

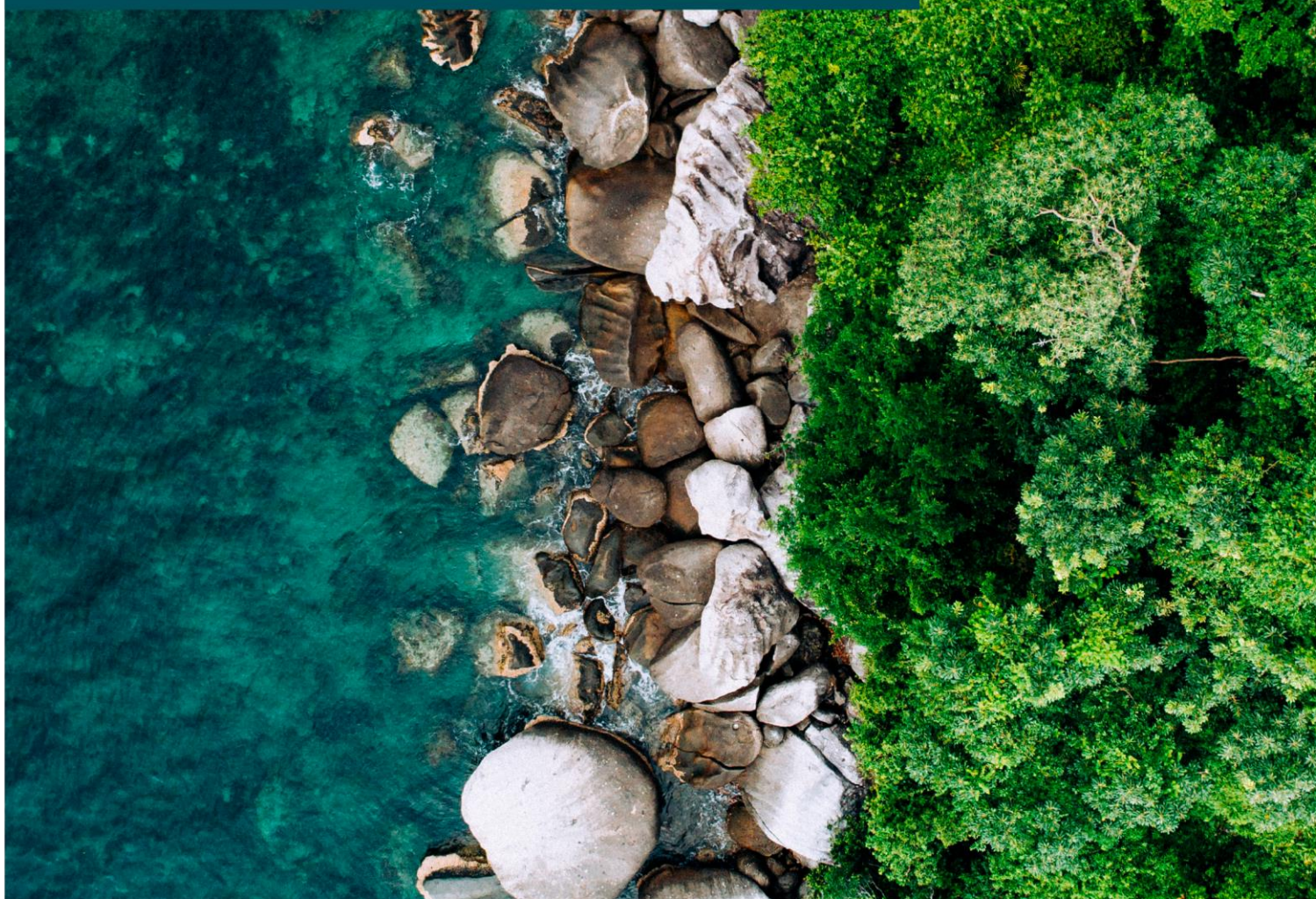
BankInvest Multi-Asset

Årskommentar 2023

29. december 2023

BANKINVEST

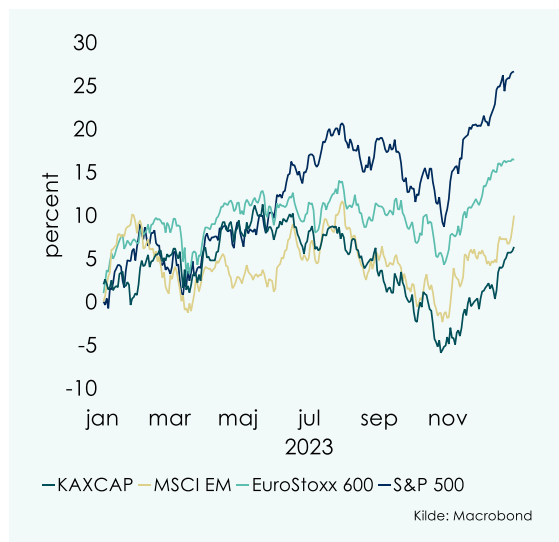
Handler
med omtanke



Finansielt overblik

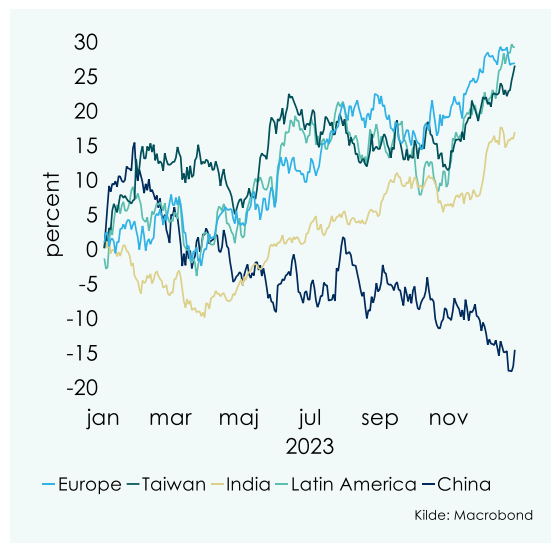
Den overordnede historie om 2023 handler om stigende aktier og faldende renter. Amerikanske aktier har klaret sig klart bedst blandt de forskellige regioner. S&P 500 er således oppe med 26 %, mens EuroStoxx 600 nøjes med en stigning på 17 %. Det har derimod været et hårdt år for danske aktier som kun er oppe med 6 % og EM-aktier som er oppe med 9 %.

Aktiemarkeder år til dato



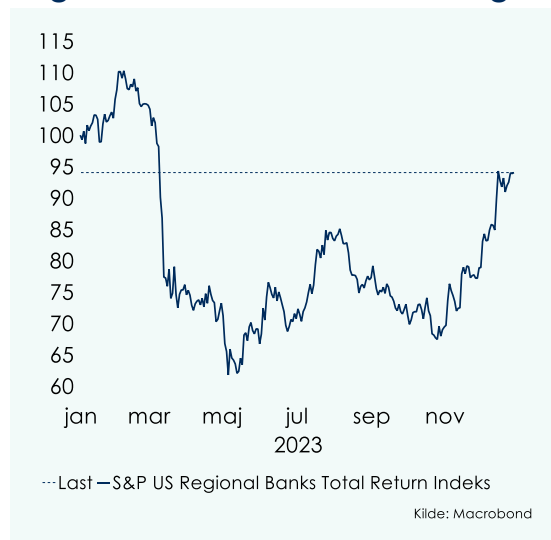
Det lave afkast i EM-aktier skyldes i høj grad sløj performance fra kinesiske aktier. Alle andre regioner har leveret positive afkast, som endda er sammenlignelige med, hvad vi så ud af USA og Europa. Kina har ikke formået at tilvejebringe tilstrækkelig med stimuli til en ellers udfordret økonomi. Derudover er det øgede fokus på at hjemtage produktionen til eget eller nærliggende lande en stor gevinst for netop alle andre EM-lande en Kina.

Kina halter markant efter resten af EM



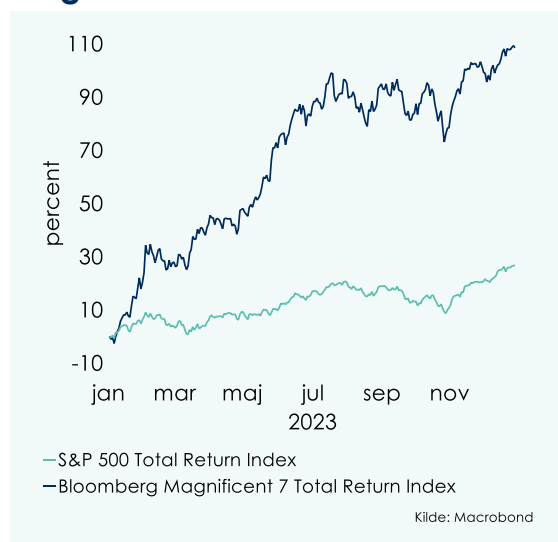
I foråret så vi de første tegn på udfordringer forbundet med centralbankernes pengepolitiske stramninger, da Silicon Valley Bank og Signature Bank gik under som følge af store tab på investeringer i statsobligationer med lang varighed. Her illustreret med S&P's indeks over regionale banker faldt bankernes værdi kraftigt som følge af den forhøjede usikkerhed om bankernes stabilitet. Ikke desto mindre er indeksafkastet medregnet dividender tæt på at være tilbage på årets udgangspunkt.

Regionale banker næsten tilbage



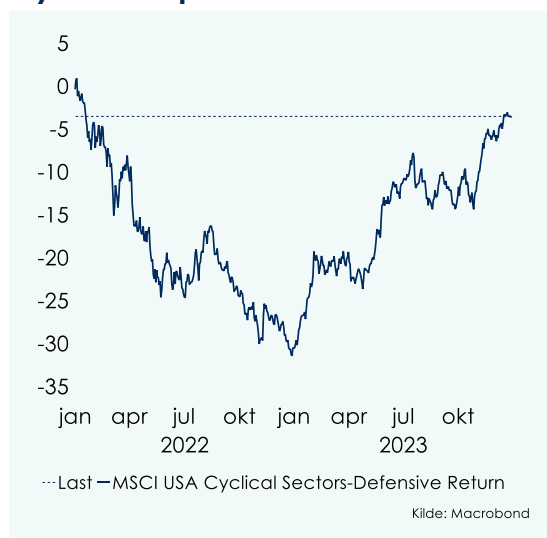
Et af de helt store og dominerende temaer for 2023 har været den markante outperformance af de store tech-selskaber, som i løbet af året skiftede navn fra FANGMAN til Magnificent 7. Afkastet for året på Bloombergs Magnificent 7-indeks oversteg 100 %, og leverede dermed en outperformance på 75 % i forhold til det brede S&P 500. De store kursstigninger har til dels været drevet af faldende renter, men den store opmærksomhed på kunstig intelligens var især med til at trække tech-selskaberne op. Med en høj forventet ordreindgang gav chip-producenten Nvidia et flot afkast på 240 %.

Magnificent 7



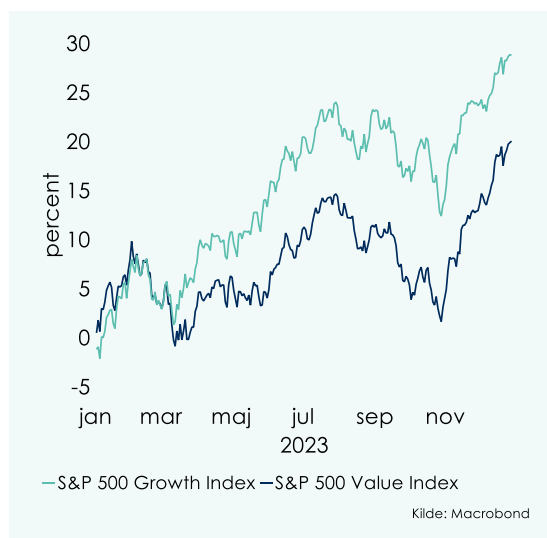
Den positive stemning har også været med til at præge afkastdynamikkerne intra-aktier. Cykliske aktier har leveret markant outperformance gennem hele året, og dermed er den defensive outperformance gennem 2022 stort set reverseret.

Cyklisk outperformance i 2023



Blandt de klassiske Value/Growth-faktorer outperformede Growth med 9 %. Growth-aktier blev til dels hjulpet af de faldende renter, og da tech-selskaberne fylder meget i Growth-segmentet var det også en af de store drivkræfter.

Growth var vindende faktor i '23



Den gode stemning på de finansielle markeder har også sat sig i efterspørgslen på beskyttelse mod faldende aktier gennem put-optioner. Den lave efterspørgsel har ledt til generelle fald i VIX-indekset gennem hele året med undtagelse af nogle få toppe om-

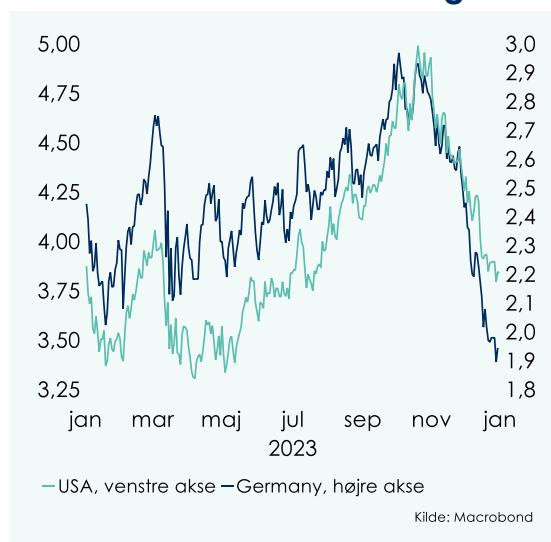
kring fx bankkrisen i foråret og Hamas' angreb på Israel i oktober. Det vidner om et marked, hvor rigtig mange investorer efterhånden har tilsluttet sig fortællingen om en soft landing i USA. En af de store risici gående ind i 2024 er, hvis denne fortælling får anledning til at skifte som følge af fx for høje renter eller en afbøjning i privatforbruget.

VIX falder til meget lavt niveau



Rentebilledet har været delt op i to dele gennem 2023. Årets første tre kvartaler var præget af renter som steg pænt langs en stigende trend med begrænsede afvigelser. Indgangen til vinteren markerede et skift i markedsdynamikken, da renter pludselig begyndte at falde kraftigt ind i årsafslutningen. Den pludselige ændring kom især efter store fremskridt i centralbankernes kamp mod inflationen. Inflationen i USA og Europa har været støt dalene siden toppen i sommeren 2022, og det fik Fed til at åbne for diskussionen om mulige rentesænkninger allerede i foråret 2024. Med udsigten til snarlige og markante rentesænkninger begyndte dette generelle renteniveau at falde, og efterhånden som "soft landing"-fortællingen fik fodfæste satte det også skub i kraftige kursstigninger i risikofyldte aktiver.

Renter falder i årets afslutning



Selvom Fed's kommunikation om fremtidige lavere korte renter har været med til at trække de 2-årige renter ned, ligger vi stadig med klart inverterede rentekurver i både USA og Europa. Den amerikanske rentekurve var inverteret over 100 bp i 2-10-punktet i løbet af sommeren. Og på trods af en generel stejling er rentekurven stadig inverteret med knap 50 bp her ved udgangen af 2023.

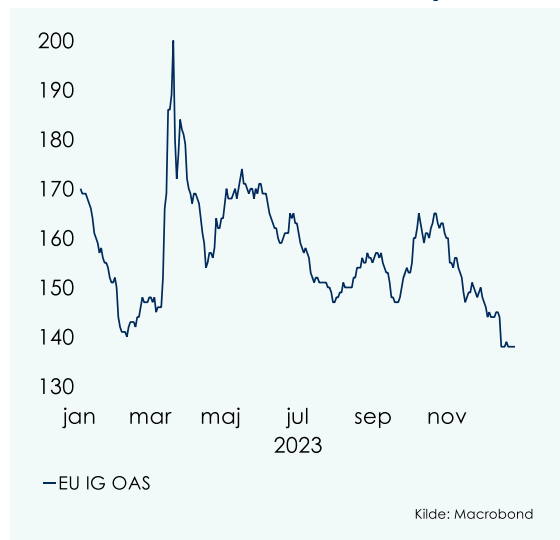
Stadig inverteret rentekurve i USA



Kreditpræmien på Investment Grade-obligationer har også holdt sig på komfortable niveauer gennem hele 2023. Den steg kraftigt i forbindelse med bankkrisen i USA for derefter

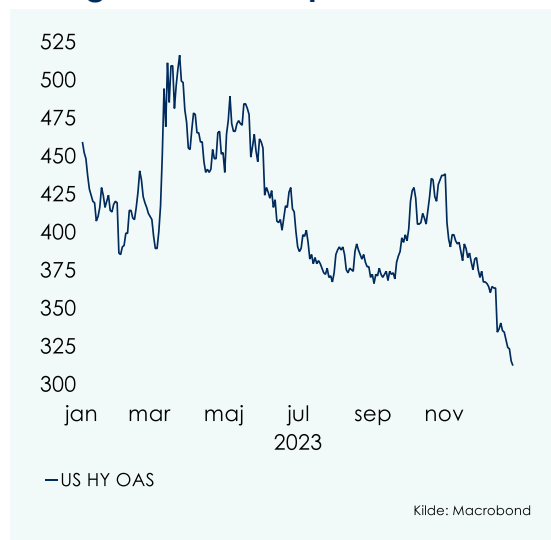
hurtigt at normalisere sig igen omkring 140 bp. Der er endnu ikke noget som indikerer stress i kreditmarkedet for papirer af høj kreditværdighed.

EU Investment Grade kreditpræmie



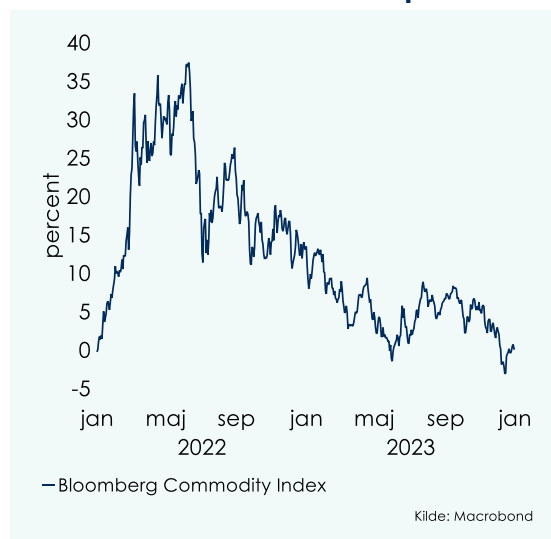
Samme billede gør sig gældende for High Yield markedet. Og det om muligt i endnu højere grad end det er tilfældet for IG-obligationer. Rentespændet for High Yield har været støt faldende gennem hele 2023, igen kun afbrudt af toppe omkring bankkrisen og krigen i Israel. Rentespændet afslutter året omkring 310 bp over statskurven, hvilket igen indikerer stor tiltro til de underliggende selskabers tilbagebetalingsevne.

US High Yield kreditpræmie



Råvaremarkederne har generelt været præget af faldende priser. Her illustreret med Bloomberg's råvareindeks, som er faldet støt gennem 2023. Det har været med til at lægge en generel dæmper på inflationen, og de kraftige stigninger fra 2022 er også godt som reverseret.

Generelt faldende råvarepriser



Økonomiske highlights

Hovedoverskriften for verdensøkonomien er det slående fravær af en recession og det fortsat stærke arbejdsmarked i USA. Inflationen er fortsat på vej ned, hvilket baner vejen for lempelser i pengepolitikken i både USA og Europa.

På den geopolitiske front er der fortsat krig i Ukraine, hvor de to parter overordnet har været låst fast i deres respektive positioner. Dermed har krigens påvirkning af verdensøkonomien også været begrænset. De vestlige lande har indtil videre formået at opretholde den militære og økonomiske støtte på trods af stadig lavere tilslutning i vælgermassen. Det bidrager alt andet lige til en højere efterspørgsel inden for fremstillingssektoren og er med til at holde hånden under økonomierne.

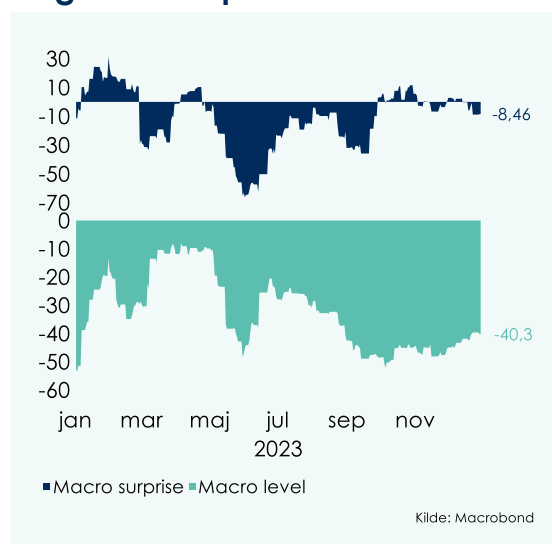
Derudover opstod der krig i Mellemøsten efter Hamas' angreb på Israel. Konflikten lader til at være begrænset til området, og den frygtede effekt på olieprisen er da også udeblevet. Det til trods for gentagne forsøg fra OPEC for at begrænse olieproduktionen, hvilket endnu har til gode at have en effekt.

Verdenshandlen er blevet udfordret af en kombination af militære uroligheder og global opvarmning. Houthis'erne i Yemen har indledt angreb på handelsskibe, hvilket leder rederier til at undgå Suezkanalen for i stedet at tage den lange vej syd om Afrika. Derudover er Panamakanalen ramt af tørke, hvilket også begrænser fremkommeligheden. Det fører til længere fragttider og højere omkostninger, som sætter sig i virksomhedernes indtjening og privatforbruget.

Hvis man opsummerer de økonomiske nøgletal fra Eurozonen, kommer de overordnet ind som ventet af analytikerne efter markante

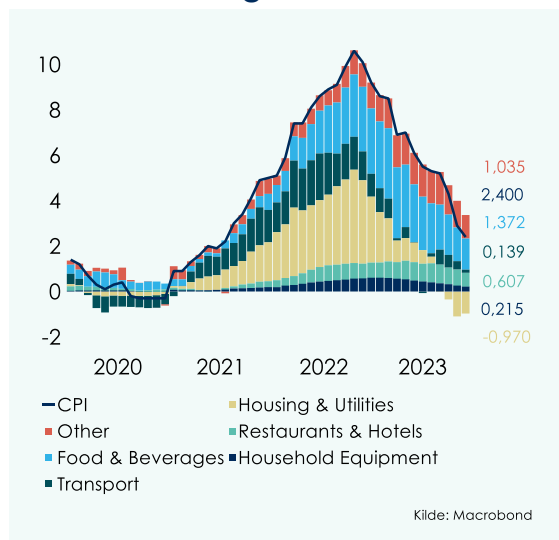
negative overraskelser over sommeren. Fraværet af negative overraskelser ændrer dog ikke på at de europæiske økonomier kører markant under deres potentiale. Europæisk BNP-vækst har endnu ikke haft to sekventielle kvartaler med negativ vækst, og det er ikke åbenlyst at vi allerede befinder os i en recession, på trods af at skyerne begynder at samle sig over de europæiske økonomier. BNP-væksten i tredje kvartal ligger på -0,1 %, og der forventes ligeledes negativ vækst for fjerde kvartal, om end de tal endnu ikke er offentliggjorte.

Negativt europæisk makrodata



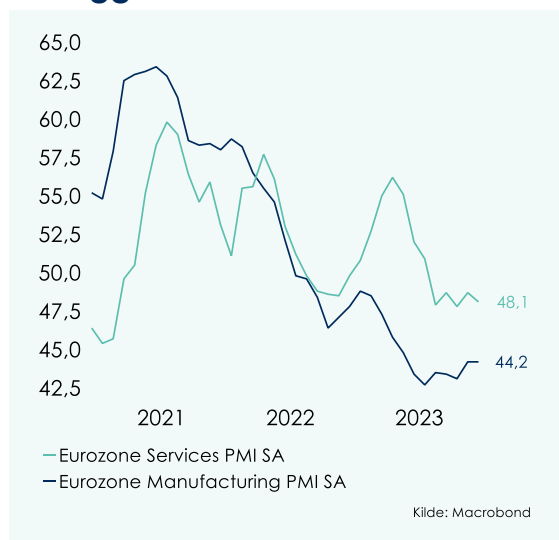
Den kraftige modvind i europæisk økonomi er især opstået af den høje inflation og ECB's reaktion med højere renter. Efterhånden er inflationen faldet kraftigt tilbage og særligt boligrelaterede poster er i øjeblikket deflationære. For Eurozonens vedkommende begynder den årlige inflationsrate virkelig at nærme sig ECB's målsætning om en inflation på 2 %. Det giver mulighed for at de kan begynde at sænke renteniveauet i løbet af 2024, hvilket kan ende med at være afgørende for at bringe væksten tilbage.

Inflationen aftager i eurozonen



Det lave aktivitetsniveau er bredt funderet i de europæiske økonomier. Målt på PMI kører både service- og fremstillingssektoren på lavt blus uden nogen umiddelbar bedring i syne.

PMI ligger lavt i euroområdet



Derudover begynder vi også at se en stigning i antallet af konkurser i både Tyskland og Frankrig. Konkurser i Frankrig nærmer sig allerede et højt niveau, efter at være blevet holdt kunstigt nede under coronakrisen. Stigningen i Tyskland er mere moderat og niveauet er stadig lavt i en historisk kontekst. Der var under alle omstændigheder ventet

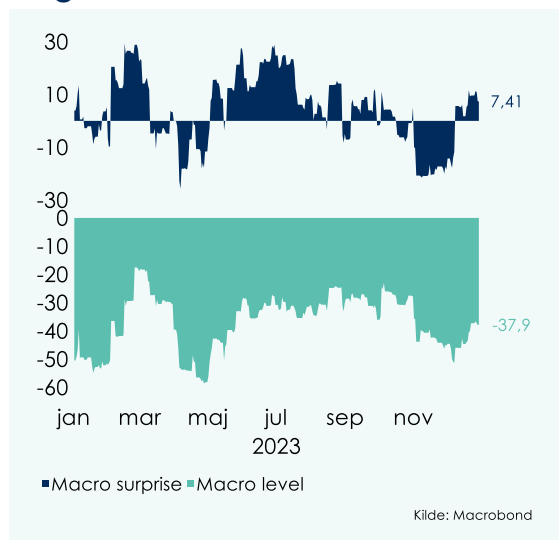
en stigning i antallet af konkurser, da mange virksomheder, som blev holdt kunstigt i live af statsstøtte måtte bukke under efter støttens udløb. Derfor er stigningen i konkurser heller ikke alarmerende i sig selv, men den vil ikke desto mindre udgøre et negativt bidrag til den økonomiske aktivitet.

Stigning i konkurser i Europa



Vender vi blikket mod USA ser vi, at de makroøkonomiske nøgletal kommer ind lidt bedre end analytikerforventningerne, men også her kører økonomien under den langsigtede trend. Ikke desto mindre har det lave aktivitetsniveau endnu ikke sat sig i væksten. Tredje kvartal leverede en sæsonjusteret og annualiseret vækst på hele 4,9 %. Analytikerne forventer dog mere moderate 1,2 % i fjerde kvartal.

Negative US makroindikatorer



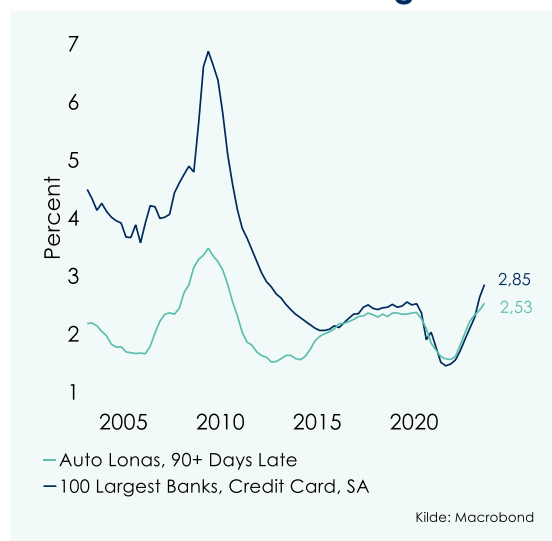
ISM ligger også lavt for både service- og fremstillingssektoren. Det står især sløjt til for fremstillingen i USA med en ISM langt under 50. En enlig stigning i september formåede ikke at vende tendensen, så der er endnu ikke skabt en tydelig bund. På trods af at ISM services ligger over 50, som ellers indikerer ekspansion, er neutral vækst typisk associeret med en værdi omkring 54. Dermed lader servicesektoren også til at køre under sit potentiale, og tendensen har endda været aftagende siden toppen i slutningen af 2021.

PMI forsætter med at aftage



Der er også flere amerikanske forbrugere som begynder at mærke kombinationen af en høj gældsbyrde og stigende renter. Således er der en stigende mængde af lån, hvor en eller flere af tilbagebetalingsvilkårene ikke bliver overholdt.

Lån med for sene betalinger



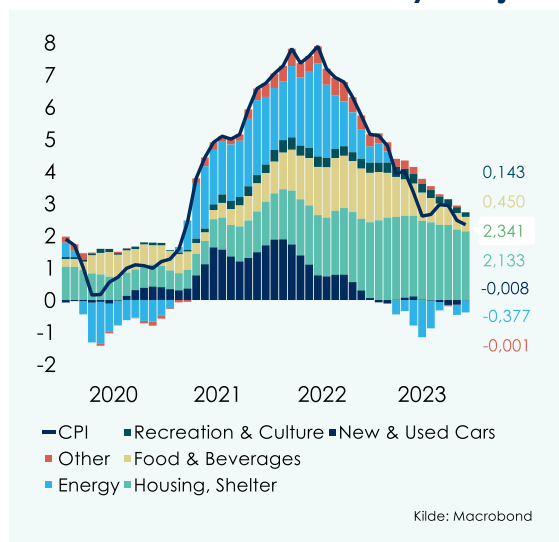
Eventuelle udfordringer hos forbrugeren skyldes dog endnu ikke svaghed i arbejdsmarkedet. Her illustreret med arbejdsløshedsraten, som holder sig på stadig meget lave niveauer. Man skal passe på med at konkludere alt for meget ud fra det meste arbejdsmarkedsdata, da de typisk udkommer med en betydelig forsinkelse. Ikke desto mindre tegner en række forskellige indikatorer et billede af et nedkølende amerikansk arbejdsmarked, som endnu stadig er stærkt.

Lav arbejdsløshed i USA



Forbrugeren begynder nu også at blive hjulpet af en aftagende inflation. Den overordnede årlige inflation i USA målt med CPI ligger i øjeblikket på 2,3 %, hvilket er meget tæt på Fed's målsætning om 2 %. Selvom den aftagende tendens i inflationen er fladet ud de seneste måneder, står Fed nu et meget bedre sted i forhold til at begynde at tale om at sænke renteniveauet igen.

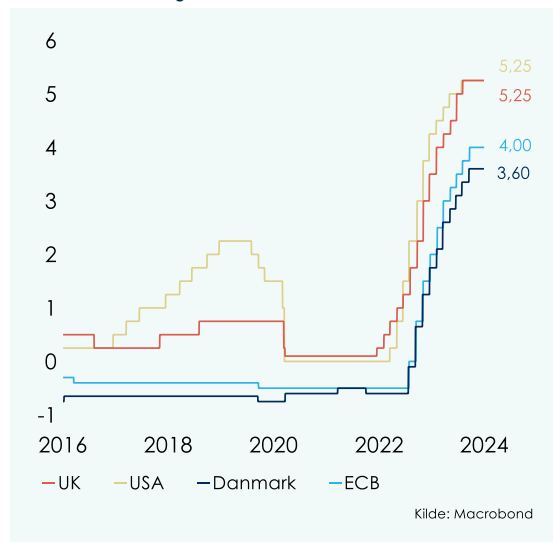
Amerikansk inflation når nye højder



Ikke desto mindre ligger renterne stadig højt i de vestlige lande. De store økonomier har været hurtige til at hæve renterne som reaktion

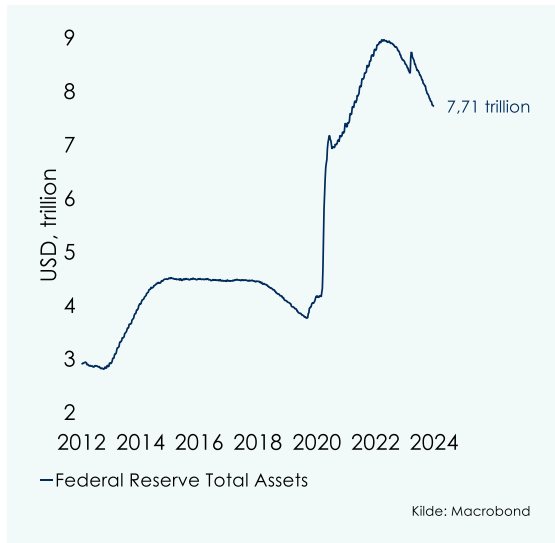
på den kraftige inflation. I øjeblikket læder centralbankerne til at forholde sig afventende i forhold til den videre udvikling i inflationen. Næste rentebevægelse forventes bestemt at være nedadgående.

Renteforhøjelser i en række lande

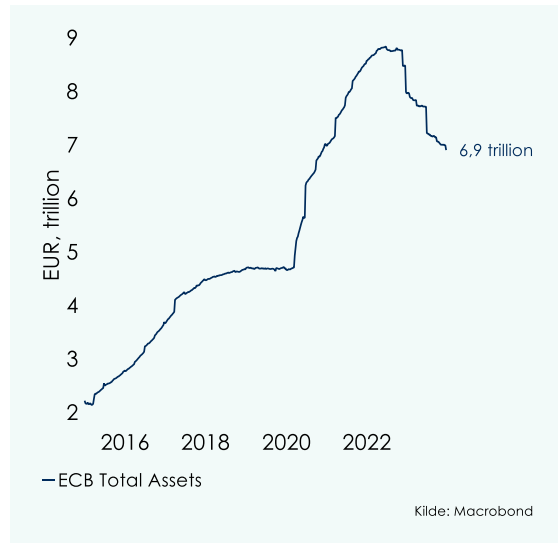


Centralbankerne er også i fuld gang med at skære i deres balancer gennem QT. Hvor QE tidligere indskød likviditet til økonomierne, er QT nu i gang med at reversere bevægelserne fra krisetiden. Ser man bort fra en lille stigning i forbindelse med bankkrisen i foråret er Fed's balance således kommet markant ned fra toppen. Det samme gør sig gældende for ECB.

Fed indleder QT



ECB indleder QT



Udvikling på globale markeder i 2023

Renter

	USA	Tyskland	UK	Japan
3-månedes Tbill	101 bp	185 bp	180 bp	-4 bp
2-årige renter	-16 bp	-39 bp	42 bp	1 bp
10-årige renter	-4 bp	-63 bp	-18 bp	20 bp
	EUR IG spænd	US HY spænd	EM stat spænd	
Kreditspænd	-29 bp	-158 bp	-25 bp	

Aktier

	S&P 500	Stoxx 600	OMX CC	Topix
Udviklede markeder	24.6%	12.5%	2.3%	25.1%
	Indien	Brasilien	Rusland	Kina
BRIC lande	18.8%	22.3%	44.0%	-13.5%

Råvarer

	WTI	Ædelmetaller	Landbrugsvarer
Industrimetaller	-10.6%	-7.2%	-10.7%

Valuta

EURvsUSD	EURvsJPY	EURvsGBP	EURvsSEK	EURvsNOK	EURvsCHF
3.4%	11.4%	-2.1%	2.8%	7.4%	-5.7%

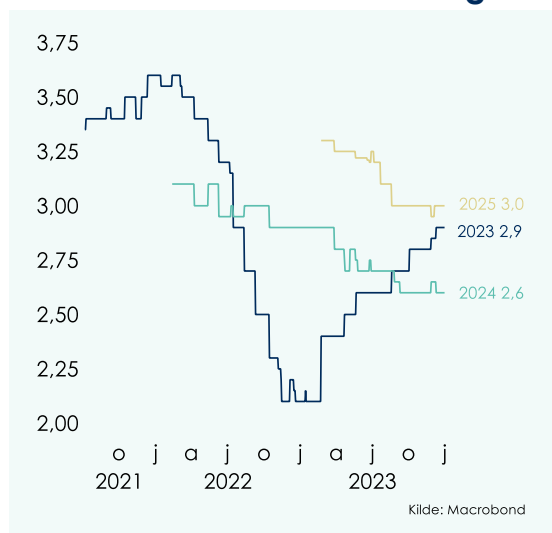
Bloomberg, BankInvest

Forventninger

Overordnet forventer vi at inflationen vil fortsætte med at aftage, om end i et langsommere tempo end hidtil. Det vil give centralbankerne plads til at sænke renterne. Vi forventer ikke at ECB vil være i stand til at sænke renterne tilstrækkeligt hurtigt til at undgå en recession. Hvis Eurozonen ikke allerede står i en recession, ser vi det som givet at den kommer. Med recession skal der dog ikke nødvendigvis forstås en dyb krise, som vi så det i 2009, men vi forventer ikke desto mindre negativ vækst. Spørgsmålet er mere åbent når det kommer til USA. Principielt anser vi det som muligt, at Fed sænker renten tilstrækkeligt hurtigt og undgår en recession. Men det vil muligvis kræve rentesænkninger af en størrelse og hastighed som hidtil kun har været associeret med en recession, så den amerikanske økonomi balancerer stadig på en knivsæg, som vi ser det.

Den globale vækst ventes at lande omkring 3% i 2023 for derefter at dykke til 2,6 % i 2024 og stige igen til 3 % i 2025.

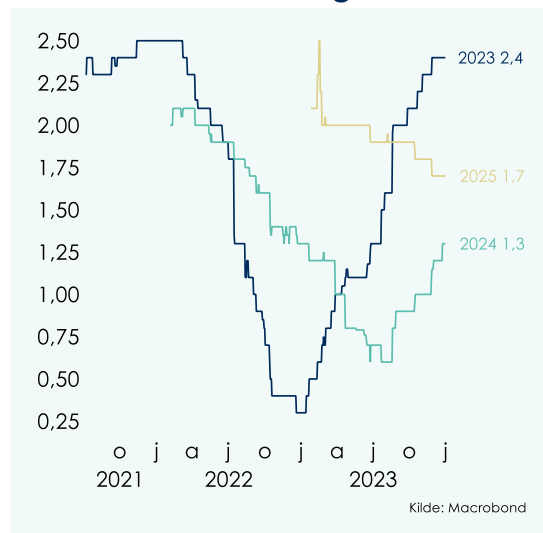
Globale BNP-vækstforventninger



I USA ventes væksten af aftage over de kommende år. Analytikerne forventer i øjeblikket

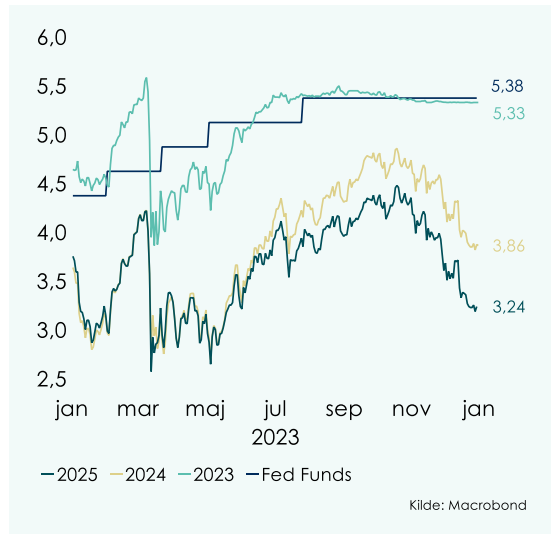
at 2023 leverer 2,4 %, hvilket falder til 1,3 % i 2024 og 1,7 % i 2025.

BNP-vækstforventninger for USA



Vi forventer, at Fed begynder at sænke renten markant i både 2024 og 2025. Der er i øjeblikket priset rentesænkninger for i alt 150 bp i løbet af 2024 og yderligere 50 bp i løbet af 2025. Det vil bringe den korte rente ned på 3,25 % i slutningen af 2025. Under antagelse om at inflationen er kommet under kontrol og ligger omkring 2 %, så må det stadig anses at være et restriktivt niveau. Vi mener derfor at Fed skal sænke renten endnu mere aggressivt end den nuværende markedsprisinde for at forhindre en recession.

Fed-rentesænkninger i '24 og '25



De aftagende forventninger til den fremtidige rente har trukket det generelle rentebillede yderligere ned. Det har givet plads til højere P/E-niveauer for amerikanske aktier. Målt på selskabernes forventede fremtidige indtjening handler S&P 500 på 20x P/E, hvilket vi anser som værende højt. Hvis amerikanske aktier skal bevæge sig højere fra de nuværende niveauer i 2024, skal det også være med hjælp af højere indtjening.

S&P 500 12m forward P/E



På indtjeningsiden forventer analytikerne i øjeblikket en vækst på 12,5 % i 2024 og yder-

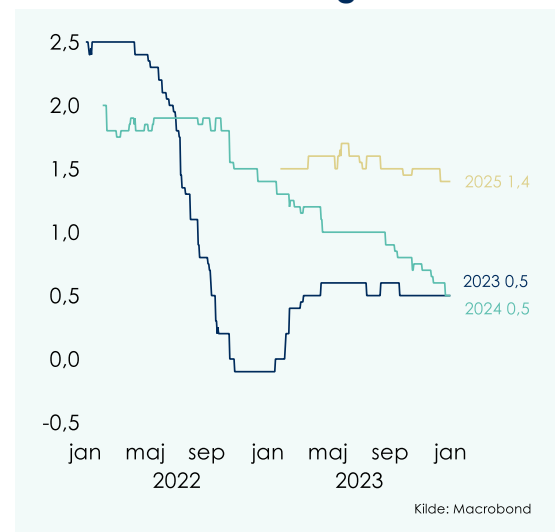
ligere 11 % i 2025. Det er høje vækstrater i indtjeningen selv hvis den amerikanske økonomi undgår en recession. Med aftagende inflation og yderligere blødgøring af arbejdsmarkedet forventer vi ikke at indtjeningsforventningerne kan revideres markant op fra de nuværende niveauer.

S&P 500 EPS-forventninger



Europa tegner et mere dystert billede med meget lav vækst i både 2023 og 2024. Først i 2025 ventes væksten at blive reelt positiv med moderate 1,4 %.

BNP-vækstforventninger Eurozone



Markedet forventer også markante rentesænkninger fra ECB. Markedsprisindeksen lyder på 160 bp lavere renter i 2024 og yderligere 40 bp i løbet af 2025. Det vil bringe renten ned på 2,25 allerede i 2024. Forudsat at inflationen bliver kontrolleret omkring 2 %, vil renten være tæt på neutral. Men vi forventer at en recession i Europa også vil være deflationær, hvilket vil gøre det prisede reale renteniveau i 2024 og 2025 mere restriktivt.

ECB-rentesænkninger i '24 og '25



I Europa handler Stox 600 på mere moderate 13x i P/E på trods af en stigning fra meget lave 11x for bare et par måneder siden. Det er på niveau med historiske værdier, og vi vurderer umiddelbart ikke at europæiske aktier er dyre i forhold til den forventede fremtidige indtjening. Hvis renterne falder yderligere herfra er det bestemt ikke umuligt at P/E kan stige, hvilket kan være med til at holde en hånd under europæiske aktier.

Stoxx600 12m forward P/E



Billedet er dog ikke lige så rosenrødt når det kommer til den forventede indtjening som har været aftagende de seneste måneder. Analytikerne forventer dog en vækst i indtjeningen per aktie på mere moderate 5 % i 2024 og yderligere 7 % i 2025. Alt afhængig af hvor alvorlig recessionen ender med at blive i Europa, kan forventningerne dog stadig vise sig at være for optimistiske og vi ser begrænset potentiale for oprevideringer gående ind i 2024.

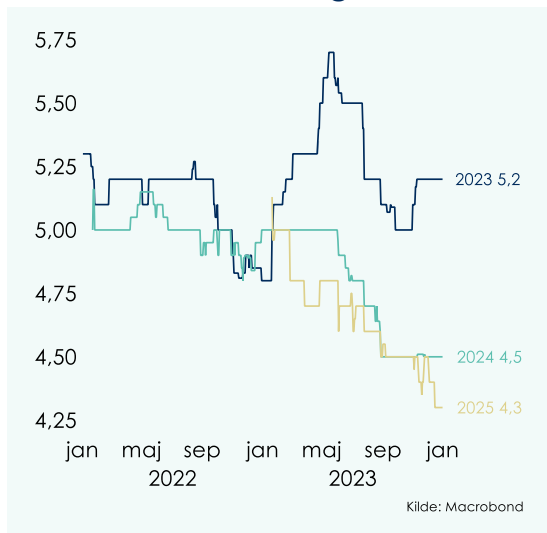
Stoxx600 EPS-forventninger



På trods af store udfordringer i den kinesiske økonomi og fraværet af markant stimulus fra

stater forventer analytikerne stadig lige over 5 % vækst i BNP. Estimerne for 2024 og 2025 har dog længe været aftagende med værdier på hhv. 4,5 og 4,3 som ikke vil være tilfredsstillende for det kinesiske styre.

BNP-vækstforventninger for Kina



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