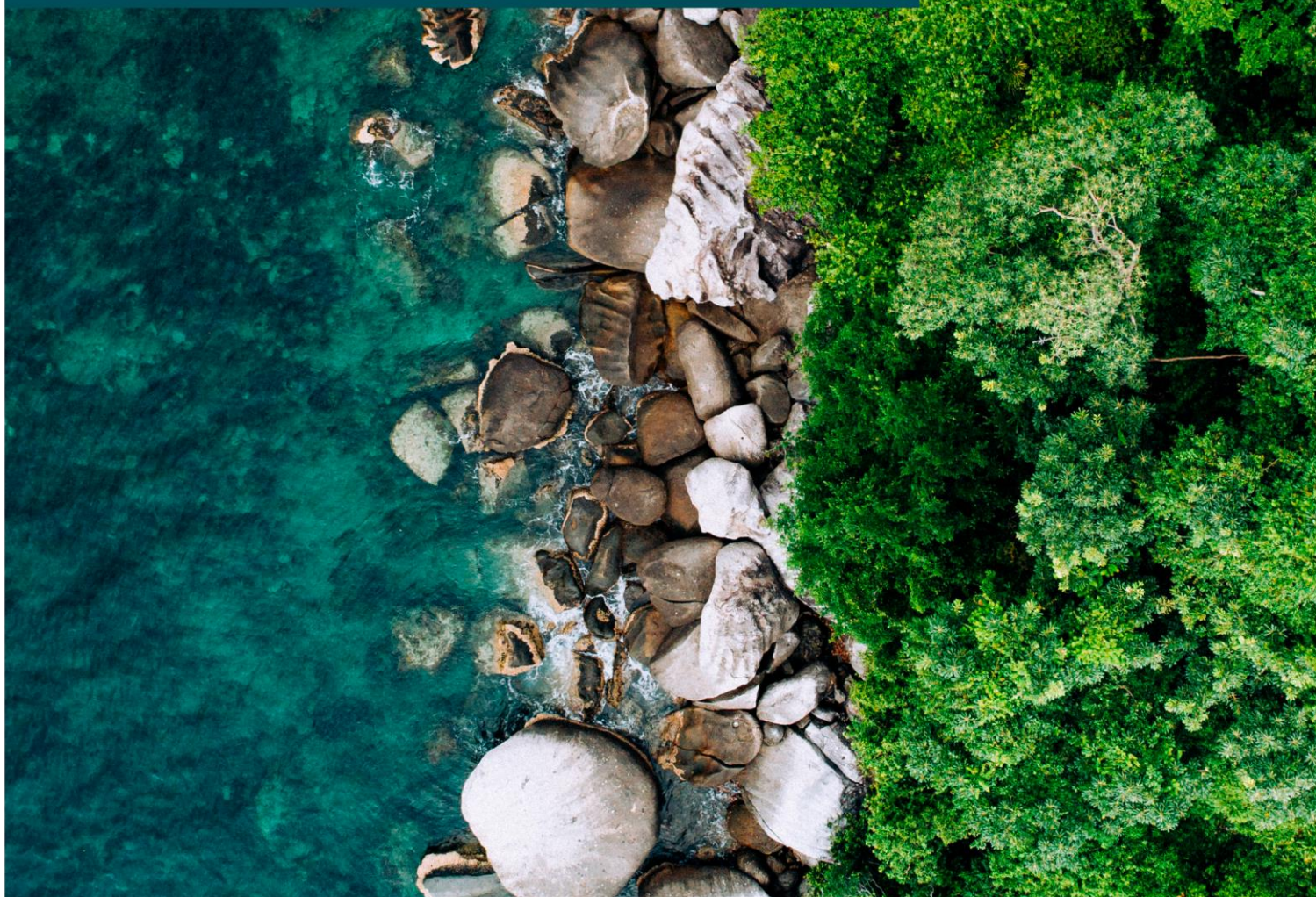


BI Markedssyn

13. juni 2024

BANK INVEST

Handler
med omtanke



Indhold

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

Indledning

Efter en mild korrektion over april måned, er aktier kommet stærkt tilbage. Her i starten af juni ligger aktier dermed atter på de højeste niveauer for året. Og dermed også på de højeste niveauer nogensinde.

Den positive stemning skyldes primært kunstig intelligens. Nvidia regnskabet, der kom medio maj, overraskede på alle parametre. Dette sendte Nvidia, Magnificent 7, og de bredere markeder højere.

Den makroøkonomiske udvikling står i kontrast til den finansielle. For mere og mere data synes i øjeblikket, at pege på en opbremsning. Mest prominent værende tilbagegangen i ISM Manufacturing. Vi får derfor mere og mere bevis for, at vi er på vej ind i den sene del af et opsving.

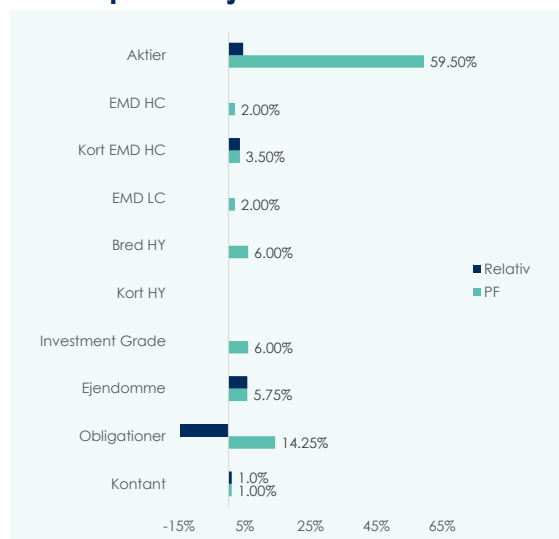
Vi har ikke ændret i porteføljerne. Vi er stadig overvægtet aktier. Vi kommer dog langsomt nærmere et punkt, hvor vi kan tage aktieallokeringen ned til neutral.

Allokering

Vi er i den sene del af opsvinget. Både makrodata og finansmarkederne bekræfter dette. Vi kalder den sene del af opsvinget for Slowdown fasen.

Vi ligger allokeret til en Slowdown fase. Vi har en taktisk overvægt til aktier, vi er neutral High Yield, og vi har inden for aktieuniverset en overvægt til kvalitet, vækst, og cykliske aktier. Det inkluderer, blandt andet, hovedparten af de store amerikanske teknologiaktier.

Relativ og absolut allokering af modelporteføljen



Det at vi er i den sene del af opsvinget, er ikke isoleret negativt for risikovilligheden. Faktisk har aktier historisk leveret flotte afkast i denne del af cyklussen. Det er dog naturligvis andre aktier som klarer det bedst i den fase, end hvad vi ser i den tidlige del af et opsving.

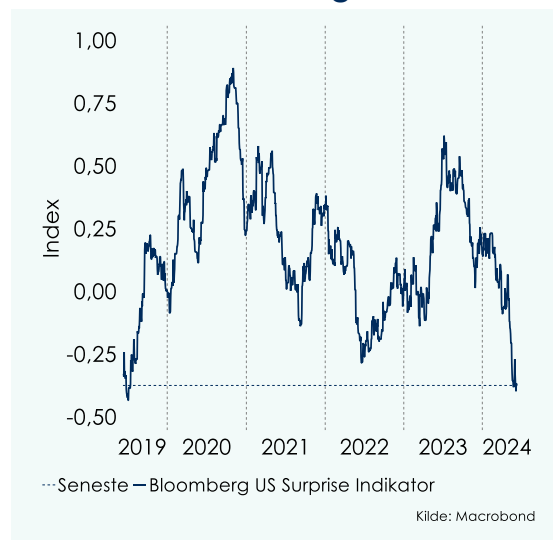
Ovenstående giver intuitivt god mening: Når man er på vej ud af en krise, er det de aktier som faldt mest, der stiger mest. Og dem som falder mest i en krise, er som oftest dem som ikke nødvendigvis tjener flest penge. Når

opsvinget bliver mere modent, søger investorerne over til de virksomheder som omvendt tjener penge og er i stand til at levere en god egenkapital forrentning.

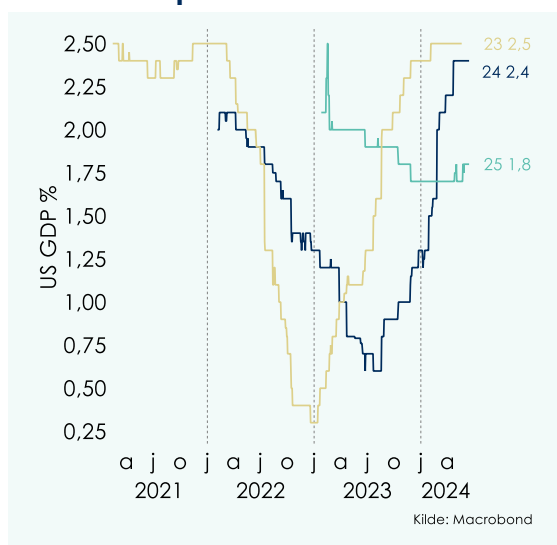
Selvom vi har fastholdt en overvægt til risikofyldte aktiver, så ser vi flere og flere faresignaler. Dette er i sig selv naturligt i den sene del af et opsving, hvor man normalt begynder at frygte for en vækstnedgang.

Det der primært bekymrer os er, at samtidigt med makro overrasker meget negativt, reviderer analytikerne deres vækst estimater op.

Makro overrasker negativt...



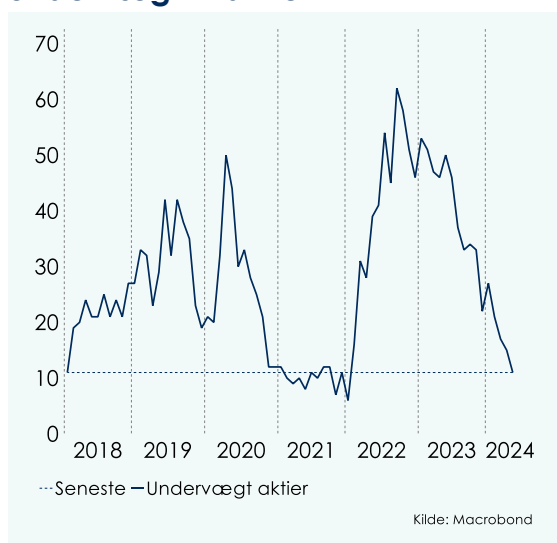
... samtidigt som analytikerne reviderer op



Denne divergens kan ikke forsætte for evigt. Enten skal vi igen se positive makroøkonomiske overraskelser, eller også skal vækstforventningerne ned.

Noget andet der også bekymrer os, er sentiment. Ser vi på f.eks. Fund Manager Survey, så svarer utrolig få i øjeblikket at de er undervægtet aktier.

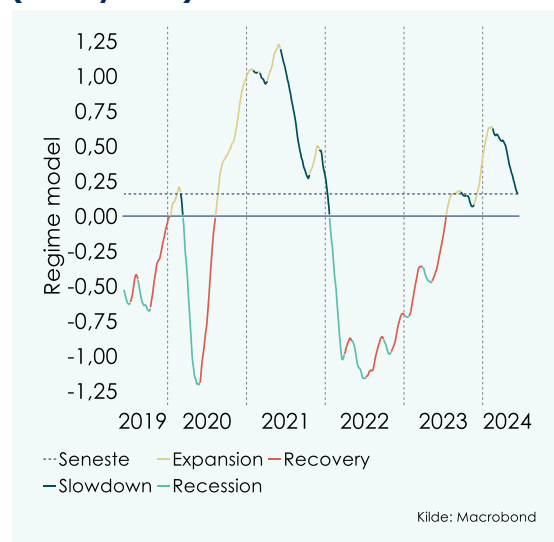
Få institutionelle investorer har en undervægt til aktier



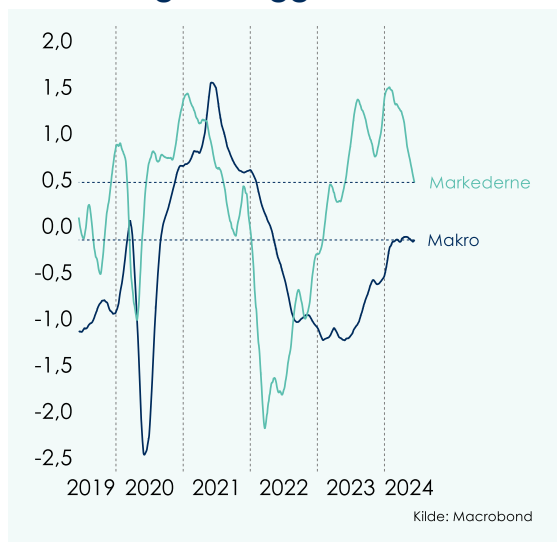
Det er som oftest når alle er enige om at aktier skal op, at det går galt. Sentiment kan dog være meget bullish, i meget lang tid. Det så vi f.eks. i 2021. Og vores regel er, at man aldrig skal kæmpe mod et bullmarked. Men når det er sagt bekymrer det os.

Men indtil videre forbliver vi alligevel overvægtet aktier, og risiko, selvom det føles mere og mere risikabelt. Vi bemærker også, at der stadig er en sandsynlighed for at makro bedres herfra. Sker dette vil vores model nok svinge tilbage i Expansion. Det var det vi så under 2021. Her peakede de finansielle markeder primo året, og signalerede herefter at vi var i den sene del af opsvinget. Samtidigt med dette blev makro stadigt bedre, og var altså med til at holde vores style cycle i Expansion og Slowdown over hele året.

Vores model er nu i Slowdown (sencyklisk)



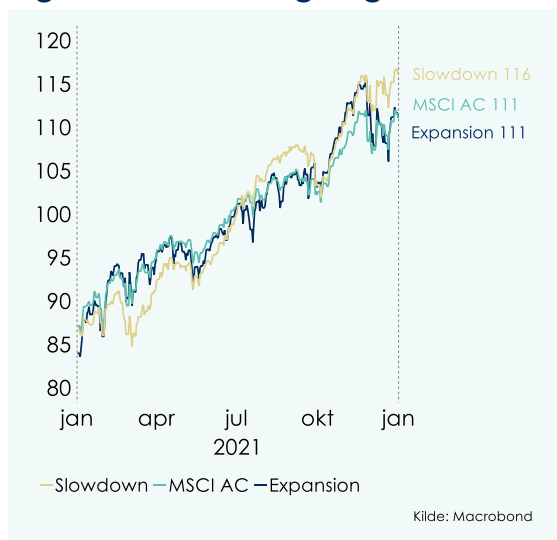
Det er markederne som bøjer af. Makro i sig selv ligger fladt.



Samlet set fastholder vi som beskrevet en overvægt til aktier og en høj absolut/strategisk allokering til de mere risikofyldte dele af obligationsmarkedet. Vi afventer yderligere klarhed fra enten markederne, eller makro før vi ændrer på allokeringen.

Og vel og mærke steg aktier altså med 15%, i en stort set lige linje, over 2021.

Vi var i Slowdown det meste af 2021. Og 2021 var virkelig et godt aktie-år.



Det kan uanset hvad konkluderes, at der bestemt er potentiale til en bedring i makro. Gående tilbage til introduktionen af dette skriv, kan man bare se på ISM Manufacturing som ligger fast under de 50. Begynder denne at bedres, kan vi se ind i et langt og solidt opsving.

Makro og markederne

USA: Væksten trender ned, men risikoen for recession over det kommende år er fortsat lav. Inflationen falder, men kommer ikke ned i 2-2,5% interval før H1 2025.

Eurozonen: Vækstbanen byder på let fremgang, BNP-konsensus opjusteres. Kerneinflationen på vej ned i 2-2,5% zonen, men måske først i H1 2025 som i USA.

Kina: Kører med 4-5% vækstkadence, hvilket er 'moderat' efter kinesisk standard. Meget lav inflation, hvilket understøtter fortsat lempelig penge-kredit- og finanspolitik.

FED: Højere end ventet vækst og inflation har løftet rentebanen. 50bp ned på den korte rente i 2024 er nu 'base case', klart mindre end ventet tidligere.

ECB: Første rentesænkning gennemført. Yderligere 50bp i H2 2024 er base case.

Obligationer: 10-årige amerikanske renter på 4,3% er tæt på fair value, i midten af interval på 3,5-4,5%. Tyske 10-årige renter på 2,5% ligger midt i et fair interval på 2-3%.

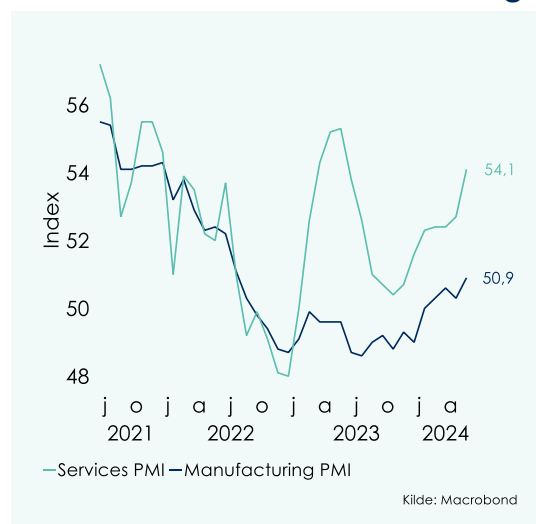
Aktier: Udfordret af dyr prisfastsættelse i USA, men støttet af indtjeningsperspektiver og AI-temaet, der kører videre.

Trods en del selektive økonomiske og finansielle problemer, og masser af geopolitisk uro, ser den globale økonomi ud til at trives relativt godt. De seneste PMI-indeks fra maj peger på en vis acceleration i den globale økonomiske vækst. Det er særlig PMI-indekset for services, der stiger til rigtig pæne 54,1. Men industrien viser også et løft til senest 50,9. Konsensus-prognosen for den globale vækst ligger omkring 3% for både 2024 og 2025.

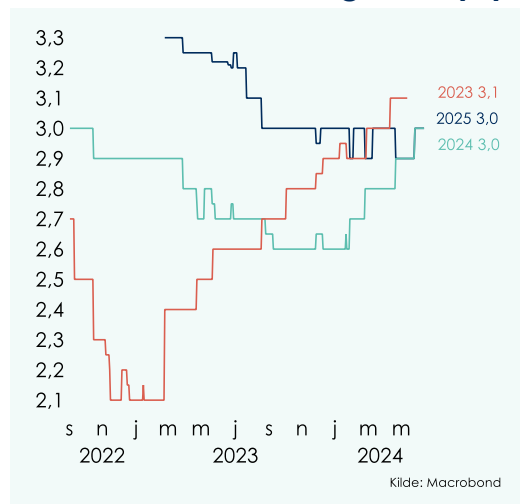
Under overfladen ser det ud til, at USA bevæger sig lidt ned i vækstgear, Europa lidt op mens Kina holder en rimelig stabil kadence via en kalibreret økonomisk politik. Vækst globalt på ca. 3% må siges at være helt fint set fra de finansielle markeder. Det

er et godt stykke fra en overophedning, der kunne presse inflationen op via råvarepriserne og løninflation. Men væksten er ikke så lav, at arbejdsmarkederne og virksomhedernes indtjening kunne svækkes betydeligt.

Globale PMI-indeks viser bedring



Forventet BNP-vækst globalt y/y%

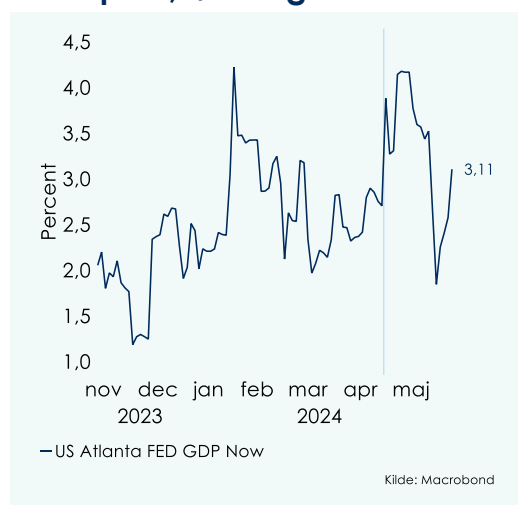


USA

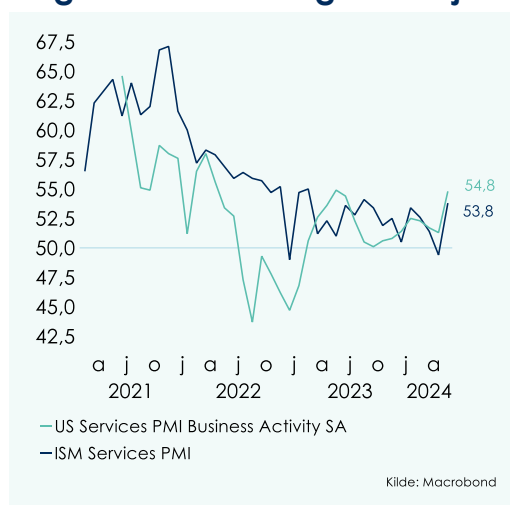
Den amerikanske økonomi fortsætter med at vise relativt positive takter som helhed. Atlanta Fed's seneste GDPNow estimat for Q2 er trukket op på 3,1% efter et fald ned til 1,8% tidligere i kvartalet. ISM og PMI for services steg igen i maj til pæne niveauer efter fald i marts og april. ISM og PMI for

industrien imponerer ikke niveaumæssigt, men er dog trendet op fra årsskiftet. Signalerne flugter fint med det, vi ser i arbejdsmarkedet: Beskæftigelsen stiger som helhed, men det er i høj grad inden for services, at fremgangen sker. Jobskabelsen i industrien er indtil videre stagneret.

Atlanta Fed GDPNow Q2 stiger fra bund på 1,8% tidligere i kvartalet

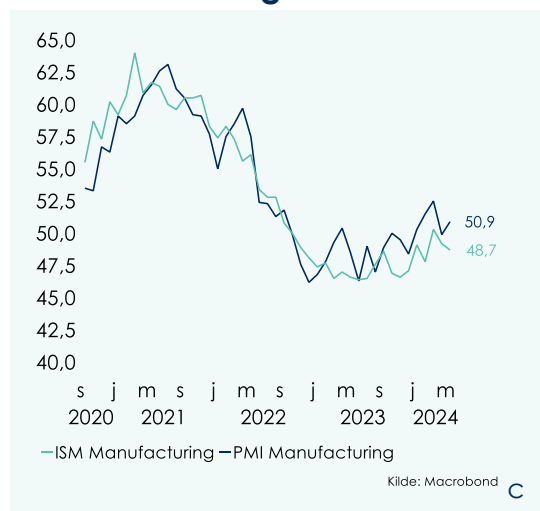


US ISM og PMI for servicesektoren steg overraskende igen i maj



Den helt afgørende driver er væksten i privatforbruget. De sidste 6 måneder er realvæksten ca. 2,5% annualiseret. Det helt store spørgsmål er, om denne pæne fremgang kan fortsætte. Vi forventer at se et vist fald, trukket af svagere, men stadig positiv, beskæftigelsesvækst og en udhuling af opsparingerne. Meget tyder på, at den høje ekstra-opsparing under corona-perioden er så godt som brugt op.

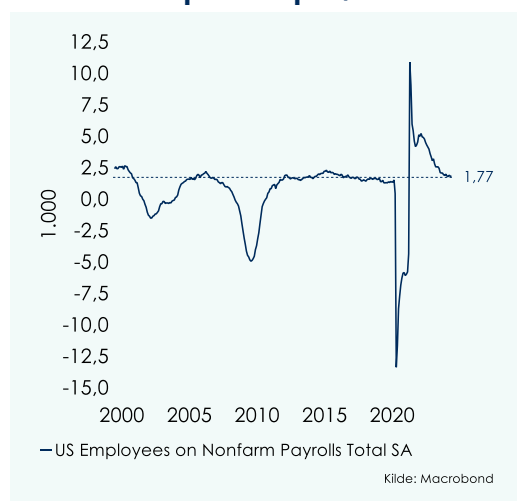
ISM & PMI for industrien ligger lavt, men er over tidligere bunde



Pæn realvækst i privatforbruget nu, forvent lavere vækst fremover

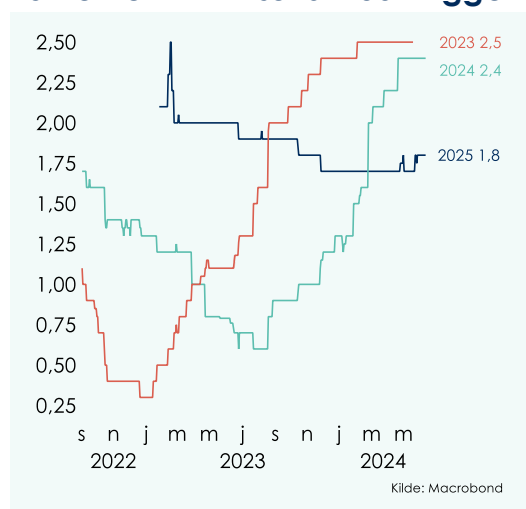


Årlig vækst i beskæftigelsen er stabiliseret på knap 2%



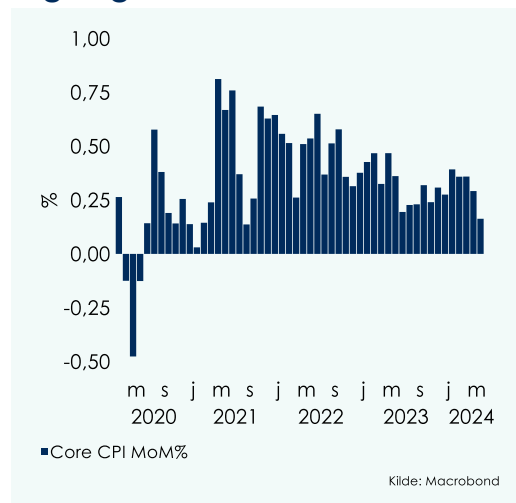
Opsparingskvoten er faldet til et lavt niveau. Tab og hensættelser på forbrugslån er svagt stigende. Så der er lidt pressignaler fra husholdningerne, og det bør sætte sig i en mere afdæmpet, men stadig positiv, forbrugsvækst gennem resten af 2024. Det helt afgørende bliver, at bunden ikke går ud af forbrugerne. Vi er i en sencyklisk fase af vækststopsvinget, der startede i 2020 efter det ekstreme corona-dyk. Og i denne fase er der altid en vis risiko for, at vi rammer ind i en negativ spiral, hvor forbrugsvæksten dæmpes og virksomhederne begynder at afskedige medarbejdere. Vi tror ikke, at USA

Forventet BNP-vækst i USA ligger fint

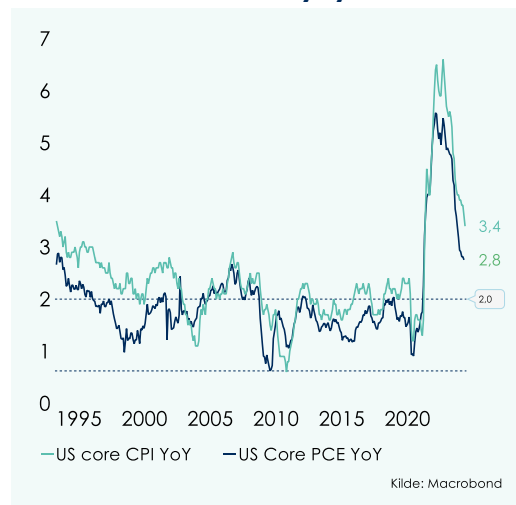


er i nærheden af en sådan nedtur, men vi har i den grad den amerikanske forbruger på radaren.

Core CPI viser nu laverer månedlige stigningstakter



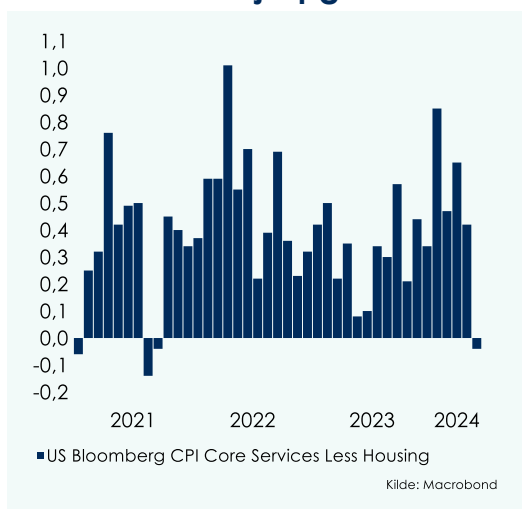
USA kerneinflation y/y%



Det seneste inflationstal i form af core CPI viste en stigning på blot 0,16% m/m i maj. Det er ned fra 0,3% i april og 0,4% i de foregående tre måneder. FED's Powell lægger også vægt på det såkaldte 'Super Core' mål, der viser prisudviklingen i servicesektoren ekskl. boligområdet og energirelaterede priser. Prisudviklingen på det område er meget afhængig af lønudviklingen og dermed presset på

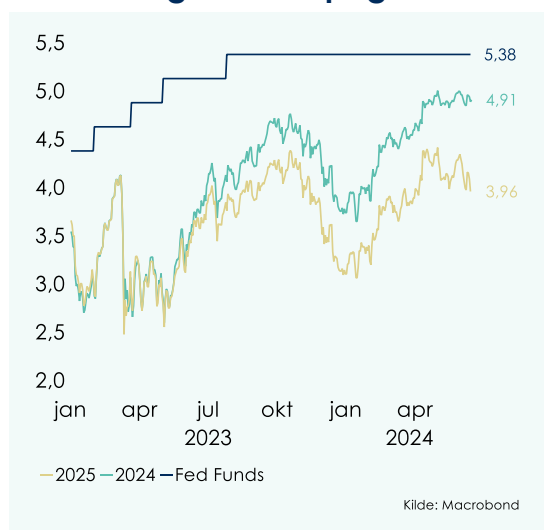
arbejdsmarkedet. Det er virkelig gode nyheder at se, at Super Core servicepriserne faktisk viste et margintalt tilbagefald på 0,04% m/m i maj.

Super core priserne faldt lidt tilbage i den seneste maj-opgørelse



Markedet ligger fortsat og priser FED's rentebane temmelig konservativt. Der er

Forventninger til FED peger ned



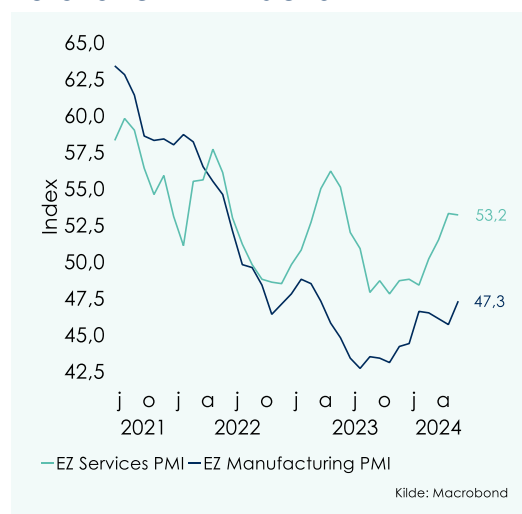
indregnet knap 2 rentesænkninger á 25bp i år og 3-4 i alt over de kommende 12 måneder. Det virker som et minimum i vores optik. Vi ser en god mulighed for, at FED sætter renten ned første gang til september

på en kombination af mere moderate inflations- og væksttal.

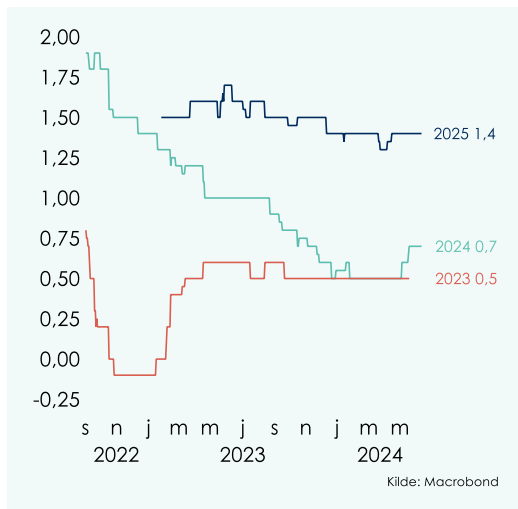
Eurozonen

Eurozonen fortsætter med at vise lidt mere positive vækstsignaler. De sidste par måneders PMI-indeks viser en klar bedring i PMI-services, senest på 53,2. PMI for industrien er tikket op på 47,3. Det er stadig lavt, men bedre end bunden i starten af året. Arbejdsløshedsprocenten holder sig på 6,5%, hvilket er lavt i en europæisk målestok. BNP-væksten kom ud på 0,3% Q/Q i Q1 og ventes at stige 0,2% her i Q2. Og derefter 0,3-0,4% i Q3 og Q4. Samlet set forventes 2024-væksten at lande på 0,7% og herefter 1,4% i 2025. Det er bestemt realistisk og ikke så skidt endda. Det bliver i den sammenhæng afgørende, at der ikke opstår for meget politisk usikkerhed i kølvandet på valget til Europa-Parlamentet og det forestående franske parlamentsvalg. Vi forventer ikke, at en stærk fremgang til Le Pen's RN-parti og den tydelige svækkelse af den tyske regering vil føre til afgørende ændringer i den økonomiske politik – i hvert fald ikke i mere restriktiv retning. Risikoen er en mere populistisk gældsfinansieret politik, der på sigt kan drive renteniveauet op.

Eurozone PMI-indeks



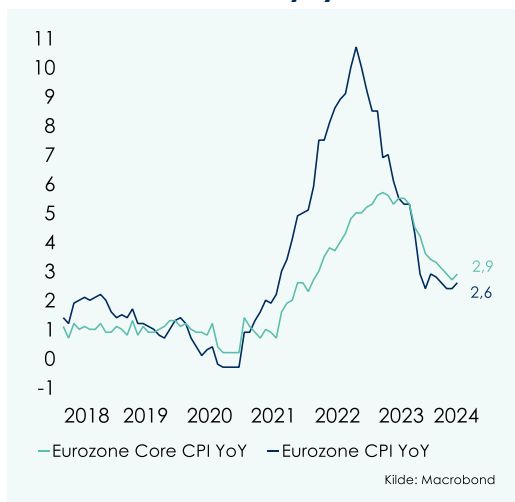
Forventet euro BNP-vækst y/y%



ECB: Rentescænkninger skudt i gang



Eurozone inflation y/y%



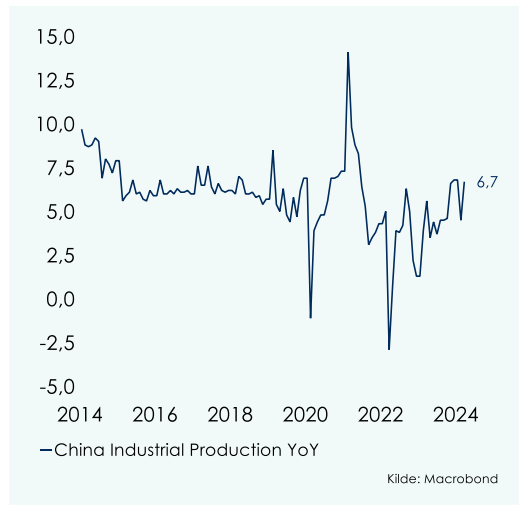
Inflationsudviklingen viser træghed ift. et yderligere fald i eurozonen. Senest er core CPI på 2,9% y/y. Vi er fortsat relativt positive på udviklingen over de næste 6-12 måneder med udgangspunkt i en mere moderat løninflation og en evne i erhvervslivet til at absorbere en god del af stigende omkostninger via forhøjet produktivitet. Timingen er vanskelig, men senest i H1 2025 bør core CPI være nede i intervallet 2-2,5%.

ECB satte som ventet renten ned med 25bp på mødet 6. juni. Det er startskuddet til en række rentescænkninger over de næste 12-18 måneder. En rentescænkning allerede på næste møde 12. september er ikke urealistisk. Ellers er møderne til november og december næste muligheder. Vi regner med, at den korte rente kommer ned 50bp herfra i alt i H2 2024.

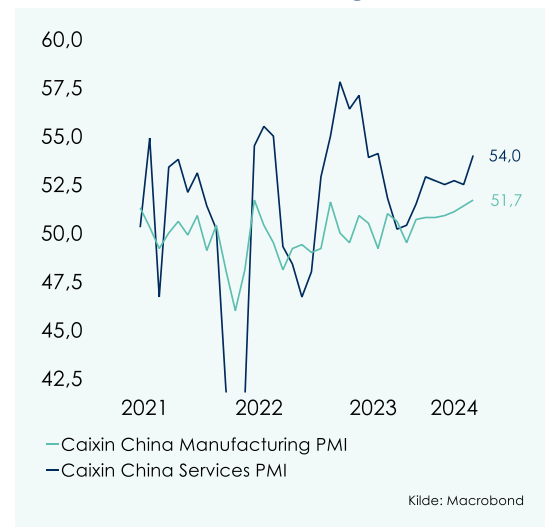
Kina

Kinas økonomi viser både styrker og svagheder. Ejendomsmarkedet er fortsat presset, kreditvæksten er faldende, og detailsalget vokser svagt. Men industrien og eksporten vokser, og der er også gang i Kinas stadig større servicesektor. Forventningerne til BNP-væksten i 2024 og 2025 er steget en spids til senest 4,9% og 4,5%. Det flugter fint med målsætningerne fra topstyret i Beijing, der har et vækstmål på ca. 5% for året. Vi har i lang tid regnet med, myndighederne både har krudtet og indsigt til at kalibrere den økonomiske aktivitet og sikre, at væksten ikke rammer et luffthul. Den 'kongstanke' ser fortsat ud til at holde vand.

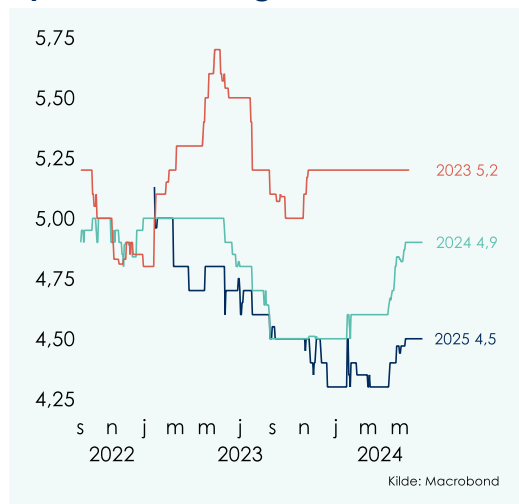
Kinas industriproduktion vokser



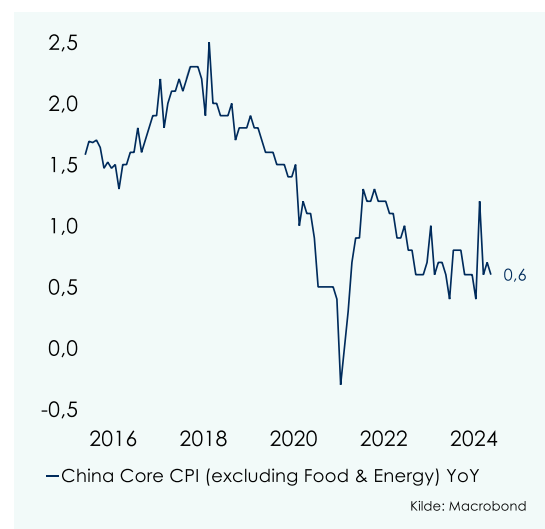
Kinas Caixin PMI er stigende



Kinas forventet BNP-vækst er justeret opad for 2024 og 2025



Kinas kerneinflation nær 0%



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.

Obligationsrenterne

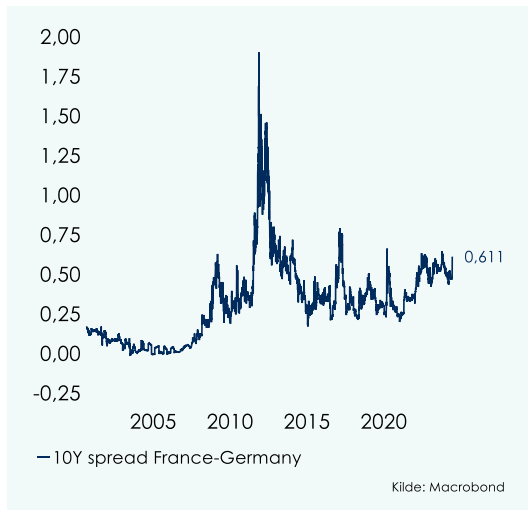
Det seneste CPI-tal fra USA satte skub nedad på renterne, der ellers ramte en top tilbage i april. Den 10-årige amerikanske rente på senest 4,3% er ikke langt fra midten af det interval på 3,5-4,5%, vi mener er fair value. Det er meget muligt, at vi i løbet af andet halvår skal se renten falde lidt under 4%, presset ned af flere tegn på lavere inflation og moderation i væksten. Den store ubekendte er det amerikanske præsidentvalg. Trump fører i meningsmålingerne. Og vinder han, kan der

være udsigt til en endnu mere gældsfinansieret økonomisk politik drevet af skattelettelser. Det kan presse renten op i den øvre del af intervallet – eller midlertidigt over. Den 10-årige tyske rente ligger stort set i midten af de 2-3%, som vi betragter som et fair value interval. Vi ser ikke et potentiale for større ændringer i niveauet i de kommende måneder. Renteniveauet i Danmark følger slavisk udviklingen i Tyskland.

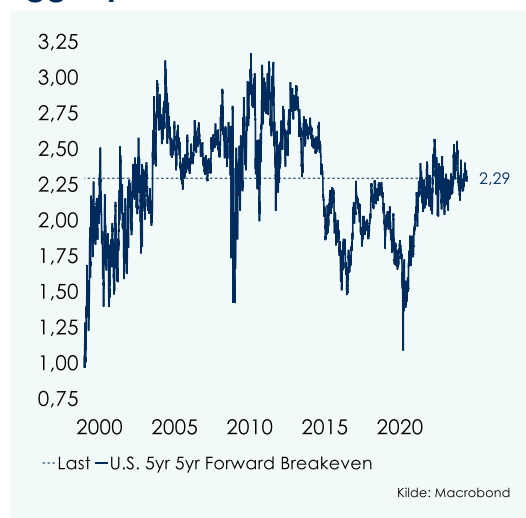
10-årige statsrenter i US, GE, DK



Fransk-tysk rentespænd kører ud



USA: Inflationsprisindeksen i markedet ligger på moderat niveau



Aktiemarkedene

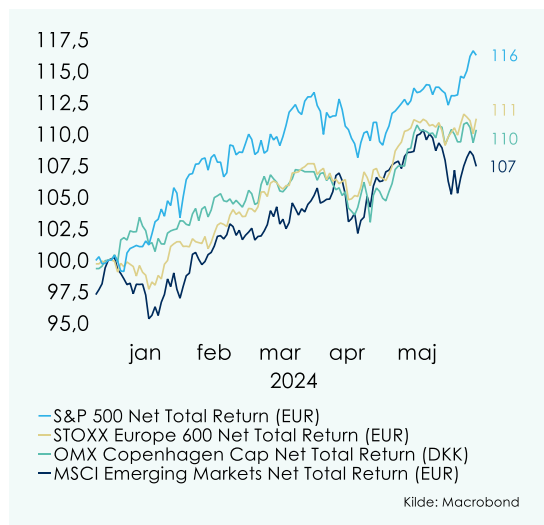
Afkastet på MSCI AC World er oppe på ca. 13% ÅTD, et virkelig godt afkast hidtil i 2024. Det amerikanske aktiemarked ligger fortsat helt i top, og i væsentligt omfang drevet af de store teknologi-lokomotiver. Men afkastene på de øvrige hovedregioner er også rigtig pæne.

Afkast på MSCI AC World ÅTD



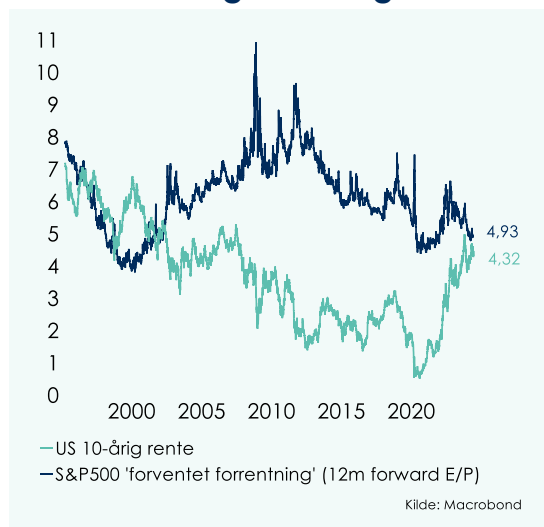
Aktiemarkedet i USA er fortsat meget dyrt prisfastsat målt ved 'FED-modellen': 12m forward earnings yield på S&P500 ligger nede på 4,9%, mens den 10-årige rente

US aktier i front ÅTD



ligger på 4,3%. Dette 'FED-spread' er altså kun 60bp, hvilket er meget lavt i nyere kontekst. Et andet mål, nemlig den kendte Buffet-indikator, er imidlertid ikke så anstrengt. Den viser den samlede børsnoterede markedsværdi i USA relativt til nominelt BNP, altså den samlede værdiskabelse over et år. Vi bruger her det bredest mulige aktieindeks, nemlig Wilshire 5000. Buffet-indikatoren ligger på 1,5, hvilket er noget lavere end de ca. 2, vi så i 2021.

S&P500 Earnings Yield og US 10Y

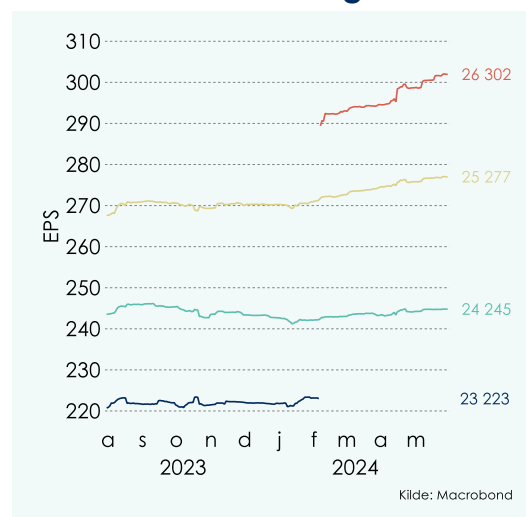


Det afgørende for aktiemarkedets trend fremover er næppe prisfastsættelsen, men

'Buffet-indikator' viser ikke røde flag på valuation



S&P500 EPS forventninger USD



derimod indtjeningsperspektiverne. Q1 regnskaberne kom ud rigtig pænt med en overraskende høj fremgang i EPS på S&P500 på ca. 6% y/y. Q2 ventes at vise 2-cifret vækst over 10% y/y. Samlet set ligger analytikerne og opjusterer EPS-forventninger både for 2024, 2025 og 2026, hvilket er et klart positivt input til markedet.

Aktieanalytikerne er fortsat ganske positive på S&P500 og Stoxx600 på 12 måneders sigt. Bottom Up konsensus opererer med et 12 måneders potentiale på henholdsvis 8,9%

og 11,1%. Vi forventer selv, at pilen peger denne vej, baseret på moderat vækst, lavere inflation og klart lavere renter fra FED og ECB på 12 måneders sigt. Det er oplagt, at der er geopolitiske forhold, som kan spænde ben for en positiv udvikling. Fx står Trump står til at vinde præsidentvalget 5. november. Han fører p.t. i nationalt og mere vigtigt i alle 7 svingstater. En sejr til Trump kan føre til usikkerhed på mange fronter. Men det er værd at huske på, at aktiemarkedet steg i samme omfang under Trump som det, vi hidtil har set under Biden, nemlig ca. 14% p.a. på S&P500.

S&P500 kurstarget 12m (bottom up)



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