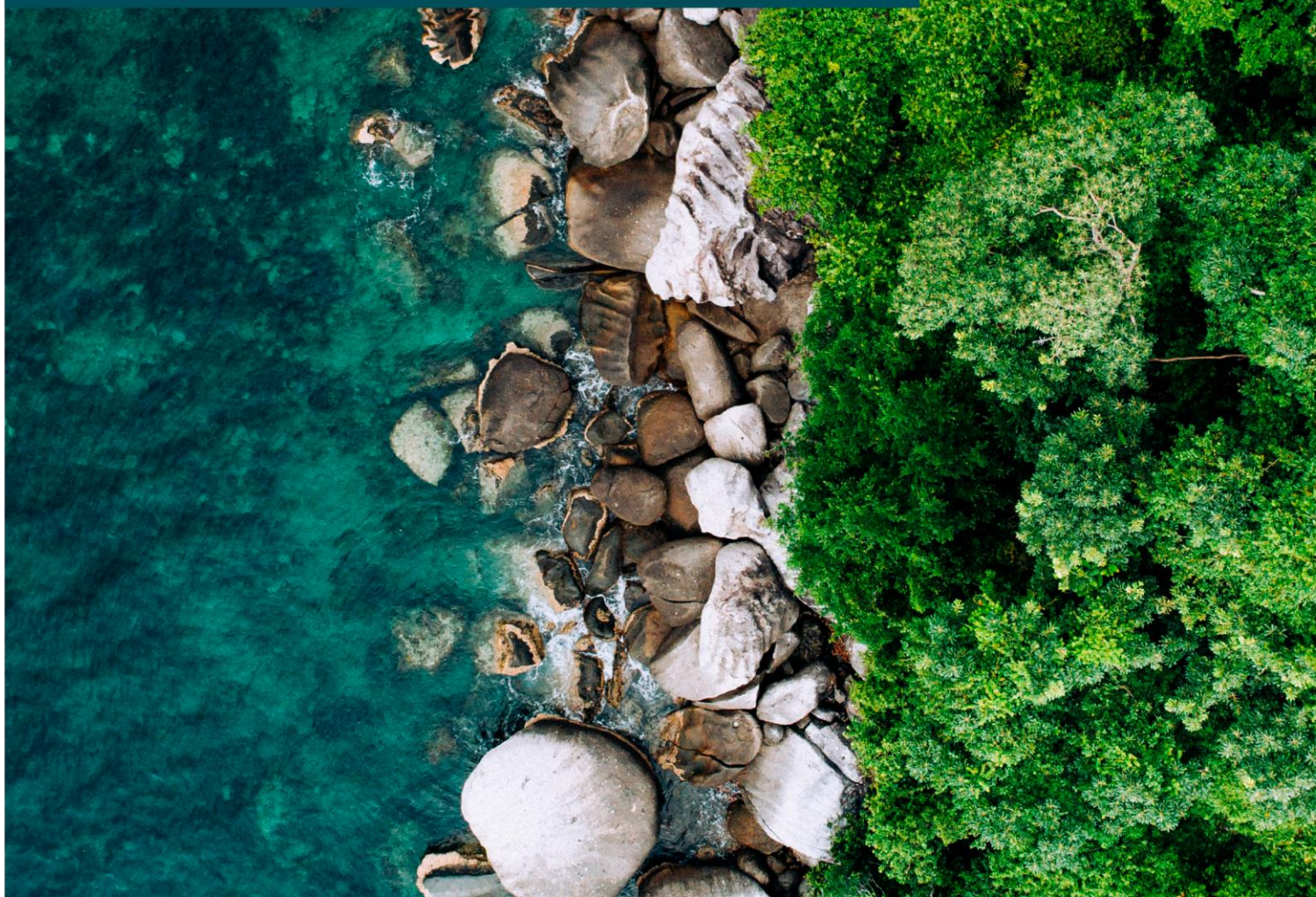


# BI Markedssyn

10. april 2024

**BANK INVEST**

Handler  
med omtanke



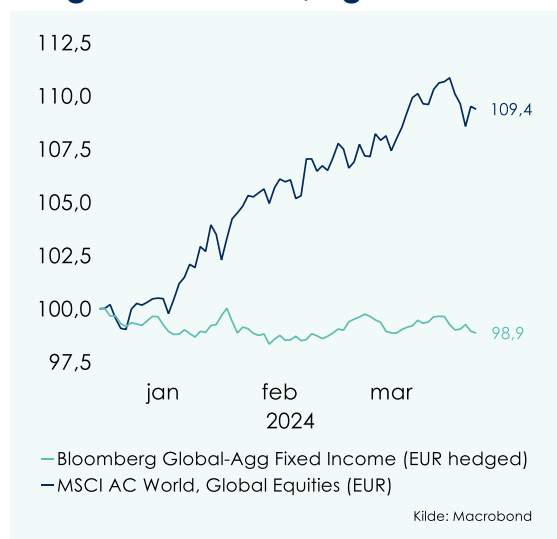
## Indhold

Indledning.....	2
Makro og markederne .....	5
Allokering.....	10
Sammenfatning.....	12

## Indledning

Vi har taget hul på andet kvartal 2024 og kan konstatere, at vores strategi om at overvægte aktier og undervægte obligationer fortsætter med at være profitabel. Det globale aktiemarked har været oppe og runde et afkast på ca. 10% i DKK. Derimod slider store dele af obligationsmarkedet med at komme i plus på afkastet.

### Globalt aktieafkast er stukket af fra obligationsafkastet, også her i 2024

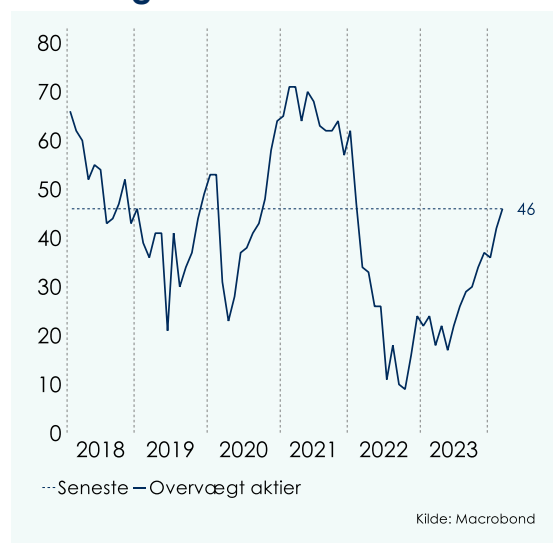


De bagvedliggende dynamikker handler om relativ høj BNP-vækst OG inflation i USA. Det giver gode perspektiver for bundlinjevækst, men også et opadgående pres på renterne. Markedet er simpelthen i gang med at omskrive historien, som den så ud for få måneder siden: Svag vækst med risiko for recession længere ude, en tydelig faldende inflationsbane og rentesænkninger på mindst 1,5% point i 2024 og videre ned i 2025. Nu er BNP-vækstforventningerne oppe på imponerende 2,2% i USA for 2024. Kina viser tegn på fremgang, og selv den hårdt pressede tyske industri viser livstegn.

'Prisen' er et mere trægt fald i inflationen. Det er en udfordring for obligationsmarkedet, mens aktiemarkedet ind til videre lever fint med det.

Vi er selvfølgelig opmærksomme på, at der findes en tolerancetærskel. Der er grænser for, hvor store rentestigninger aktiemarkedet kan håndtere. Vi så det tilbage i efteråret 2023. Den 10-årige rente i USA toppede på godt 5%. S&P500 blev sendt ned på 4.100 i slut oktober. I dag ligger vi 26% højere, og hele aktieoptimismen er forstærket. Dermed er det oplagt, at markedet vil være super sensitivt ift. de kommende inflations- og væksttal og de konklusioner, Federal Reserve drager.

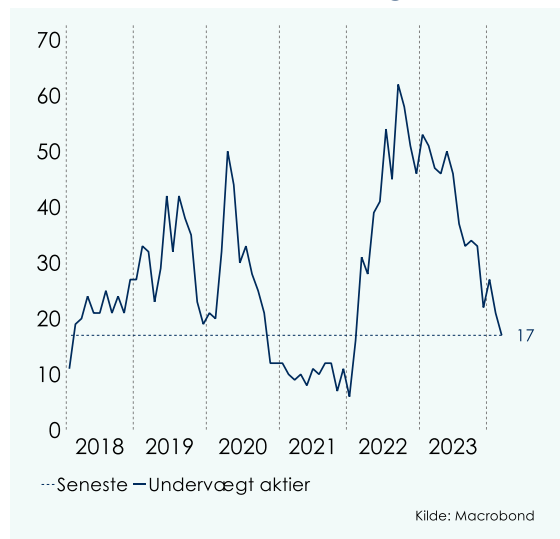
### Flere institutionelle investorer er overvægtede aktier...



Nu får vi se, hvordan dette kompleks udvikler sig. Vi forventer en rimelig balance mellem vækst- og inflationstallene fra USA. Det der bedst kan karakteriseres som en Soft Landing. En vækstkadence ned mod 1,5-2% området og inflation ned mod 2-2,5% målt ved core PCE. Det er et scenarie, hvor perspektiverne for EPS-vækst tegner rigtig pænt, og hvor døren er helt åben for rentesænkninger. Det er også et scenarie, hvor vi ikke skal op og vende de 5% på den

10-årige amerikanske rente i de kommende uger og måneder.

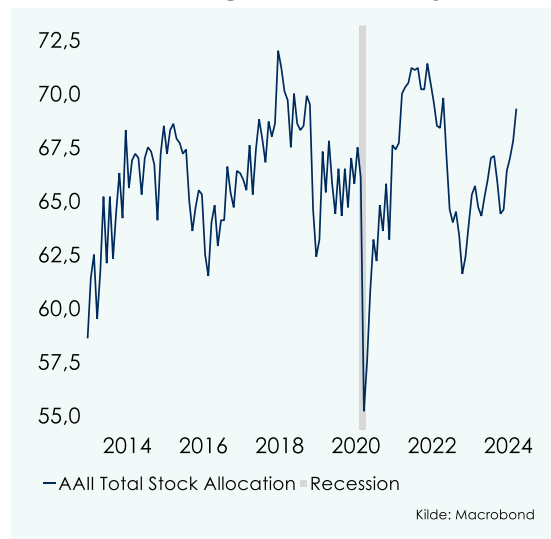
### ...og stadig færre institutionelle svarer at de er undervægtede aktier



Når det er sagt vil en kommende klassisk kortsigtet korrektion i aktiemarkedet (5-10%) ikke være den helt store overraskelse. Investorerne og analytikerne er ikke bare optimistiske, men vi kan også se, at der er skruet godt op for allokeringerne til aktier blandt både blandt detailinvestorer og nu også de institutionelle investorer. Vi har forventet denne udvikling og har været overvægtet aktier bl.a. på den tidligere lave allokering til aktier hos mange andre aktører. Men nu er vi på høje niveauer, der reducerer robustheden i markedet.

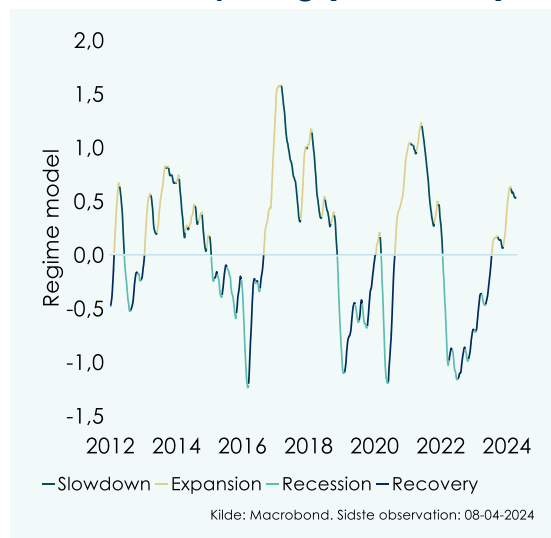
Vi konstaterer også, at vores taktiske regimemodel peger på en vis afbøjning fra 'Expansion' til 'Slowdown'. Det betyder ikke nødvendigvis faldende aktier overhovedet, men sandsynligheden for en nedtur over i 'Recession' er forhøjet ift. regimet med 'Expansion'. Makrodelene viser marginale bedringer, mens den finansielle model viser en vis afbøjning i markedet fra et meget højt niveau.

### AAll survey: Amerikanske detailinvestorers indikerede aktieallokering er relativt høj

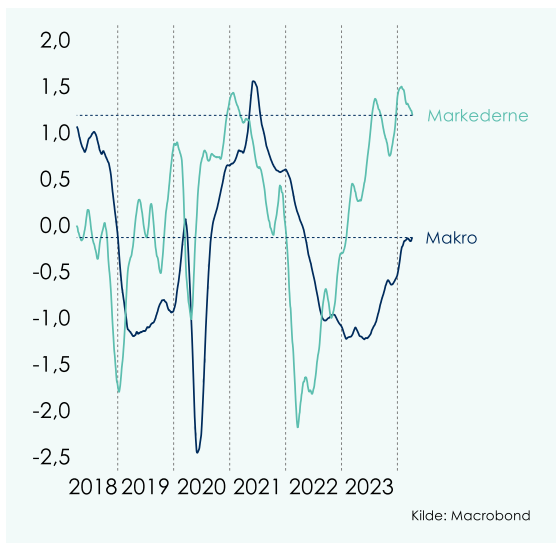


Vi kan fx påpege, at én af parametrene, VIX-indekset, har vist en lille men interessant stigning fra ultralave niveauer. Så der er en snigende usikkerhed, der kryber ind i markedet. Vi kan dog slet ikke udelukke, at den seneste afbøjning blot er en kortvarig fase, der efterfølges af ny 'Expansion'. Modellens samlede z-score har været en del højere oppe tilbage i 2017 og 2021:

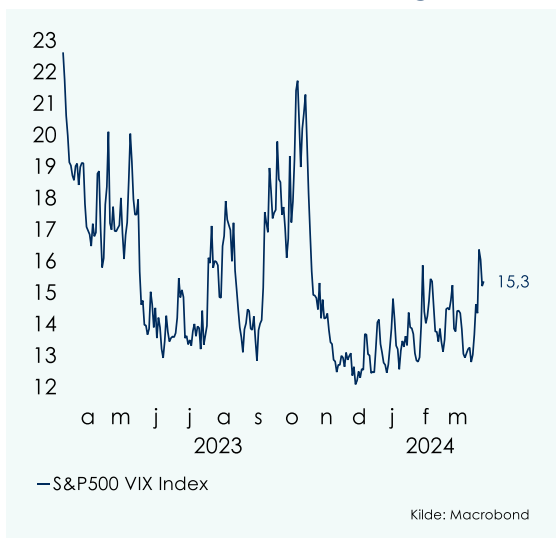
### Vores model indikerer vi er på vej ind i et sent opsving (Slowdown)...



### ...drevet af markederne



### S&P500 VIX indekset er steget lidt

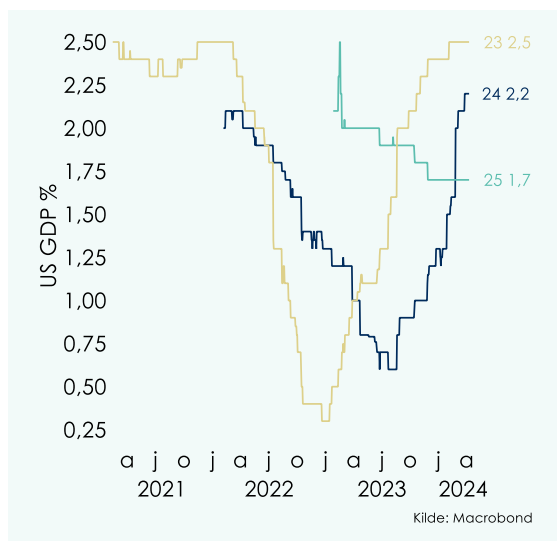


Samlet set konkluderer vi, at det fortsat er opportunt at overvægte bl.a. aktier med en undervægt til danske statsobligationer som modstykke. Se også de efterfølgende afsnit for flere detaljer.

## Makro og markederne

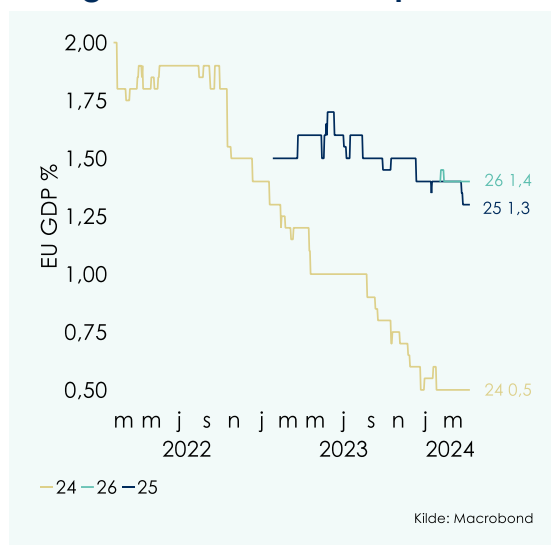
Vi har over marts måned set en yderligere acceleration i det amerikanske vækstmomentum. Diskussionen om recession eller vækstpause er stort set forstummet. I stedet synes det nu mere og mere sandsynligt, at væksten kommer til at ligge relativt højt i 2024.

### Analytikerne er tæt på at forvente væksten i 2024 vil overstige den vi så i 2023



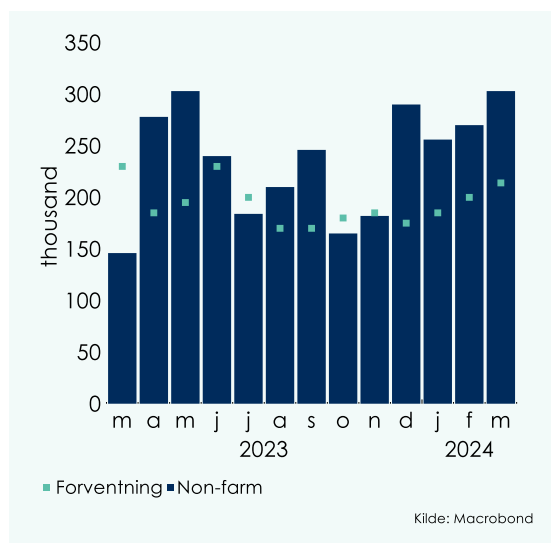
Desværre er det stadig en meget USA fokuseret historie, det at væksten er på vej op. For i Europa ser tingene ikke helt lige så positive ud. Selvom USA ser fremdrift, så har det indtil videre ikke været stærkt nok til at trække Europa for alvor med op. Forbliver vi i analytiker verdenen, så forventer de, at væksten i 2024 alene skal være på 0,5%. Og dette er faktisk de samme lave niveauer, som dette estimat har ligget på hele 2024.

## Selvom tingene bedres i USA ser det stadig lidt sort ud for Europa

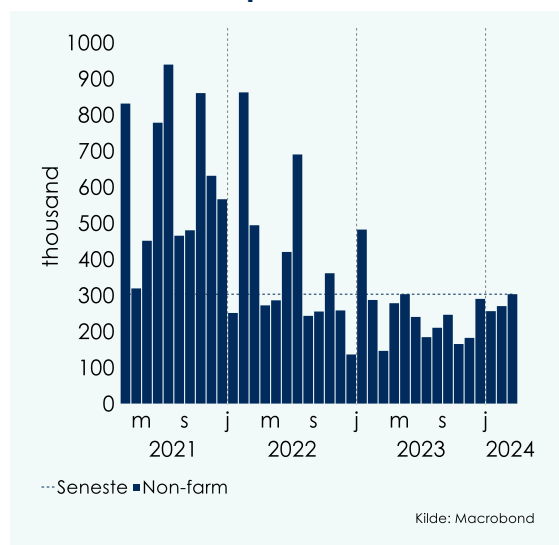


Over den seneste måned har vi for USA set både en bedring i beskæftigelsen og i ledende indikatorer for fremstillingssektoren. Både ADP (den private arbejdsmarkedsrapport) og arbejdsmarkedsrapporten viste en beskæftigelse, som var højere end de foregående måneder. Specifikt den højeste beskæftigelsesvækst siden sommeren 2023.

### For fjerde måned i træk har beskæftigelsen været stærkere end ventet

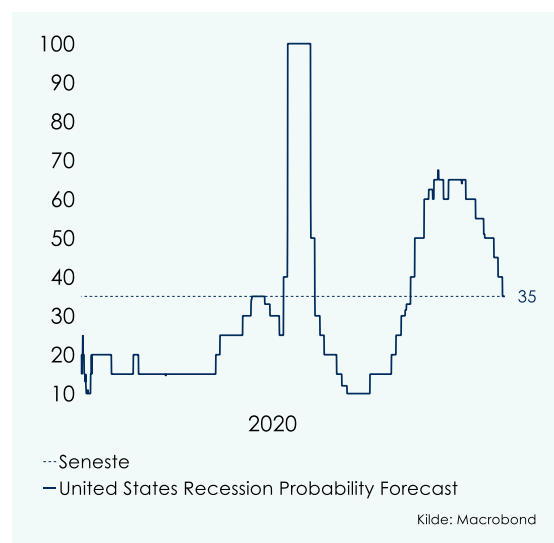


## Beskæftigelsen stiger til de højeste niveauer siden primo 2023



De stærke beskæftigelsestal er med til at mindske sandsynligheden for en recession i USA. For nu begynder den amerikanske forbruger at se en reallønfremgang. Denne kommer til at mindske noget af den negative påvirkning, vi har set fra de pengepolitiske stramninger over de seneste par år.

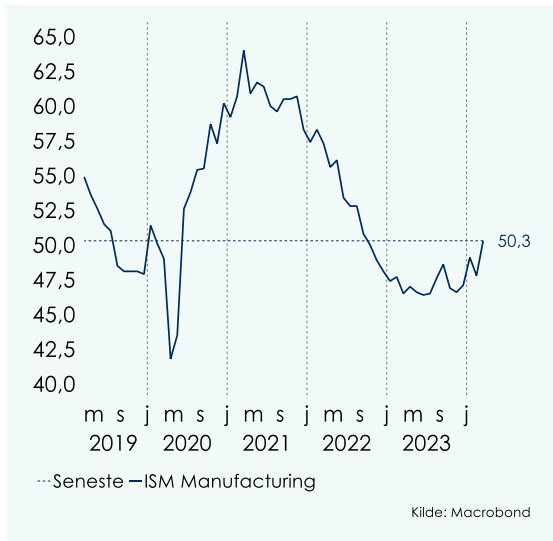
## De stærke beskæftigelsestal har trukket recessions sandsynligheden ned



Som en endelig kommentar på den amerikanske beskæftigelse over den seneste måned, kan vi også konstatere, at den er bekræftet i andet data end bare de to jobrapporter. Job Openings forbliver på høje niveauer, og Initial Jobless Claims er lave. Det synes altså at være et bredt spektrum af indikatorer, som viser styrke i øjeblikket.

Den anden store makroøkonomiske bevægelse over marts måned har været styrkelsen i ISM Manufacturing. For første gang siden sensommeren 2022 vendte denne ind i Expansion over sidste måned.

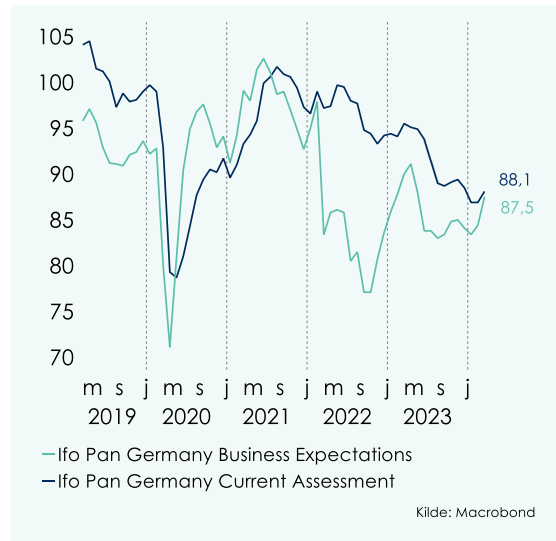
## ISM Manufacturing vendte ind i ekspansion sidste måned



Der begynder altså at tegne sig et billede af, at den mere cyklisk orienterede del af økonomien nu også langsomt begynder at komme op i fart. Holder dette ved, bør det kunne sprede sig mere generelt og medføre, at vi kan se yderligere oprevideringer af væksten over de kommende par måneder. Uanset hvad er det interessant, at vi efter en næsten 2 år lang periode endelig ser fremgang i den amerikanske fremstillingssektor.

For Europa ser vækstbilledet noget mindre positivt ud, end hvad det gør for USA. Når dette er sagt, ser vi også her små spæde tegn på, at væksten er på vej op. I marts måned steg IFO indekset således svagt.

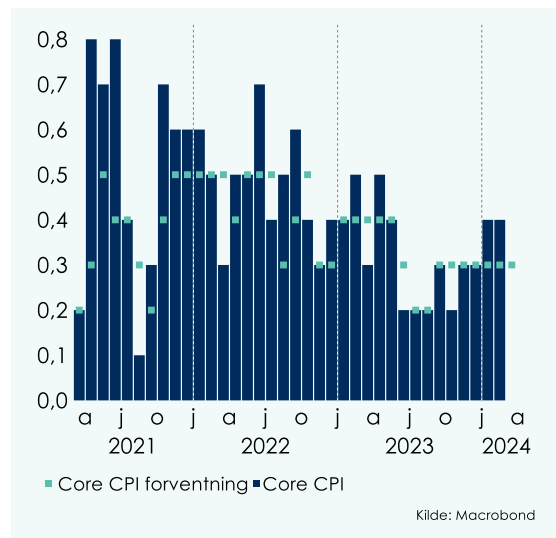
## Selv IFO indekset for Tyskland er svagt på vej op igen



Det er dog langt fra de niveauer, og den bedringstakt, som vi ser i USA.

Med hensyn til inflationsbilledet fik vi for februar, offentliggjort i marts, endnu en måling af kerneinflationen i USA som var højere end ventet af markedet.

## Amerikansk kerneinflation forsætter med at være lidt for høj



Det betyder, at der er pres på for, at inflationen igen skal komme ned på de niveauer, vi så i efteråret 2023. Vi kan ikke



forblive på 0,4% i månedlig kerneinflation uden, at FED bliver nødt til at reagere.

De højere end ventede inflations- og væksttal trak over den seneste måned prisningen af FED i en mere hawkish retning.

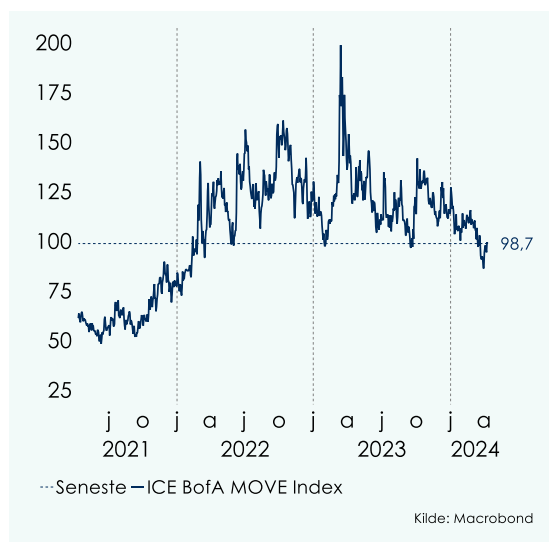
### FED blev priset hawkish over marts



Markedet er gået fra at prise 7 til nu næsten bare 2 rentesænkninger ind for 2024.

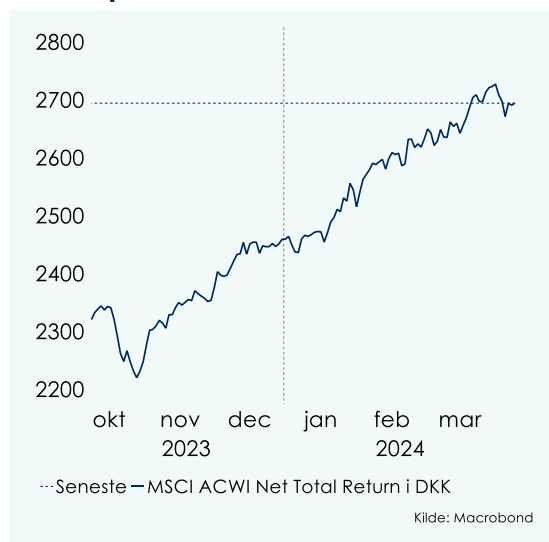
Selvom prisningen af FED har ændret sig markant over marts måned, så har FEDs retorik været overraskende stabil over året som helhed. De forudsiger rentesænkninger i 2024, de afventer data, og de lader sig ikke slå ud af få, lidt højere end ventede, inflationstal. Denne ro hos FED har medført, at rentevolatiliteten over 2024 er forsat med at falde. Og faktisk ligger på de laveste niveauer siden primo 2022.

### FED stabilitet har medført en lav rentevolatilitet



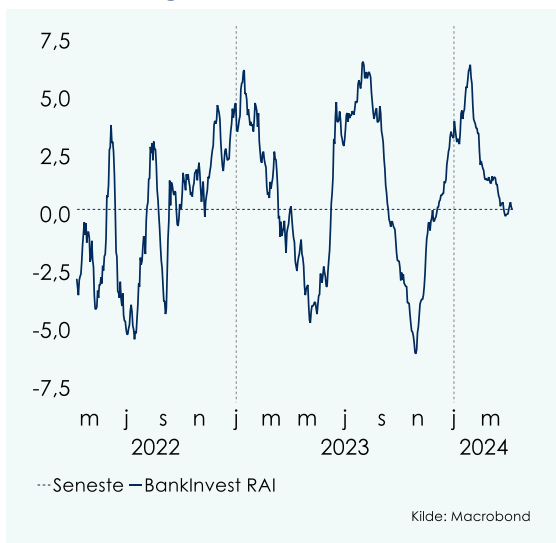
Med hensyn til markederne så er aktier forsat med at stige relativt pænt. Flere gange over den seneste måned har vi set nye all-time highs i både amerikanske og globale aktier.

### Aktieopturen forsætter



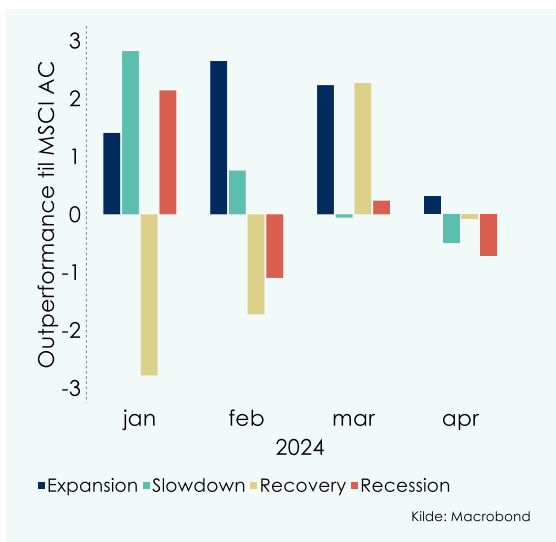
Selvom aktier er steget, er risikovilligheden dog faldet en smule tilbage. Dette som følge af en svagere cyklisk outperformance i aktiemarkedet og som følge af en lidt højere aktievolatilitet.

## Risikoappetiten forsætter med at falde tilbage



Ser vi på regimeafkast så outperformede Expansion aktier kraftigt i marts måned. Det vil altså sige de aktier som normalt klarer det godt i et tidligt opsving.

## Expansion aktier klarede det bedst relativt til MSCI AC over marts



Markedstemaet handler altså dermed forsat om en acceleration af væksten.

## Allokering

Vi har fastholdt vores allokeringer over den seneste måned. Vores porteføljer er overvægtede aktier, EM-obligationer (Kort EMD Hard Currency), og ejendom (primært danske erhvervsjendomme). Modstykket til disse tilvalg er en tydelig undervægt til danske statsobligationer. Porteføljerne er neutralt vægtede i markedet for vestlige virksomhedsobligationer, dels i Investment Grade og dels i High Yield universet. Vi er let undervægtede varighed i obligationsporteføljen.

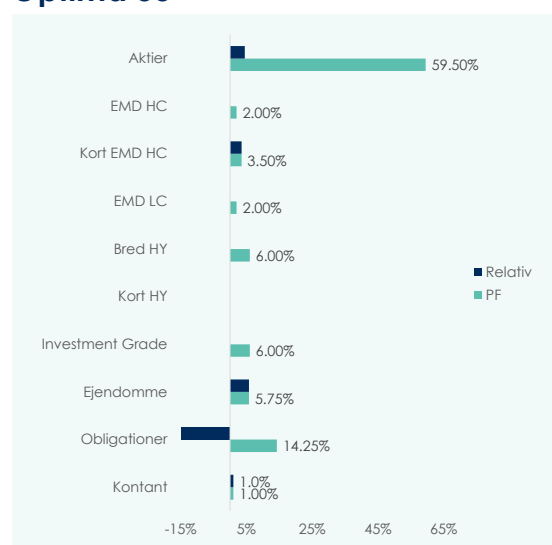
Allokeringen tager udgangspunkt i vores klare forventning om, at de overvægtede aktivklasser vil levere et bedre risikojusteret afkast i de kommende måneder relativt til de danske statsobligationer. Renteniveauet er fortsat lavt i Danmark, selvom niveauet er skudt op fra de ultra-lave niveauer i 2020. Med et 10-årigt renteniveau på knap 2,5% skal der ikke megen optimisme til i aktiemarkedet for at slå det løbende afkast på danske stater. Den løbende carry i korte EM-obligationer står også stærkt i konkurrencen med danske stater.

Vurderingen bygger naturligvis også på, at vi ikke lige står over for en mærkbar økonomisk nedtur eller et geopolitisk chok. Det ville presse de mere risikobetonede dele af markedet ned og sende renterne ned og obligationsafkastet op i Danmark og andre sikre havne. Vi er altid opmærksomme på at følge en vifte af potentielle risici. Men her og nu ser vi ikke risikobarometeret som værende tilstrækkelig højt til – igen - at allokere i mere defensiv retning.

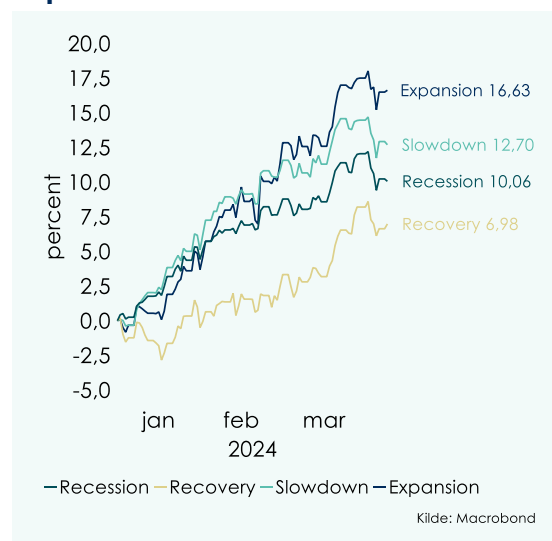
Tilbage i slutningen af februar drejede vi nemlig vores intra-aktieallokering i mere defensiv retning (se også sidste Markedssyn fra 7. marts). Grundlaget her var en faseændring i vores taktiske regimemodell

fra 'Expansion' til 'Slowdown'. Profilen i vores samlede aktieportefølje blev dermed drejet i retning af mere kvalitet og stabilitet og mindre volatilitet, vækst og value. Bemærk, at vores aktieprofil stadig er relativt offensiv ift. markedet som helhed. Den samlede beta ligger over 1, og vi er stadig overvægtet vækstaktier og momentum; bare ikke i samme grad som tidligere i år.

## Relativ og absolut allokering af Optima 55



## Expansion aktier i front ÅTD



Vi konstaterer, at skiftet ind i aktier, der fitter Slowdown fasen, ikke har været helt så godt

som en fastholdelse af aktier inden for Expansion. Expansion har taget et nyt afkasthop over den seneste måned, der ikke kan matches af Slowdown. Slowdown har dog fulgt med det brede markedsafkast, hvorfor der snarere er tale om 'lost opportunity' frem for 'value destruction'.

## Sammenfatning

Trenden mod højere aktiekurser men også lidt højere obligationsrenter har været meget klar her i 2024. Den betydelige stigning i både aktieoptimismen og aktieallokeringen indebærer, at markedet er blevet mere sårbart ift. 'bad news'.

Optimismen er imidlertid ikke bare båret af illusioner. Den økonomiske fremgang har vist sig bedre end både forventet og frygtet. Recessionsbarometeret er på vej ned, og det lover godt for virksomhedernes fremadrettede indtjening. Dette er den fundamentale årsag til, at aktiepotentialet stadig tegner positivt.

Vi er bevidste om, at der er flere faktorer, der kan stikke en kæp i hjulet for en ellers positiv udvikling. Det gælder inflations- og rentebilledet, overraskende ny svaghed i væksten, eller kraftige olieprisstigninger på ryggen af geopolitiske forhold. Det hele er et spørgsmål om sandsynligheder. Og her og nu ser vi ikke risikobarometeret som værende tilstrækkelig højt til at allokere i mere defensiv retning.

Dermed fastholder vi en tydelig overvægt til de mere risikobetonede aktiver, først og fremmest aktier. Finansieret af undervægt i de lavforrentede danske statsobligationer. Vi får se, om ikke de kommende ugers trends fortsat vil berettige denne overordnede strategi, der har fungeret for os i en længere periode.

## 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](http://www.bankinvest.dk)