 3%. Det var den også sidste år, og det forventes den at være i 2024 og 2025. Det er lavere

end de seneste 40 års gennemsnit på 3,4%. Men det er ikke den krise, mange frygtede.

Globale PMI-indeks viser bedring



Forventet BNP-vækst globalt y/y%



USA

Verdens største økonomi, den amerikanske, har klaret sig overraskende godt trods den strammere pengepolitik. Det skyldes, at de private aktører er mindre rentefølsomme end ventet, og at finanspolitikken er stimulerende via forskellige tiltag.

Den kvartalsvise BNP-vækst faldt til 1,6% i Q1 fra 3,4% i Q4 og 4,9% i Q3. Men privatforbruget og de private investeringer

voksende med henholdsvis 2,5% og 3,2%. Så der er efterspørgsel på det indenlandske marked.

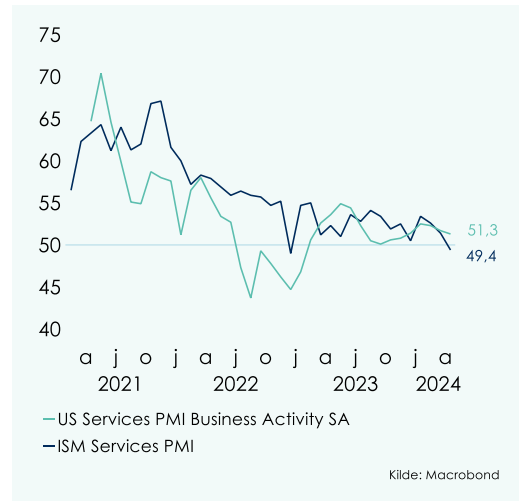
US realvækst i privatforbruget



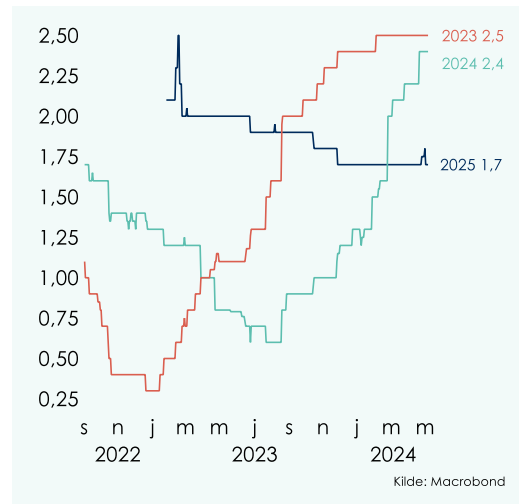
US ISM & PMI for industrien



US ISM og PMI for servicesektoren



Forventet BNP-vækst i USA y/y%

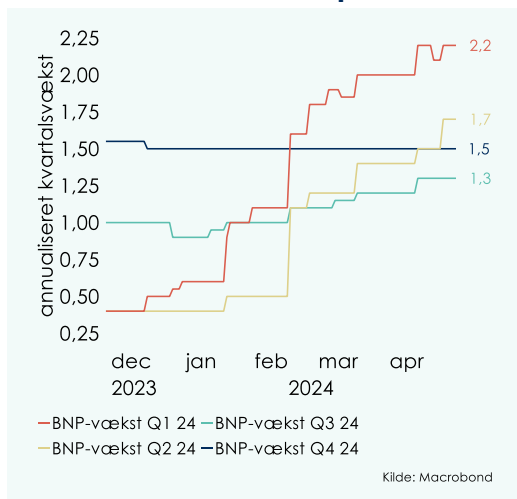


Men de nyeste PMI- og ISM tal viser en afmatning i både industrien og servicesektoren. Det kan signalere, at væksten aftager mere bredt. Servicesektoren har spillet en stor rolle i den økonomiske fremgang, også på arbejdsmarkedet. Så det er et vigtigt punkt for den fremtidige udvikling.

Økonomernes konsensus prognose for BNP-væksten er ikke begyndt at blive justeret nedad. Der har tvært i mod været tale om tydelige opjusteringer af den forventede vækst i 2024 til senest 2,4%. Vi tror, at den bevægelse opad er tilendebragt.

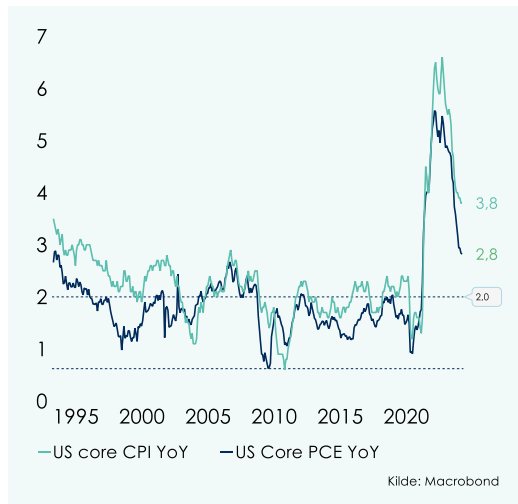
Forventningerne peger på 1,7% i Q2, 1,3% i Q3 og 1,5% i Q4. Det virker realistisk, men risikoen er nok mere på nedsiden.

Forventet BNP-vækst på kvartaler



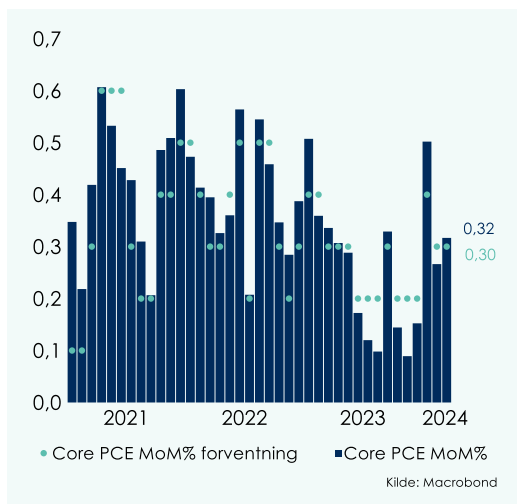
3 måneders annualiserede stigning ligger nede på 2,8%. Det støtter helt klart forventningerne om et faldende inflationspres.

USA kerneinflation y/y%



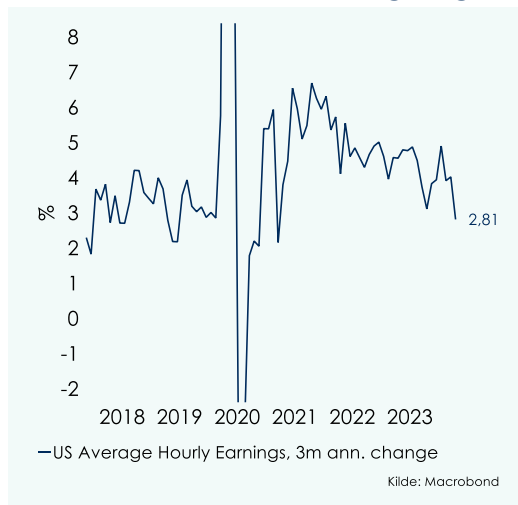
Inflationen fortsætter med at overraske på den høje side i USA. Core CPI steg for 3. måned i træk med 0,4% m/m i april. Core CPE steg 0,32% mod forventet 0,3%. De sidste 3 måneders stigning er helt oppe på 4,5% annualiseret. Det er alt for højt til at kunne retfærdiggøre rentesænkninger.

USA kerneinflation: Core PCE m/m%



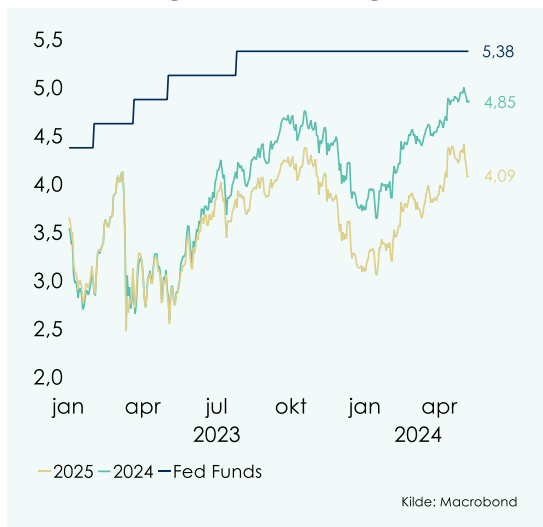
Den gode nyhed er, at lønningerne stiger mere afdæmpet. Den gennemsnitlige timeløn steg blot 0,2% m/m i april. De sidste

Mere afdæmpede lønstigninger



På kort sigt afhænger forventningerne til rentepolitikken stadig af 'de indkommende data', som Powell & Co. gentager ofte. Vi tror, at inflationen vil falde på længere sigt, måske ned til 2-2,5%. Men tidspunktet er meget usikkert pga. flere faktorer, bl.a. usædvanlige inflationstrends på bolig- og sundhedsområdet. Vi må vente, til det næste CPI-tal bliver offentliggjort 15. maj, for at se, hvad det viser.

Forventninger til FED peger ned



Inflationen og væksten har været højere end antaget, så markedet og vi har justeret vores syn på Fed's rentebane. Markedet forventer nu ca. 2 rentereduktioner af 25bp, fra omkring september. Det virker sandsynligt, men Fed kan godt sænke renten yderligere.

Eurozonen

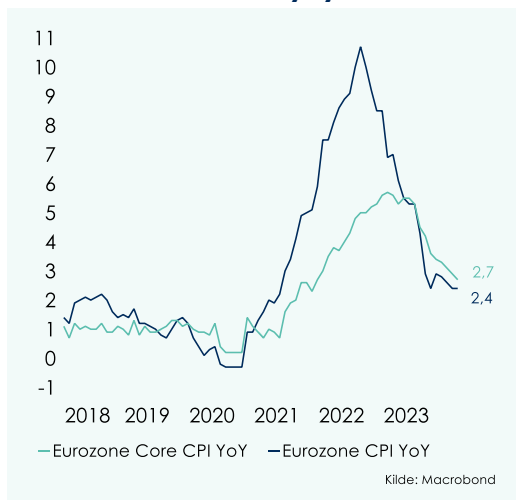
Der er lidt bedre vækstudsigter for eurozonen. BNP-væksten var på 0,3% Q/Q i første kvartal, ifølge foreløbige data. Det er en markant forbedring fra andet halvår, hvor BNP skrumpede med 0,2%. Tysklands vækst var på 0,2%, mens Spanien voksede med 0,7%. Det her kan være starten på noget mere positivt for eurozonen. De reale lønninger stiger. Og den økonomiske politik bidrager også til at fremme væksten generelt.

Inflationen bliver ved med at dale på årsbasis. Kerneinflationen er nede på 2,7% y/y. Det stemmer godt overens med vores forventning om, at kerneinflationen kan nå 2% i år. Over de sidste 3 måneder er kerneinflationen steget 2,5% annualiseret.

Forventet euro BNP-vækst y/y%



Eurozone inflation y/y%



Banen bør nu være kridtet af til den første rentesækning fra ECB. Vi forventer, at renten bliver sat ned med 25bp på mødet 6. juni. Det vil være startskuddet til en række rentesænkninger gennem resten af 2024 og ind i 2025. 75-100bp ned på renten i år er på ingen måde urealistisk.

Forventninger til ECB peger ned



Kina

Kina havde en respektabel vækst på 5,2% i 2023. BNP-væksten i Q1 var 1,6% Q/Q og 5,3% Y/Y. Vækstraten over 5% blev opretholdt. Det så dog ud til, at momentum faldt mod slutningen af kvartalet med lavere end forventet data fra industrien, detailhandlen, boligsektoren og kreditmarkedet. Derfor er der nogle spørgsmål om Kinas vækstperspektiver i de næste kvartaler.

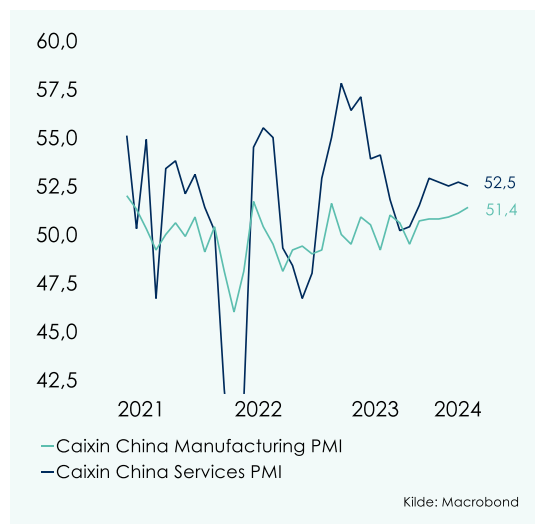
Kina forventet BNP-vækst y/y %



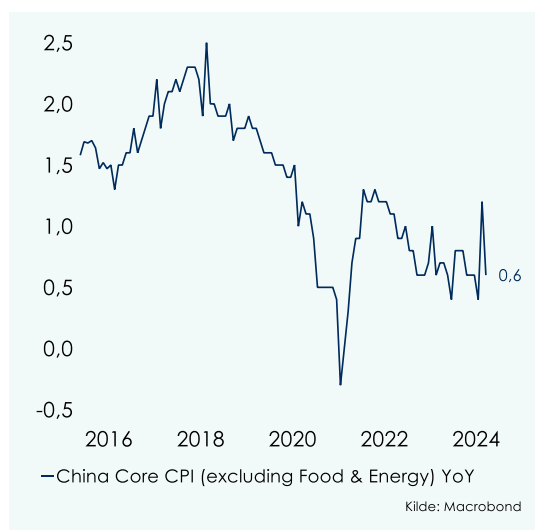
Forventningerne blandt økonomerne peger på BNP-vækst på 4,8% i 2024. Det flugter fint

med de seneste målsætninger fra topstyret i Beijing, der igen har et vækstmål på ca. 5% for året. En vækstfremgang på 4% plus virker realistisk for os.

Kinas Caixin PMI > 50



Kinas kerneinflation nær 0%



Core CPI i Kina er nede på bare 0,6% y/y. Det understøtter trenden mod en mere lempelig kredit-/pengepolitik. I bredere forstand arbejder den økonomiske politik klart på at styrke Kinas økonomi både cyklisk og strukturelt. Det lægger en bund under væksten og holder landet fra at falde ned i en mere mærkbar tilbagegang.

Obligationsrenterne

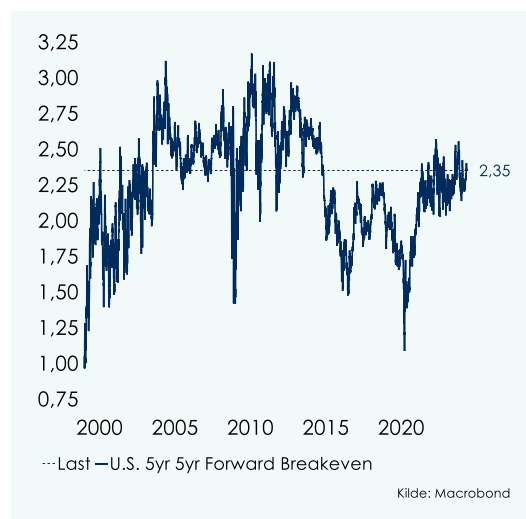
Vi havde ikke forventet, at obligationsrenterne skulle stige så meget, som de har gjort siden januar. Renterne har dog trukket sig lidt nedad igen fra slutningen af april. Men den 10-årige amerikanske rente er stadig i den øvre ende af et interval på 3,5-4,5%, som vi anser for at være 'fair value'. De nyeste data viser en for form slowdown i USA, og løntilbageholdenhed. Det argumenterer isoleret set for lavere renter. Omvendt er der tale om

meget store budgetunderskud i USA, der finansieres via meget store obligationsudstedelser. Den effekt trækker isoleret set op i renten. Vi noterer os, til gengæld, at den fremadrettede inflationsprisering i markedet ligger ret stabilt. 5y5y forward ligger på 2,35% i markedet. 10-årig 'break even' inflation ligger på 2,1%. Så der er i markedet tillid til, at inflationen tenderer ned mod målet. Dermed ligger den 'forventede' realrente ved at investere i obligationer også på relativt høje niveauer, hvilket isoleret set taler for 'rente ned'.

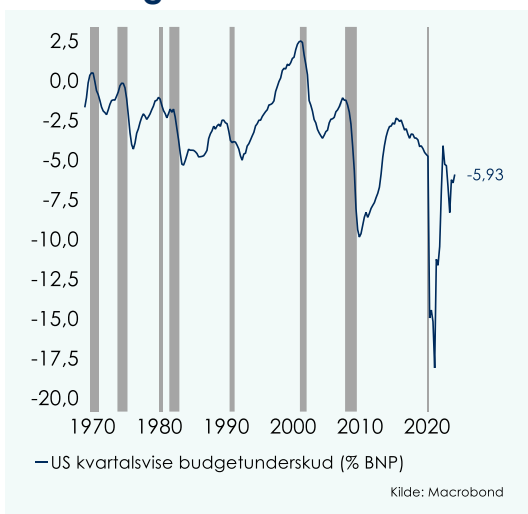
10-årige statsrenter i US, GE, DK



USA: 5Y5Y Forward Inflation



USA: Budgetunderskud % BNP



Renterne bliver påvirket af disse kræfter i fremtiden. Vi forventer ikke et stort renteskift i de næste 1-3 måneder, men der er mere sandsynligt med rentefald end rentestigninger. Det gælder også i Tyskland og Danmark, som begge følger renteutviklingen i USA.

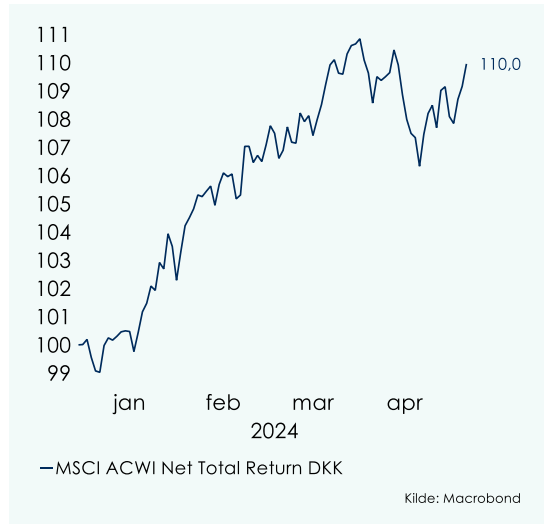
Aktiemarkederne

MSCI AC World har igen nået et afkast på omkring 10% ÅTD, en flot performance her i 2024. Aktiemarkedet i USA er stadig højt prissat, f.eks. efter 'Fed-modellen': 12m forward earnings yield på S&P500 er på ca. 5,0%, kun ca. 50bp højere end den 10-årige rente. Men det vigtige for aktiemarkedet er ikke 'valuation', men vækstmulighederne.

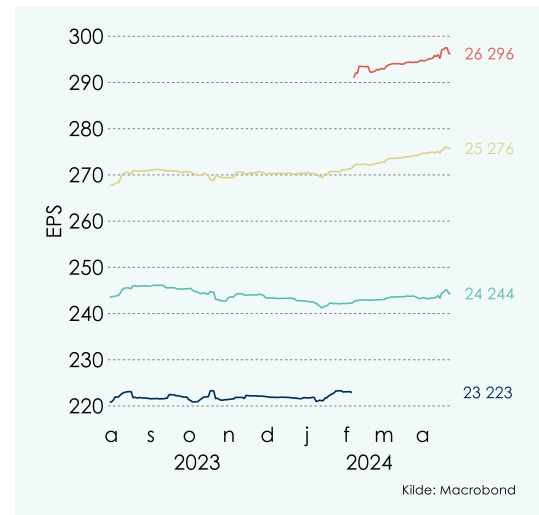
Q1 regnskaberne kommer ind med tydeligt positive overraskelser på indtjeningen. Og det bidrager til også at holde EPS-forventningerne oppe.

priser 2025 EPS på 276 USD ultimo 2024, vil fx 12 måneders forward PE indebærer et kurspotentiale på 7% fra i dag, givet at S&P500 ligger på 5.181.

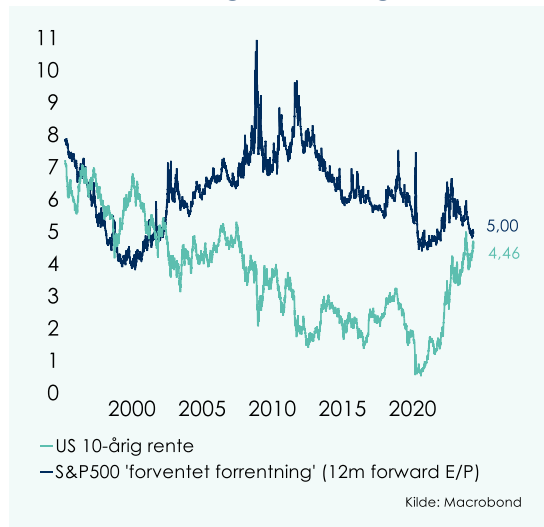
Afkast på MSCI AC World ÅTD



S&P500 EPS forventninger USD

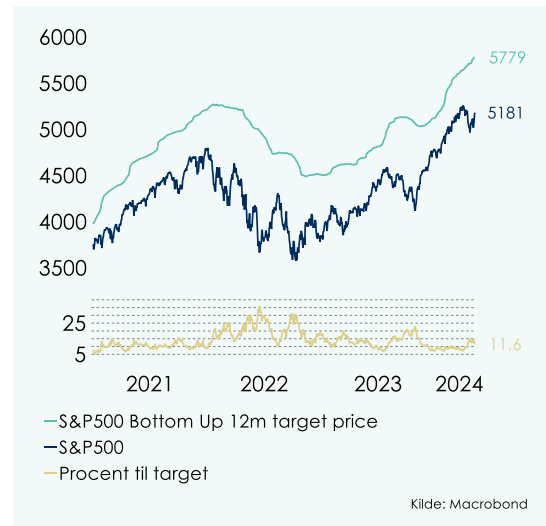


S&P500 Earnings Yield og US 10Y



Spørger man aktieanalytikerne er disse fortsat ganske positive på S&P500 og Stoxx600 12 måneder ude. Bottom Up konsensus opererer med et 12 måneders potentiale på henholdsvis 11,6% og 12,1%.

S&P500 kurstarget 12m (bottom up)



S&P500 2024 konsensus EPS er steget marginalt til 244 USD siden starten af året. 2025 EPS er steget til 276 USD fra 270. Det indebærer en forventet EPS-vækst på 9,4% i 2024 og 13% i 2025. Aktieanalytikerne har en tendens til at være lidt for optimistiske, kollektivt set. Men 9-10% EPS-vækst i snit i 2024-25 vil være rigtig flot og nok til at drive aktiemarkedet højere. Forudsat at markedet

Stoxx600 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 unkladelser foretaget på baggrund af informationerne. BankInvest anbefaler sagkyndig og professionel vejledning ved investeringsbeslutninger. Yderligere oplysninger om BankInvest findes på www.bankinvest.dk