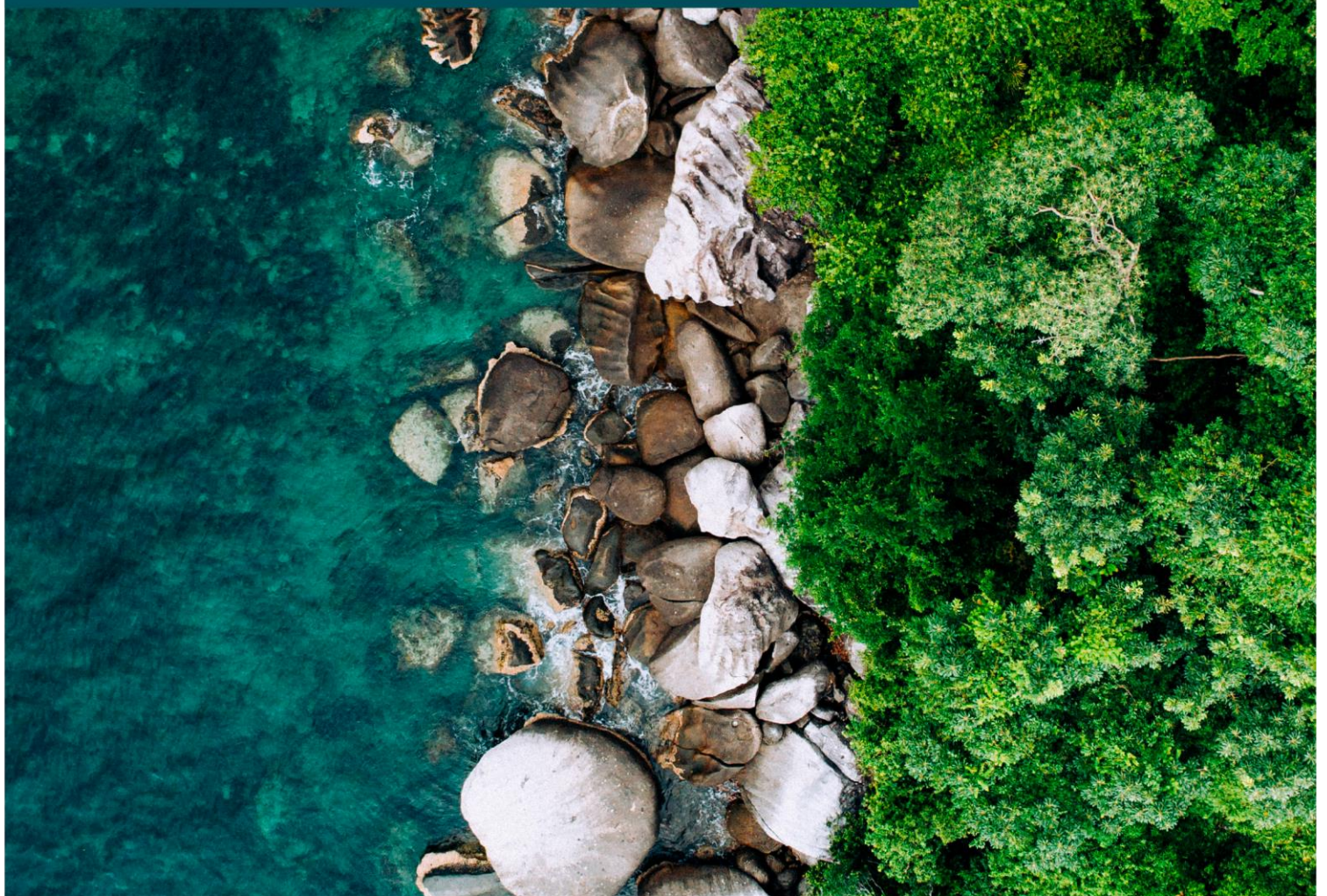


BI Markedssyn

9. juli 2024

BANK INVEST

Handler
med omtanke



Indhold

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

Indledning

Markederne indikerer vi står foran en ny optur i væksten og aktierne. Makro indikerer det modsatte.

Med et divergerende signal, er det naturligvis udfordrende at ændre allokeringen. Det er lettere når alt peger i samme retning.

Ikke desto mindre har vi lagt om i porteføljerne. Vi har købt op i den type aktier som klarer det godt i det tidlige opsving. Den type aktie som vi kalder Expansion aktier. Det betyder blandt andet at vi har øget beta i vores portefølje.

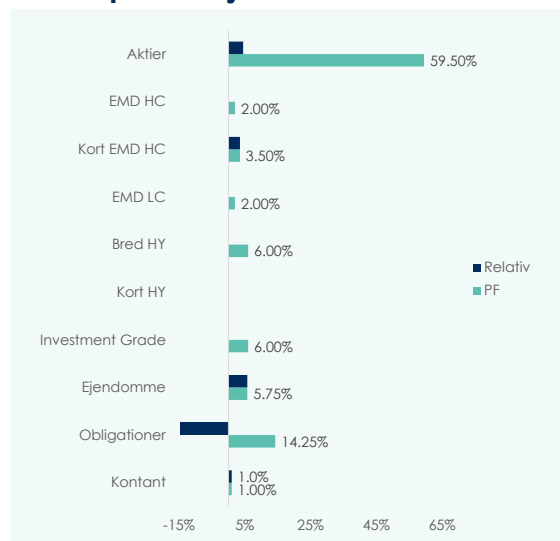
Vi ser faresignalerne fra makro, vi ser positioneringen som synes meget lang risiko, og vi ser multiplerne som er på meget høje niveauer. Alligevel respekterer vi signalet vi får fra markederne, og ligger dermed allokeret til en stærk regnskabssæson. Tager vi fejl og det vender rundt, så vender vi naturligvis også rundt i porteføljerne.

Men indtil videre har markederne bevæget sig som vi ønskede. Sagt med andre ord har vores Expansion aktier steget kraftigt siden vores omlægning i slutningen af juni. Så vi holder altså fast indtil videre.

Allokering

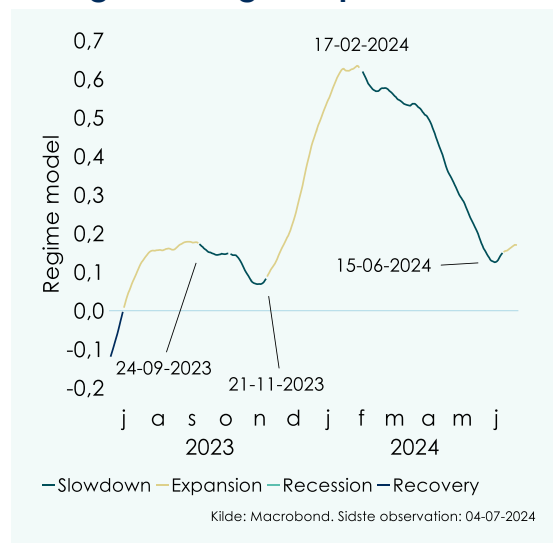
Porteføljen ligger stadig overvægtet aktier. Ingen ændring på det overordnede niveau.

Relativ og absolut allokering af modelporteføljen

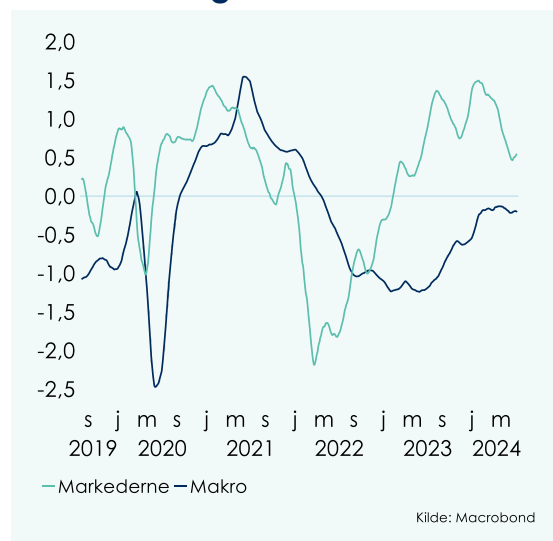


Intra-aktier har vi ændret porteføljen. Markederne har over juni handlet som at den økonomiske vækst står foran en acceleration; hvorledes kommer vi tilbage til senere. Dette signal har domineret det svagere end ventede makrodata der er kommet ud. Som følge heraf, det stærke markedssignal, har vi øget allokeringen til de aktier som skal klare det godt i det tidlige del af et opsving.

Vi er gået tilbage i Expansion...

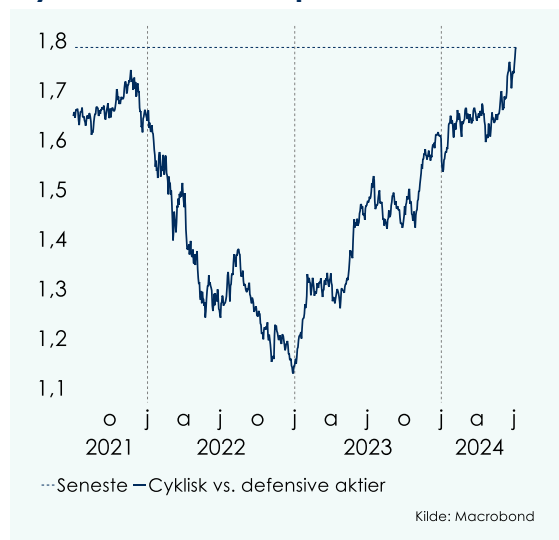


... drevet af markederne. Makro svækkes svagt.



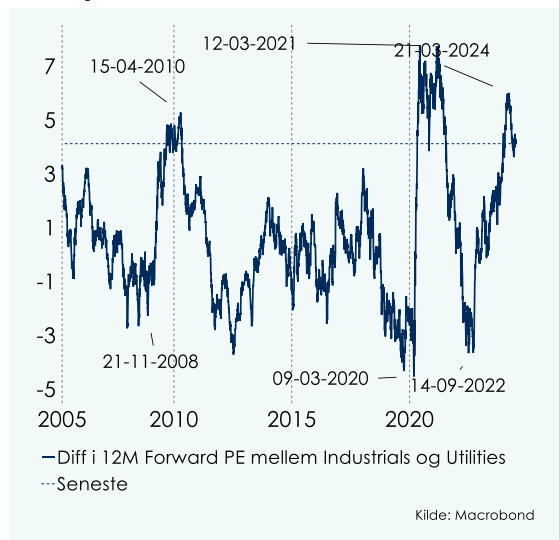
Den mest prominente bevægelse intra markederne er den kraftige outperformance af cykliske aktier.

Cykliske aktier outperformer



Denne bevægelse tog yderligere fart over juni. Samtidigt med dette faldt VIX, kreditspænd forbliver på lave niveauer, og Industriaktier handler på en alt højere multipel relativt til Utilities. Sammenlagt skaber det et billede, af nogle markeder som positionerer sig til bedre vækst.

Industri aktier handler op i termer af multipler til Utilities



Samtidigt med dette er makrobilledet blevet skrøbeligere. Divergensen mellem makro og markederne er således voksende i

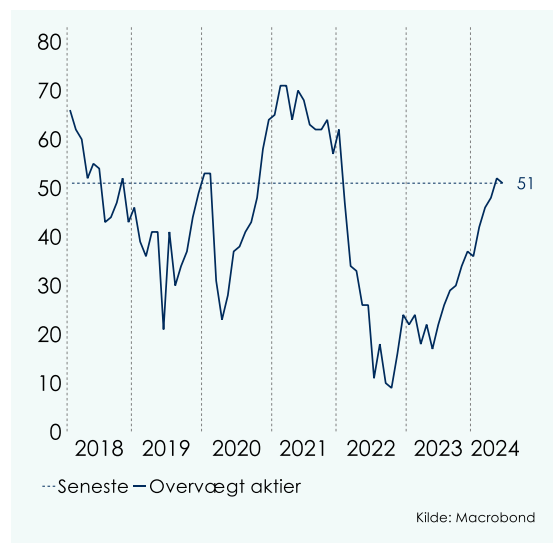
øjeblikket. Det betyder conviction naturligvis er lav.

Selvom det er et svagt signal, med divergerende underkomponenter, har vi fulgt vores modelværk. Det vil sige vi har købt en kurv af aktier som skal klare det godt i det tidlige opsving. Det betyder vi er gået ned i kvalitet og op i Value. Vores beta er også øget relativt kraftigt. Vores aktieportefølje har nu et beta på 1,2, mod før 1.

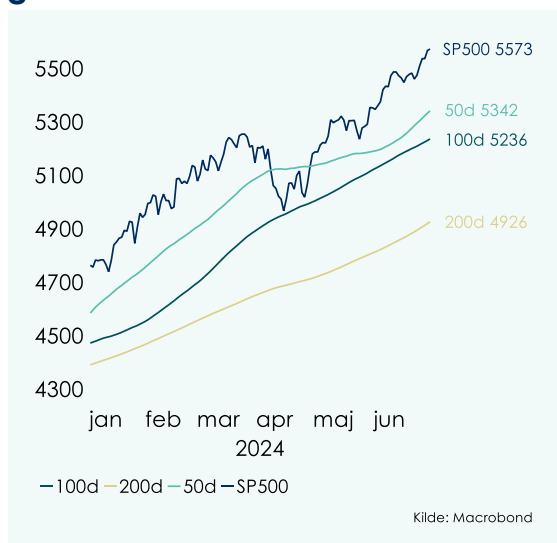
Porteføljerne ligger dermed allokeret til en gentagelse af det marked som gjorde sig gældende i starten af året.

Vi er opmærksomme på at sentiment i øjeblikket er meget bullish. Dette er i sig selv noget som bekymrer os. For baren er sat rigtig højt for makro og regnskaber. Som beskrevet i tidligere udgaver af Markedssyn, lader vi det dog ikke påvirke allokeringen. Det har historisk været rigtig svært at stå imod et bull-marked.

BOFA FMS viser en meget høj andel af investorerne som er overvægtet aktier



Momentum er stærkt. Aktier ligger komfortabelt over alle glidende gennemsnit



Samlet set fastholder vi som beskrevet en overvægt til aktier og en høj absolut/strategisk allokering til de mere risikofyldte dele af obligationsmarkedet. Vi kan ikke garantere at den seneste intra-aktie allokering står i lang tid. Men så længe vi har et stærkt signal fra markederne om at et opsving er i gang, holder vi fast.

Makro og markederne

USA: Væksten aftager, men sandsynligheden for en recession forbliver lav. Inflationen er begyndt at arte sig bedre, men kommer ikke ned i 2-2,5% interval før H1 2025.

Eurozonen: Væksten viser så småt fremgang, fra et lavt niveau. Kerneinflationen på vej ned i 2-2,5% intervallet, trods en stigende tendens de seneste måneder.

Kina: Fortsætter med en vækst på 4-5%. Lav inflation og udfordret boligmarked, er medvirkende til en lempelig penge-, kredit- og finanspolitik.

FED: Den stærkere vækst og højere inflation har udskudt rentenedsættelserne. Markedet forventer rentenedsættelser på 50bp for 2024, mens forventningerne til rentenedsættelser i 2025 øges og er nu oppe på 100bp.

ECB: Første rentesænkning gennemført. Markedet forventer yderligere 50bp i år.

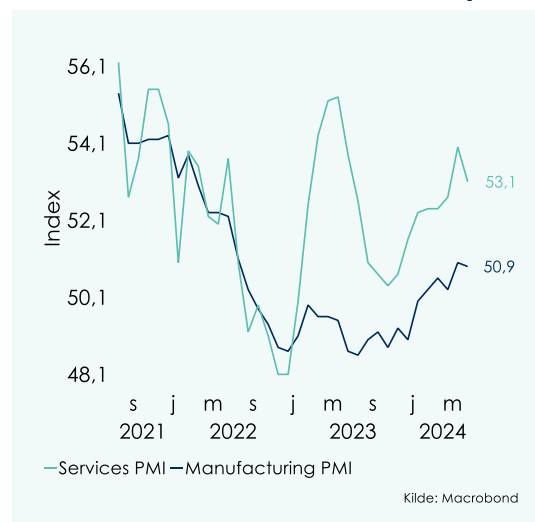
Obligationer: 10-årige amerikanske renter på 4,3% lidt over fair value, i midten af intervallet 3,5-4,5%. Tyske 10-årige renter på 2,5% ligger lige i midten af et fair interval på 2-3%.

Aktier: Fortsætter med at sætte nye rekorder, understøttet af AI-temaet og indtjeningsperspektiverne. Valuation i USA er er på høje niveauer.

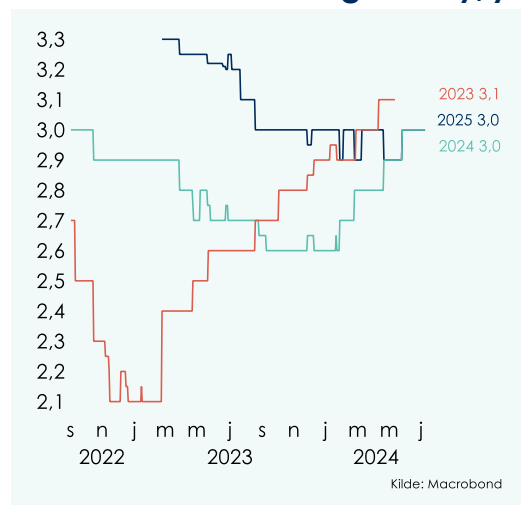
Den globale økonomi fortsætter med at udvikle sig fornuftigt, trods finansielle og økonomiske udfordringer, samt geopolitisk uro. De seneste PMI-indeks peger på fortsat fremgang og tendensen viser bedring, selvom indekserne faldt i juni. Indekset for services ligger på pæne niveauer med 53,1. Fremgangen i industrien er moderat, dog i ekspansivt territorie med 50,9. Konsensus forventer en global BNP-vækst på 3% i både 2024 og 2025.

Vækstkandancen i USA ser ud til at bevæge sig lidt ned, mens den er på vej lidt op i Europa og Kina fastholder niveauet. De nuværende udsigter med en global vækst på 3,0% er konstruktiv for de finansielle markeder. Det er et stykke fra overophedning, hvilket kunne skabe et fornyet inflationspres gennem løninflation og stigende råvarepriser. Samtidig er væksten fortsat på et niveau, hvor det ikke er gået udover arbejdsløsheden og privatforbruget, og dermed ikke nogen mærkbar svækkelse af virksomhedernes indtjening.

Globale PMI-indeks tender opad



Forventet BNP-vækst globalt y/y%

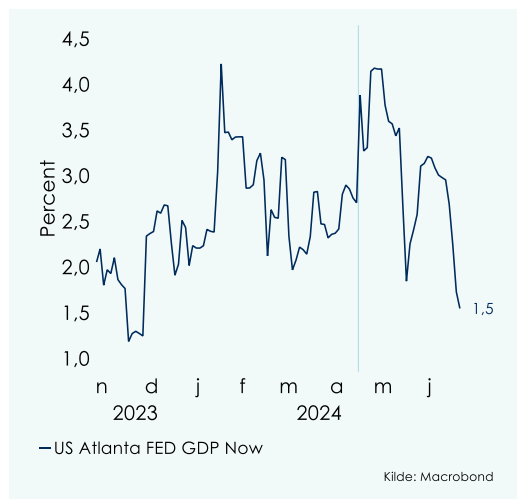


USA

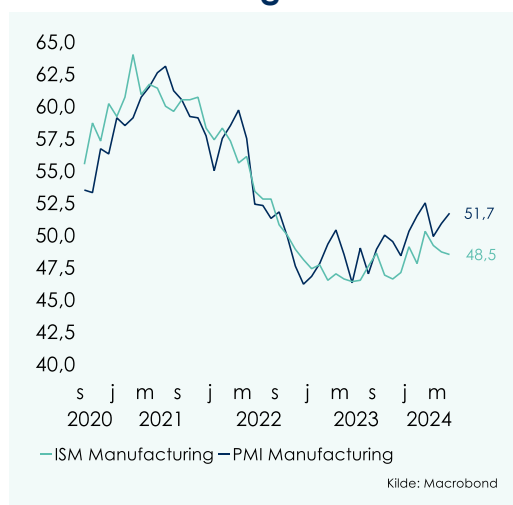
Den amerikanske økonomi har vist sig stærkere end hvad analytikerne og markedet havde ventet, men den er begyndt at vise svaghedstegn. Atlanta Fed's seneste GDPNow estimat for Q2 er nede på 1,5% efter at have ligget oppe omkring 3-4% tidligere for kvartalet. Tendensen i 2. kvartal har været makroøkonomien har overrasket negativt.

Konjunkturbarometrene for amerikanske giver et lidt mudret billede med seneste måneds data. ISM Manufacturing og Services peger begge på kontraktion, mens Markit PMI peger på solid fremgang i både industrien og services, og derfor giver konjunkturbarometrene ikke meget vished om retningen for amerikansk økonomi på nuværende tidspunkt. Den store ændring i juni var, at ISM Services faldt til meget lave niveau, hvor ordreindgangen tog et stort dyk.

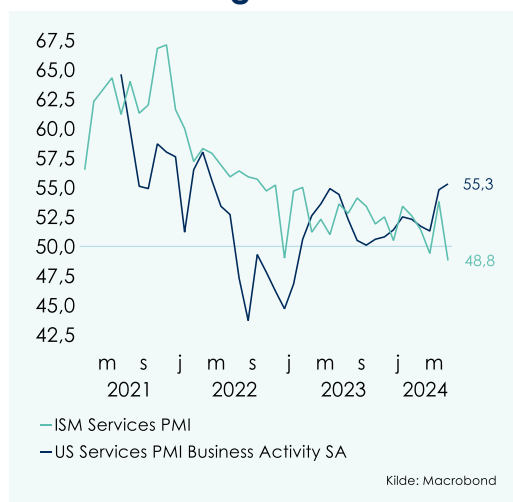
Atlanta Fed GDPNow Q2 falder til 1,5%



ISM & PMI for industrien ligger lavt, men er over tidligere bunde



US ISM og PMI for servicesektoren viser stor divergens

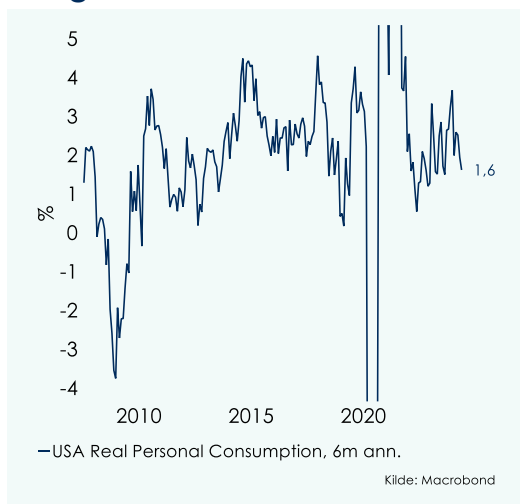


Privatforbruget er den helt store driver af væksten. De sidste 6 måneder realvæksten ca. 1,6% annualiseret, hvilket er en afmatning for den ellers pæne fremgang. Det er trukket af den svagere beskæftigelsesvækst og en udhuling af opsparingerne. Det tyder på, at de opsparede midler fra forbrugerne under corona-krisen er ved at være opbrugte.

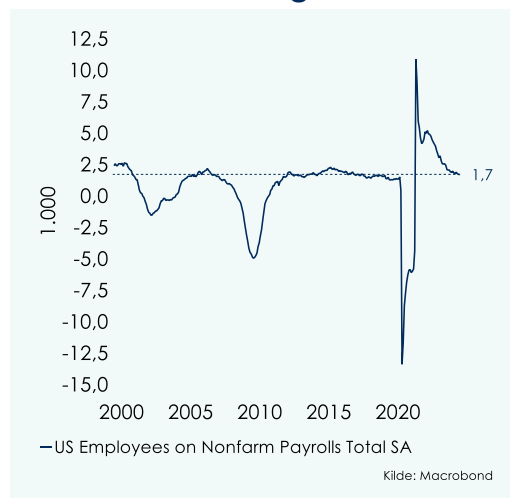
Der begynder at være lidt pres signaler fra husholdninger med svagt stigende tab og hensættelser på forbrugslån.

Opsparingskvoten er faldet til et lavt niveau. Derfor er der en risiko for at forbrugsvæksten kan komme under pres, så væksten bliver mere afdæmpet. Arbejdsmarkedet er fortsat afgørende for, at bunden ikke går ud af forbrugeren og vi ikke rammer en periode, hvor virksomheder begynder at afskedige medarbejdere. Vi mener dog ikke, at USA er i sådan en situation på nuværende tidspunkt. De befinder sig i den fase, hvor virksomhederne ansætter færre medarbejdere og medarbejderne i mindre omfang skifter job. Det er en mild afmatning af arbejdsmarkedet, efter en periode med markant efterspørgsel efter arbejdskraft.

Realvæksten i privatforbruget aftager

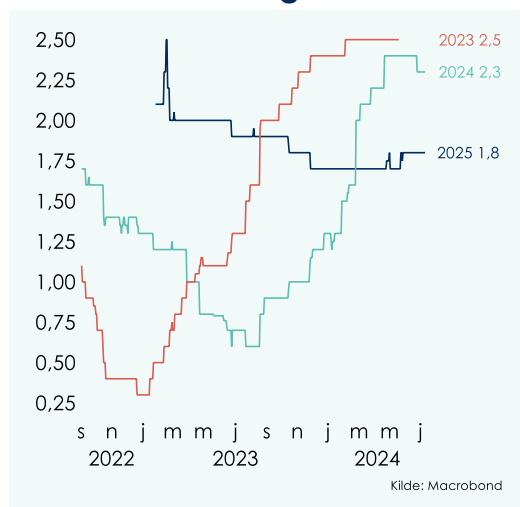


Den årlige beskæftigelsesvækst er stabiliseret omkring 2%



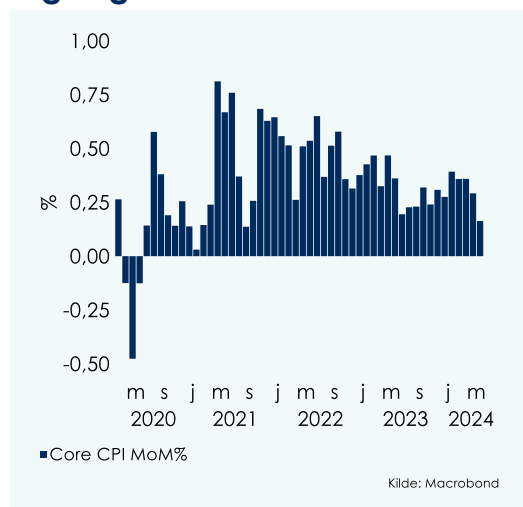
Estimaterne for BNP-væksten i USA har generelt set oprevidringer i år, men senest har der været en lille nedjustering af estimaterne. Den tendens er der risiko for fortsætter grundet de negative makrooverraskelser gennem de seneste måneder. Hvis nuværende estimater skal holde, så kan makro ikke fortsætte med at overraske negativt, og ellers må man forvente at se nedrevidringer af estimaterne.

Estimater for BNP-vækst i USA kan se ind i nedrevidringer

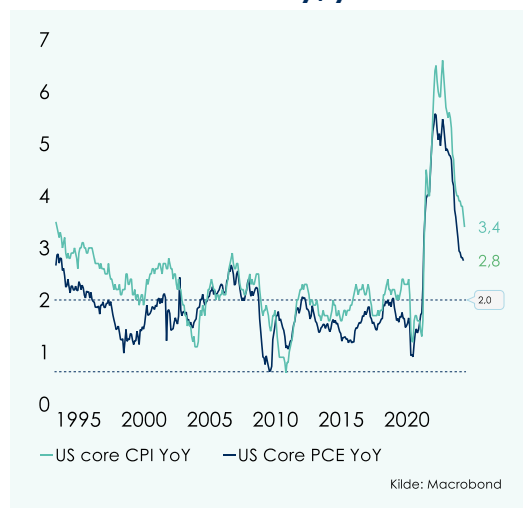


Udviklingen i inflation har senest været mere konstruktiv. Core CPI viste en stigning på 0,16% m/m i maj, hvilket er ned fra 0,3% i april og 0,4% de 3 foregående måneder. Hvis udviklingen fortsætter med de lave månedlige stigningstakter, så vil det medvirke til øget komfort for FED ift. rentenedsættelser.

Core CPI med lavere månedlige stigningstakter



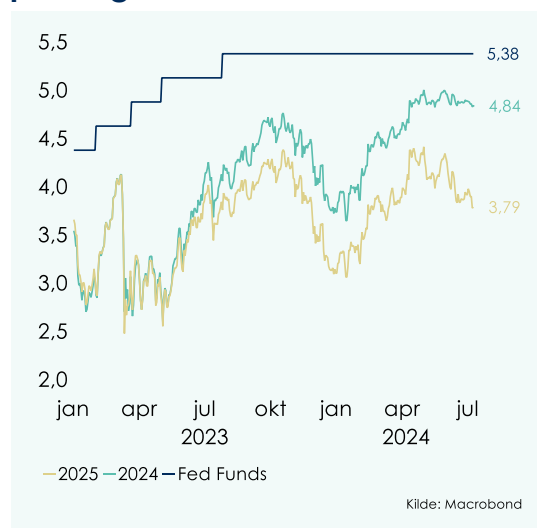
USA kerneinflation y/y%



Markedet forventer, at FED sætter renten ned 50bp i 2024. Vi ser en god mulighed for, at FED sænker renten på mødet i september. Det understøttes af den seneste inflationsudvikling og afmatning på

arbejdsmarkedet. Prisingen for 2025 er også mere dovish, og nu forventes deres rentenedsættelser for 100bp i 2025.

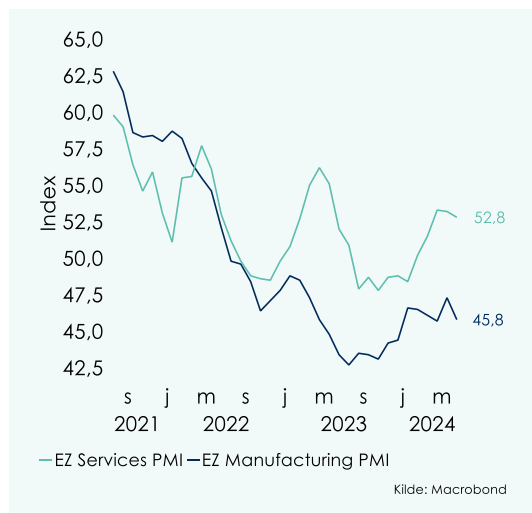
Forventninger til FED øges, særligt prisingen for 2025 sænkes



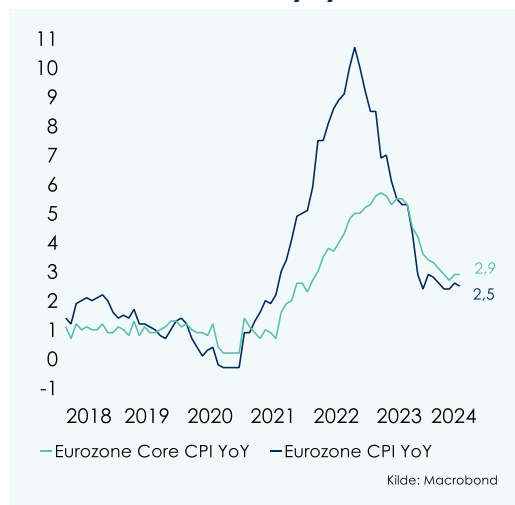
Eurozonen

Der er fortsat positive vækstsignaler ud af eurozonen, dog fra et lavt niveau. De seneste måneders udvikling i PMI indekset for services viser en positiv tendens, senest på 52,8. PMI for industrien er på 45,8, hvilket stadig er lavt. Arbejdsløsheden befinder sig på 6,5%, hvilket er lavt for europæiske standarder. Den forventede BNP-vækst er 0,7% i 2024 og 1,4% i 2025. Det er bestemt realistisk, men samtidig også beskedne vækstrater.

Eurozone PMI-indeks



Eurozone inflation y/y%



Forventet euro BNP-vækst y/y%



Kerneinflationen er kommet ind en anelse for højt i eurozonen de seneste måneder. Senest er core CPI på 2,9% y/y. Vi er stadig positive på udviklingen over de kommende 6-12 måneder, trods inflationsudviklingen har vist en træghed. Løninflationen ser ud til at have toppet og generelt, at den vil udvikle sig mere moderat fremadrettet. Vi ser fortsat kerneinflationen bevæge sig ned i 2-2,5% intervallet trods trægheden, og forventer, at det senest sker i H1 2025.

Inflationsudviklingen er medvirkende til, at der venter flere rentesænkninger for ECB. Markedet forventer yderligere 2 rentenedsættelser i år, hvilket stemmer overens med vores egne forventninger. En rentenedsættelse i september anses bestemt som sandsynlig, og ellers er der muligheder i november og december.

ECB: Flere rentesænkninger forude



Kina

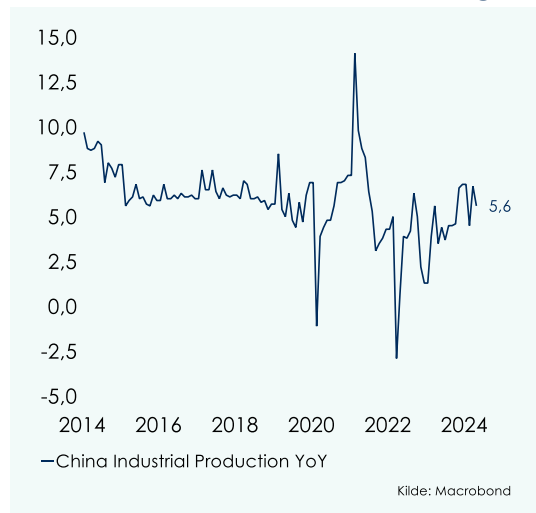
Kinans økonomi står foran nogen udfordringer. Ejendomssektoren er fortsat presset, detailsalget vokser svagt og kreditvæksten er aftagende. De gode nyheder findes i industrien og eksporten, der

stadig vokser fornuftigt. Konjunkturbarometre peger også på fremgang i både industrien og services, selvom services senest tog et dyk. BNP-forventninger er på 4,9% i 2024 og 4,5% i 2025. Det er lige en spids under Kinas officielle målsætning om en vækst på 5%.

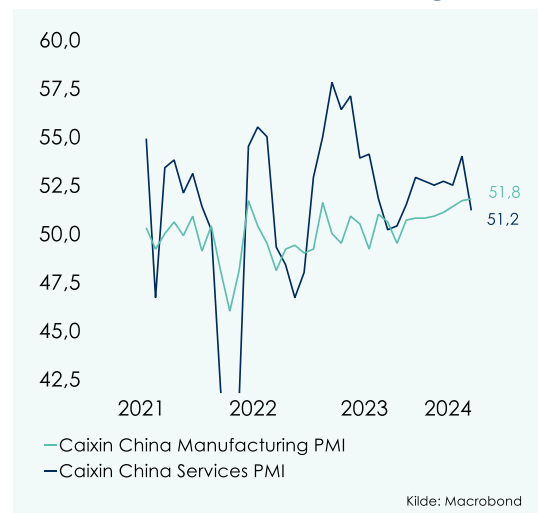
Kerneinflationen i Kina holder sig fortsat på et lavt niveau, der senest er 0,6%. Det giver fortsat muligheden for at have en lempelig penge- og økonomisk politik.

Core CPI i Kina holder sig nede på et lavt niveau på senest 0,6%. En af risiciene på radaren er, at landet havner i en form for deflation pga. massiv overskudskapacitet i store dele af industrien. Det understøtter trenden mod en mere lempelig penge- og økonomisk politik.

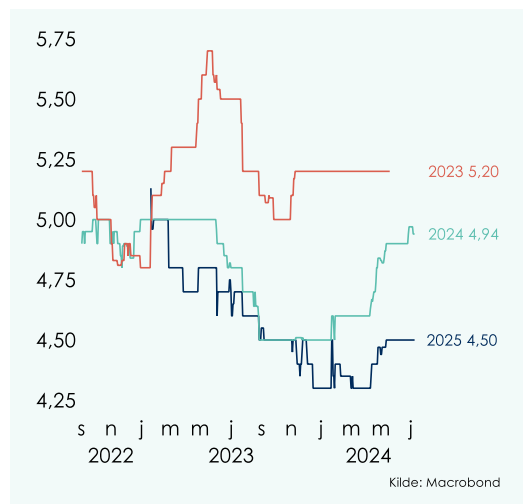
Kinas industriproduktion i fremgang



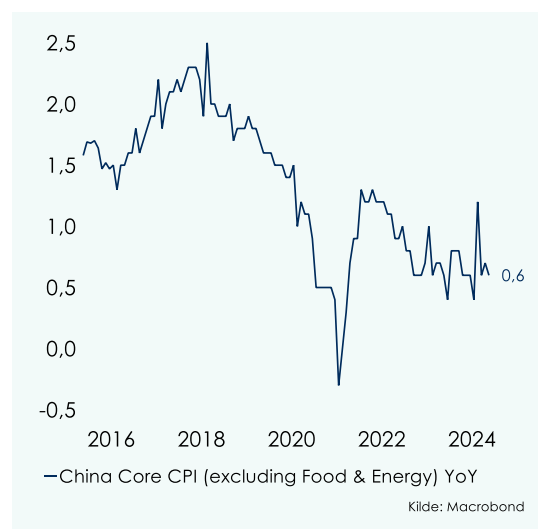
Kinas Caixin Service PMI tog et dyk



Kinas forventet BNP-vækst



Kinas kerneinflation nær 0%



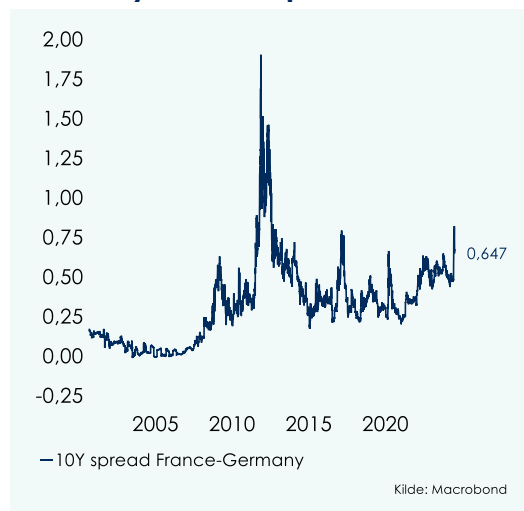
Obligationsrenterne

En blanding af de negative overraskelser for makroøkonomiske nøgletal og de lavere inflationstal har været med til at sende renterne ned siden toppen i april. Den 10-årige amerikanske rente er på 4,3%, hvilket er indenfor vores vurdering af et fair value interval på 3,5-4,5%. Vi vurderer, at det er muligt med et fald under 4%, da inflationen begynder at give sig og en moderation af væksten. Præsidentvalget kan trække i modsatte retning, med højere renter, hvis Trump vinder. I øjeblikket fører han klart i meningsmålingerne, og hvis han bliver præsident, så er gældsfinansieret politik i form af skattelettelser sandsynlig. Den tyske 10-årige rente ligger stort set i midten af hvad vi vurderer, er fair value mellem 2-3%. Vi ser ikke på samme måde større ændringer i niveauet for den tyske 10-årige rente, hvor vi godt kan se de kortere renter falde, men samtidig har en positiv voksende rentestruktur. Renteniveauet i Danmark følger slavisk udviklingen i Tyskland. Det samme er ikke gældende i Frankrig, hvor rentespændet til tyske renter er kørt ud. Det er grundet den øget usikker op til valget, men er sidenhen efter valget kørt en smule ind igen.

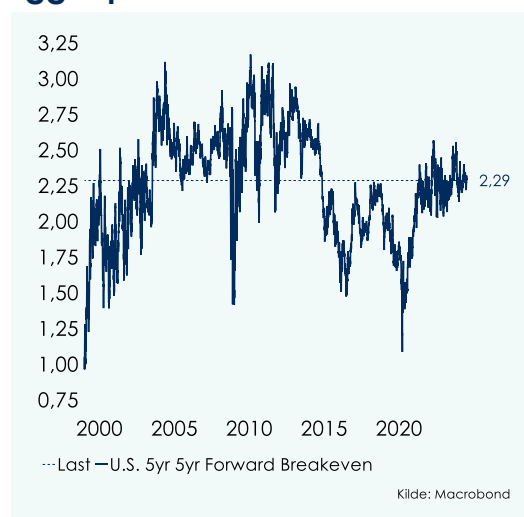
10-årige statsrenter i US, GE, DK



Fransk-tysk rentespænd er kørt ud



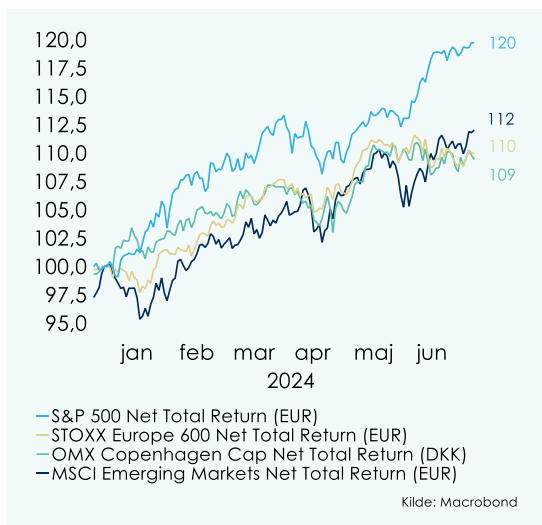
USA: Inflationsprisningen i markedet ligger på moderat niveau



Aktiemarkedene

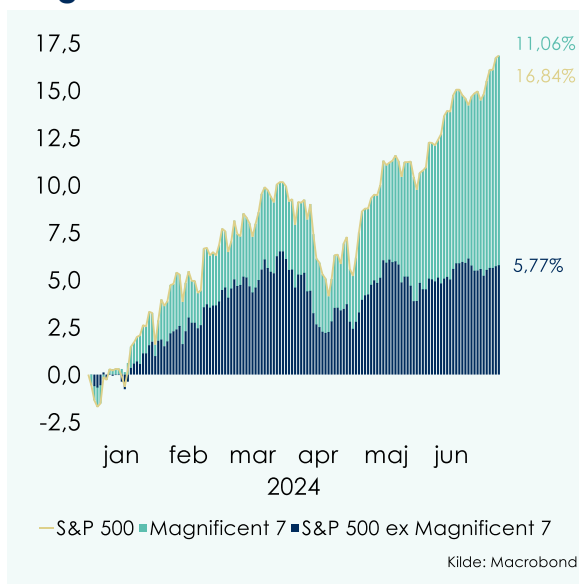
Afkastet på det globale aktiemarked, i form af MSCI AC World, er i år oppe med 15,9% i danske kroner. Generelt rigtig flotte afkast på tværs af regioner. Amerikanske aktier fører an med et afkast på 20% i år, mens emerging markets aktier har givet 12% og europæiske aktier 10% og danske aktier 9%.

Amerikanske aktier i front ÅTD



Det generelle marked har været domineret af AI-temaet og det er de store tech virksomheder, der har nydt godt af udviklingen. 2/3 af afkastet på amerikanske aktier kommer fra de 7 største aktier, Magnificent 7. Især efter korrektion i april, er det de store tech aktier som har drevet aktiemarkedene op og medvirket til nye rekorder.

Magnificent 7 dominerer

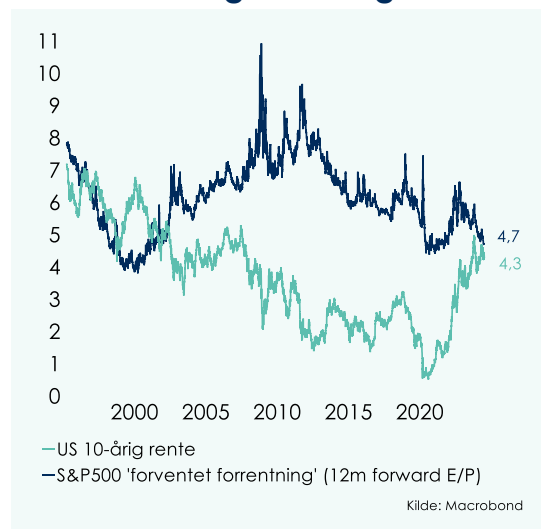


Aktierne i USA handler fortsat på høje multipler, med en forward P/E på 21,5. Fed-

modellen, forskellen mellem 12m forward earnings yield på S&P 500 og den 10-årige amerikanske rente, er også lav, hvilket tilsiger en lav risikopræmie for aktier. Earnings yelden på S&P 500 er på 4,72%, mens den 10-årige amerikanske renter er på 4,3%. Niveaulet er meget lavt i en nyere kontekst, men tidligere i historien har vi handlet på lignende niveauer.

Buffet-indikatoren, den samlede børsnoterede markedsværdi i USA opgjort ved Wilshire 5000 relativt til nominelt BNP, får ikke alarmklokkerne til at ringe. Vi befinder os på 1,5, mens vi i 2021 var oppe på 2,0. Det er dog høje niveauer sammenlignet med perioden før 2021.

S&P500 Earnings Yield og US 10Y



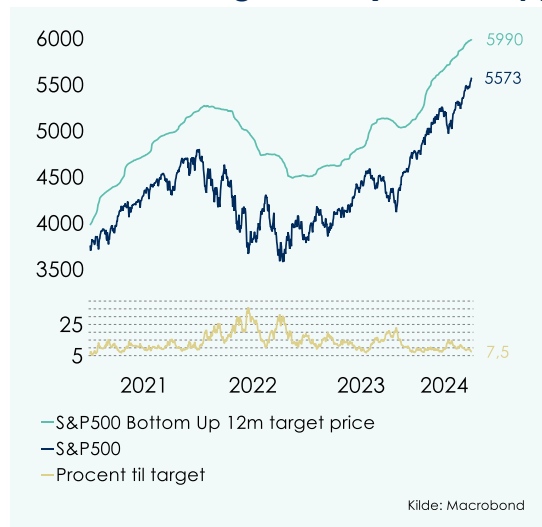
'Buffet-indikator' får ikke alarmklokkerne til at ringe



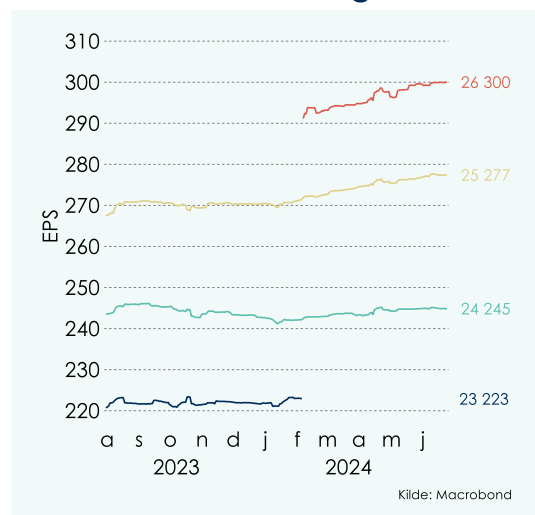
Valuation har dog ikke afskrækket investorerne den seneste tid, som derimod har fokuseret på indtjeningsperspektiverne. Regnskaberne i Q1 var rigtig pæne med en fremgang i EPS ca. 6% y/y, hvilket var højere end ventet. I Q2 ventes en vækst over 10% y/y i EPS. EPS-forventninger er løbende blevet opjusteret for 2024, 2025 og 2026, hvilket har været med til at løfte markedet.

potentiale på henholdsvis 7,8% og 12,5%. Vi ser fortsat konstruktivt på udviklingen, med udsigt til lavere inflation, moderat vækst og lavere centralbanksrenter fra FED og ECB. Vi står overfor et amerikansk præsidentvalg til november, der kan give nogen udsving henad vejen. Det er dog værd at huske på, at aktiemarkedene både har klaret sig godt under Trump og Biden med ca. 14% p.a. på S&P500.

S&P500 kurstarget 12m (bottom up)



S&P 500 EPS forventninger USD



Stoxx600 kurstarget 12m (bottom up)



Aktieanalytikerne er generelt positive på S&P500 og Stoxx600 på 12 måneders sigt. Bottom Up konsensus viser et 12 måneders

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