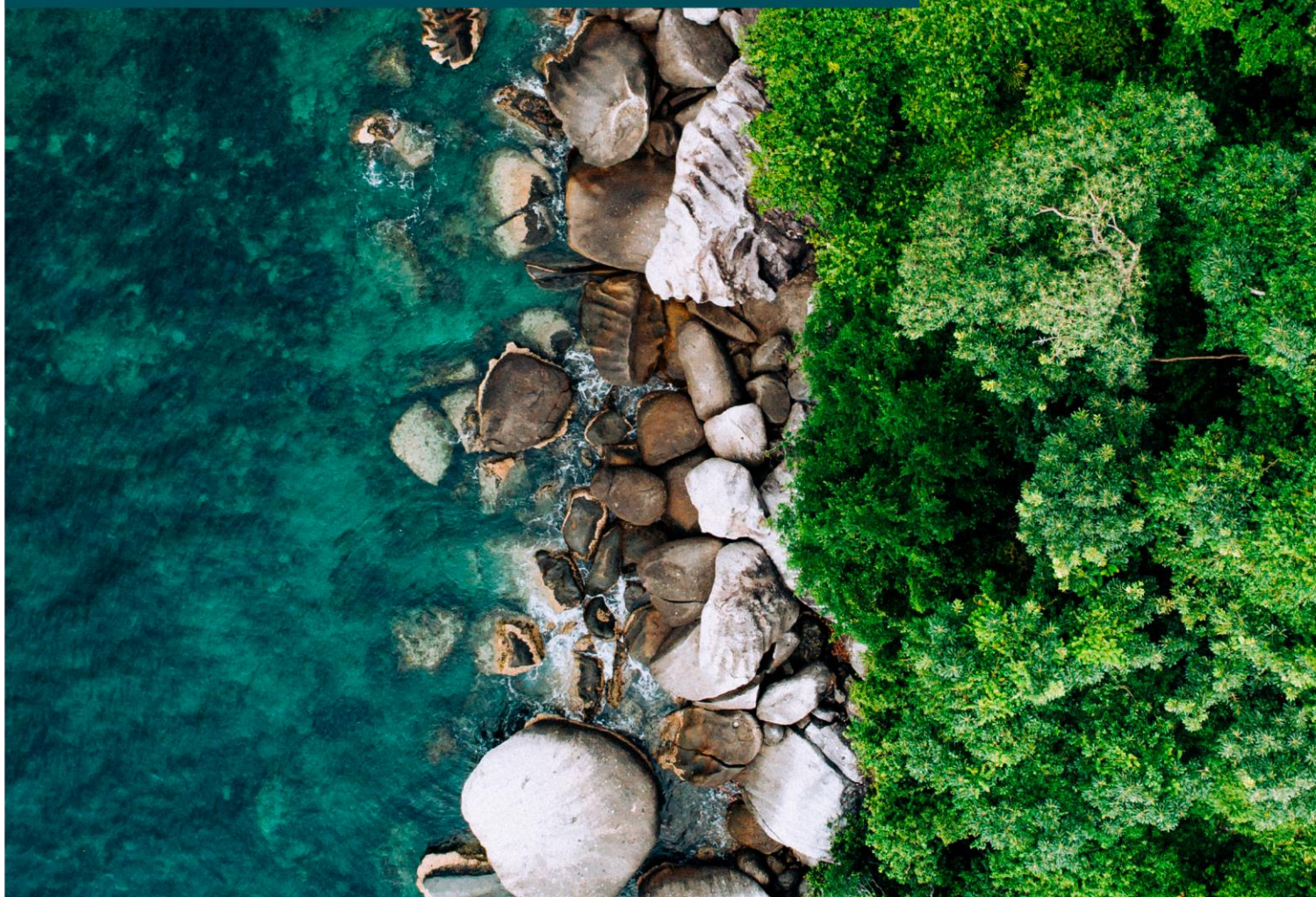


# BI Markedssyn

9. oktober 2024

**BANK INVEST**

Handler  
med omtanke



## Indhold

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



## Indledning

Vores basecase er det samme som sidste måned: Den globale økonomi er på vej ind i en blød landing. Væksten i USA holder sig positiv og vi kommer **ikke** til at se negativ beskæftigelsesvækst.

Om noget synes vores base case på marginalen at være lidt defensivt. For det seneste data vi har fået ind fra USA, synes næsten at indikerer vi ser et opsving. Hvor længe det består er dog usikkert.

Vores base case er ikke afspejlet i institutionelle investorers allokering. Rundspørger og markedsbaserede indikatorer viser begge, en relativt neutral allokering til aktier. Dette som følge af den stadig store frygt for en forestående recession. I takt med at denne frygt lægger sig, forventer vi at se investorer søge ind i aktier.

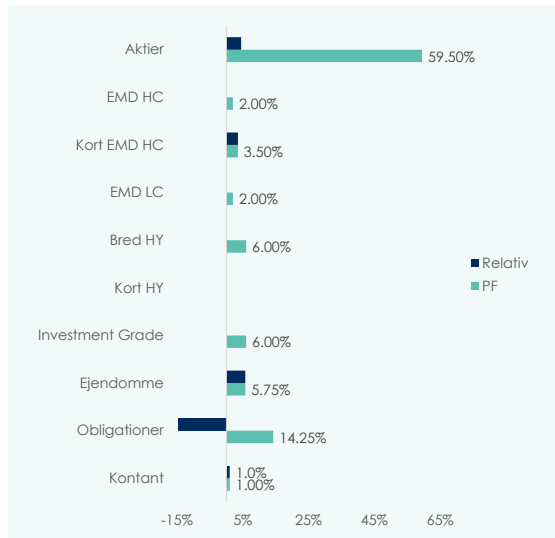
Vores regimeindikator er svunget ind i det vi kalder recovery. En fase karakteriseret af høj men faldende recessionssandsynlighed. Vi har derfor øget vores allokering til cykliske aktier. Porteføljerne ligger således allokeret på samme måde som ved indgangen af 2024.

Der er naturligvis mange usikkerhedsfaktorer over den kommende måned. Ikke mindst i form af det amerikanske valg. Vi ser dog ikke noget udfald som værende katastrofalt for aktier. Dette så længe at væksten i USA holder sig stærk. Derfor forventer vi at gå ind i en stærk afslutning af 2024.

## Allokering

Porteføljerne er overvægtede aktier. Porteføljerne er også overvægtede mere cykliske aktier.

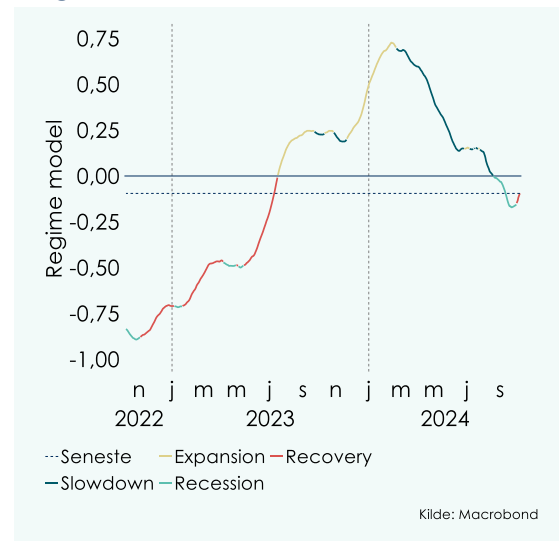
### Relativ og absolut allokering af modelporteføljen



Det har været volatile markeder. Der har været store bevægelser på et indeksniveau. Der har været store bevægelser under overfladen også. Derfor har vi haft en travl periode i porteføljerne. Det er vores forventning, og forhåbning, at vi nu går en stabil periode i møde. En periode hvor aktier vil stige, og hvor vi vil være vidne til en cyklisk underliggende rotation.

Vi følger vores regelbaserede investeringsproces. Den er bundet op på vores regimeindikator. Den har os i den fase vi kalder Recovery. En fase der er kendetegnet ved en høj recessionssandsynlighed. Dog en sandsynlighed der er faldende.

## Regimemodellen er i recovery

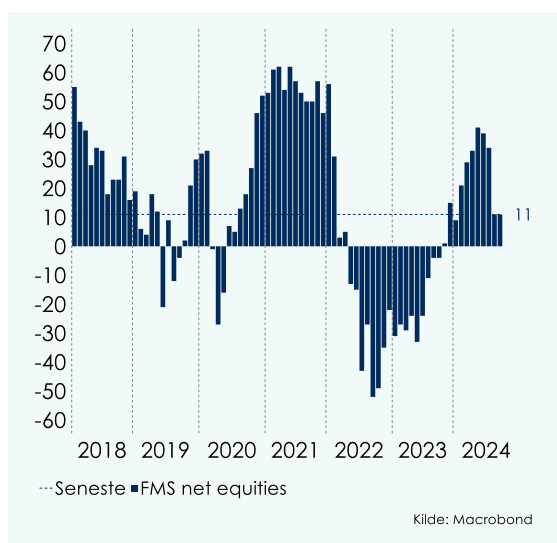


Vi anser ikke dette som værende kontroversielt. Over sommeren var recessionssandsynligheden høj. Men sidenhen har stabilt makro, og den store FED rentesækning, taget toppen af frygten for en recession. Forsætter makro med at bedres over de kommende par måneder, forventer vi at vi går ind i en vækstaccelerationsfase. Det vi kalder Expansion.

Fasen kommer sandsynligvis ikke til at være lang. Men den kunne sagtens række et par måneder ind i 2025. Den kommer ikke til at være lang, fordi vi i tiden efter Corona har set at markederne hurtigere end normalt, svinger fra det ene til det andet scenarie.

Kombineret med dette, bemærker vi at investorpositioneringen ikke synes aggressiv. Bank of Americas Fund Manager Survey indikerer at institutionelle investorer ikke er signifikant overvægtet aktier.

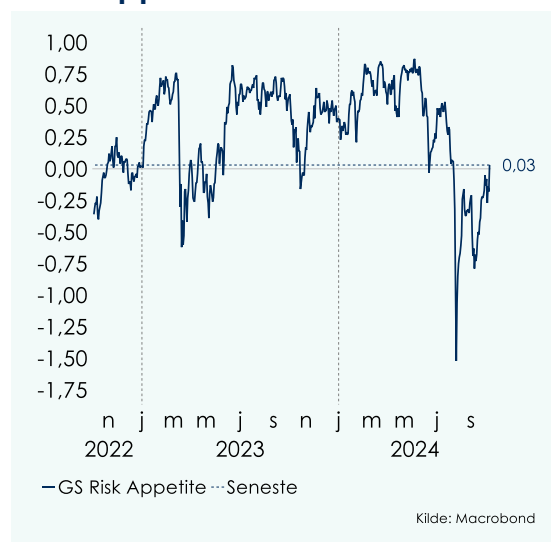
## Begrænset risikotagning hos de institutionelle investorer



Vi forventer at disse investorer vil søge ind i aktier over de kommende par måneder. Dette i takt med at recessionssandsynligheden falder. På denne måde vil 2024/2025 minde om 2020/2021. En periode der også var kendetegnet ved usikkerhed omkring væksten og en begrænset risikotagning.

Som en yderligere illustration på at der er rum for aktier at stige, kan vi se på Goldmans risikoappetit indikator. Denne ligger på overraskende lave niveauer.

## Risikoappetiten forbliver lav

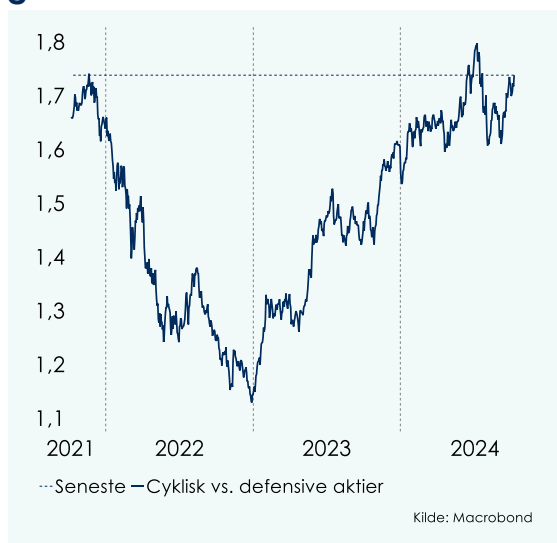


Overraskende i lyset af at aktier ligger tæt på all-time highs.

Samlet set ser vi målt på disse parametre ikke nogen hindring for at aktier kan løbe højere over afslutningen af 2024. Også selvom de handler på høje niveauer relativt til den forventede indtjening.

Der hvor der er højst potentiale for stigninger er dog ikke på et samlet indeksniveau. Det er under overfladen på aktiemarkedet. For cykliske aktier ligger stadig, relativt til defensive aktier, under den top der blev sat i juli. I takt med at recessionsrisikoen mindskes er det især en cyklisk rotation vi forventer vil materialisere sig.

## Vi forventer at se kraftig outperformance af cykliske aktier gående ind i 2025



Intra-aktier har vi allokeret op i det vi kalder Expansions aktier. Det er cykliske aktier som også scorer højt på vækst. Disse aktier skal klare det godt i et scenarie hvor recessions sandsynligheden er høj, men faldende.

Hvis vi skal samle alt ovenstående, er vi kvalitativt, og kvantitativt, pro-risiko gående ind i afslutningen af 2024. Der er mange usikkerhedsmomenter stadigvæk. Men det er vores forventning disse vil fade, og at aktier i denne proces vil stige til nye rekord niveauer.

## Makro og markederne

**USA:** Væksten trander ned, men vi forventer ingen recession over de kommende 12 måneder. Inflationen trander nedad, og er på vej mod intervallet 2-2,5% i H1 2025.

**Eurozonen:** Væksten er fortsat lav, men rentenedsættelser giver medvind ind i 2025. Kerneinflationen er på mod 2-2,5% i H1 2025.

**Kina:** Væksten er mere moderat efter kinesiske standarder. Finans- og pengepolitisk stimulus kan afhjælpe problemer med den indenlandske økonomi.

**FED:** Første prioriteten er nu arbejdsmarkedet, mens inflationen er under bedre kontrol. Den korte rente blev sat ned med 50bp og skal yderligere 50bp ned over resten af 2024.

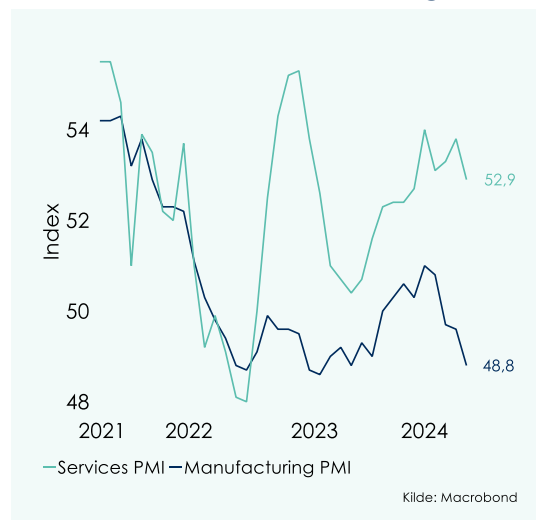
**ECB:** 2 yderligere rentenedsættelser i år. Ned omkring 2% i 2025.

**Obligationer:** Recessionsfrygten er mindsket, og har sendt 10-årige amerikanske renter på 4,02% og 10-årige tyske renter på 2,24%. Vi ser fair value på 3,5-4,5% i USA og 2-3% i Tyskland. Vi forventer en stejlere rentekurve, primært drevet af fald i de korte renter.

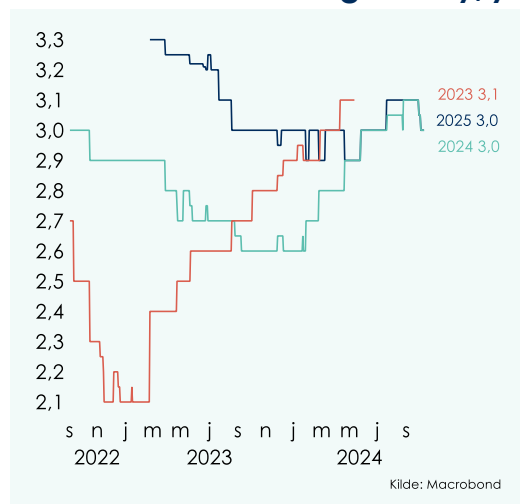
**Aktier:** Trenden er højere. Recessionsfrygten er mindsket. Volatilitet hen over amerikansk valg.

Konjunkturbarometre for den globale økonomi giver fortsat blandede signaler. Servicesektoren viser fremgang, mens industrien er presset. Samlet set er det fortsat positivt for den globale økonomi. Væksten forventes at blive ca. 3% i 2024 og 2025. Vi er konstruktive på udvikling og ser gode perspektiver fremadrettet. Inflationen er faldende globalt, realindkomsterne er stigende, gælden forbliver på niveau ift. BNP og energipriserne er fortsat lave trods geopolitisk uro. Olien er steget 71 USD per tønde, hvilket er moderat trods uroen. Det er gode nyheder for verdensøkonomien, at priserne forbliver på lave niveauer.

## Globale PMI's: Blandede signaler



## Forventet BNP-vækst globalt y/y%

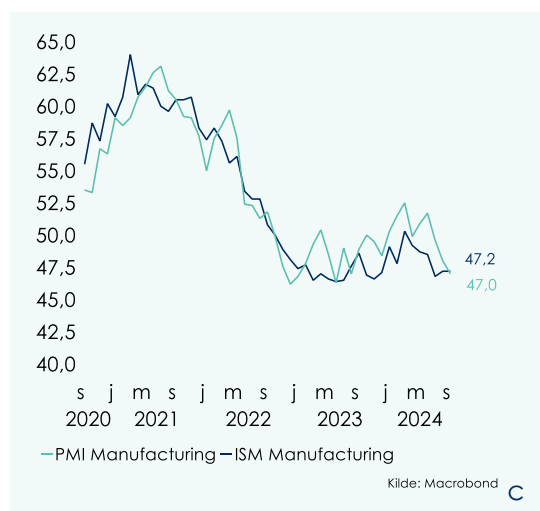


## USA

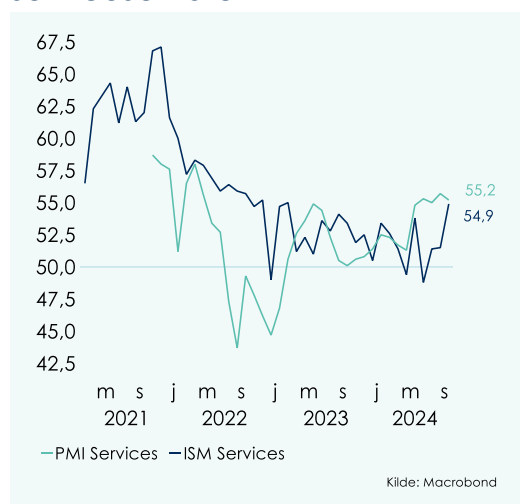
Divergensen mellem industri og service er tydelig i de amerikanske konjunkturbarometre. Signalforvirring mellem ISM og PMI Services er væk. For industrien er niveauet omkring 47, mens det for service er omkring 55. Industrien har fortsat haft det svært post Corona, mens servicesektoren fortsætter fremad ufortrødent. Det ses i jobskabelsen, hvor langt de fleste nye jobs skabes i services, herunder i sundhedssektoren. I privatforbruget er samme tendens, med højere vækst i forbruget på services, mens der er en lavere vækst i vareforbruget. Industrien er mere

kapitalintensiv end servicesektoren, hvorfor lavere renter kan give medvind til industrien.

### ISM & PMI for industrien ligger pænt under 50



### ISM & PMI peger på solid fremgang i servicesektoren



BNP-estimer fra Atlanta og New York FED peger fortsat på klar fremgang Estimerne for Q3 ligger på 2,5% og 2,8%. Det er rigtig pæne niveauer, langt fra recession.

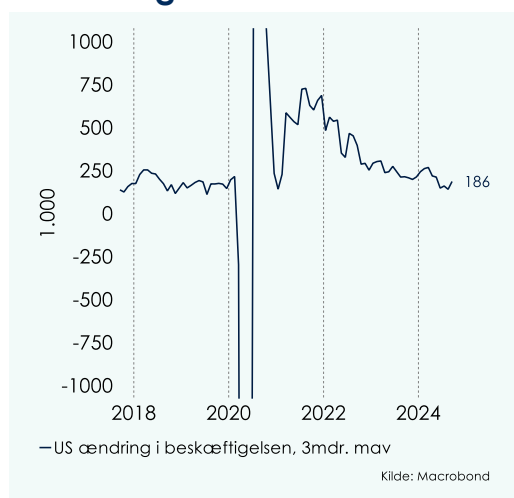
### Atlanta Fed og NY Fed Q3 BNP-estimer ligger fortsat pænt



Afmatningen på arbejdsmarkedet har været tydelig. Beskæftigelsen stiger fortsat måned for måned, men tempoet er lavere. Tempoet er hvad vi så før Corona krisen, så frem for en opbremsning i arbejdsmarkedet, er det en normalisering. Nonfarm Payrolls steg med 254.000 i september, op fra 159.000 i august. Det 3-måneders gennemsnit er på 186.000, hvilket er pænt. Arbejdsløsheden er faldet til 4,1% efter den i august var oppe på 4,3%. Det er betydeligt over bunden på 3,4% som blev sat sidste år. Antallet af jobannoncer er faldet kraftigt (JOLTS), senest var der en stabilisering, men niveauet befinder sig fortsat højere end før corona. Der er dog ingen tvivl om afkølingen af arbejdsmarkedet, og hvad retningen har været de seneste måneder. Færre opsiger deres job og virksomheder ansætter færre, ligesom faldende interesse for at rekruttere i erhvervsbarometre (senest ISM Services). Så vi befinder os i en afkøling af arbejdsmarkedet, men det er vigtigt at pointere, hvilke niveauer vi kommer fra. Vi forventer, at vi begynder at se en stabilisering, og vi tror på fremadrettet på en positiv jobvækst.

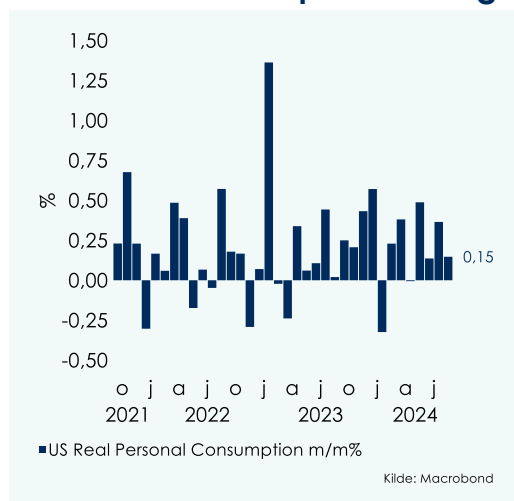


## Beskæftigelsesvækst tender ned, men tilbage til normalen



Vi noterer os, at realvæksten i privatforbruget fortsat er på et fint niveau. De sidste 3 måneder ligger snittet på ca. 0,2% m/m, som svarer til omtrent 2,5% annualiseret. Det er en fornuftig kadence, som kan aftage, men bestemt heller ikke er urealistiske niveauer.

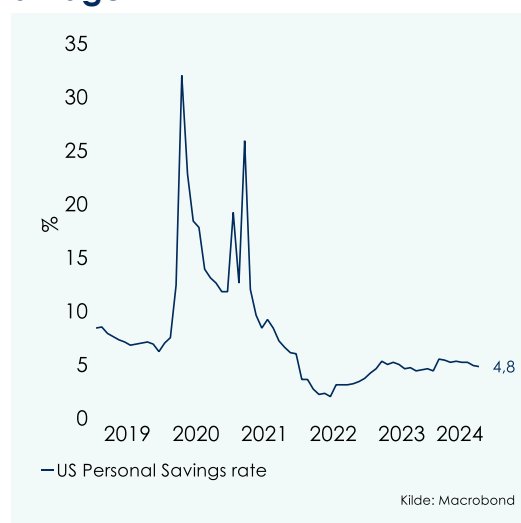
## Fortsat realvækst i privatforbruget



Opsparingsraten er ikke på så lave niveauer som hidtil antaget. Seneste BNP revidering, opreviderede indkomsterne, som viser at opsparingsraten er nærmere 5% frem for 3% som tidligere antaget. Det er lavere niveau end før coronakrisen, men har været relativt

stabil over de seneste 2 år. Det giver lidt luft til forbrugsvæksten fremadrettet, der sammen med de stigende realindkomster gør, at vi forventer en realvækst i privatforbruget på omtrent 1,5-2% annualiseret i Q4 og Q1. Det er fortsat en drivfaktor i økonomien (privatforbruget udgør ca. 68% af BNP), hvilket er medvirkende til, at vi ser konstruktiv på væksten.

## Opsparingsraten højere end først antaget



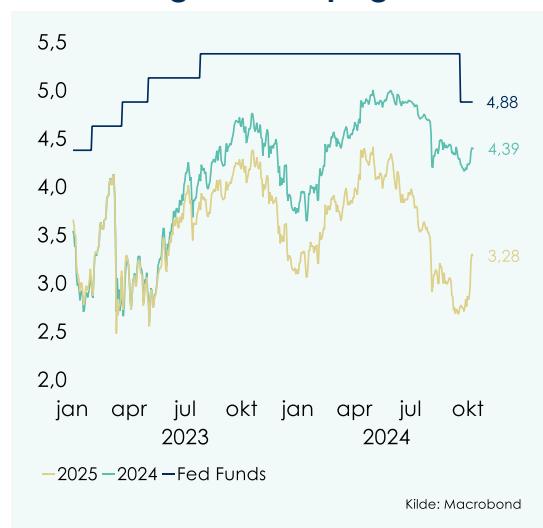
Kerneinflationen var senest på 0,3% m/m i august, der vidner om, at der stadig er inflationære tendenser i økonomien. Det handler mest inflationen relateret til boligområdet. Vi forventer de månedlige stigninger bliver mere afdæmpede i den kommende tid. Niveaulet over de seneste 3 måneder er på et fint niveau for FED.

## Core CPI 3m annualiseret stigning



FED har ændret kommunikation, og rettet fokus over mod arbejdsmarkedet. Inflationsbekymringerne er afdæmpet og røget i baggrund, da den værste kamp mod inflationen er vundet.

## Forventninger til FED peger ned



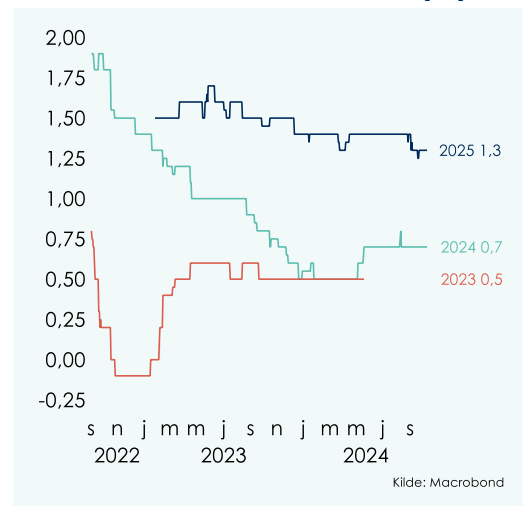
Rentenedsættelserne handler om at understøtte den økonomiske udvikling. På seneste møde overraskede FED med 50bp, hvilket er en anerkendelse af, at den nuværende pengepolitik er restriktiv og de prøver ikke at komme på bagkant. Markedet forventer rentenedsættelser for 50bp i 2024, hvilket er i tråd med vores forventning. I løbet af 2025 forventer vi, at

den korte rente kommer ned i niveauet 2,75-3,25%.

## Eurozonen

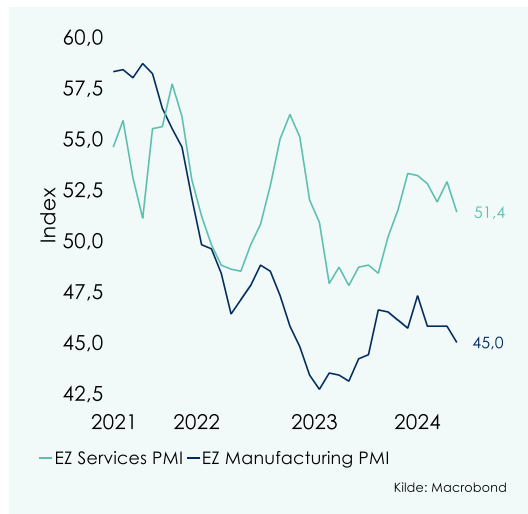
Fremgangen i Eurozonen er fortsat moderat. Væksten forventes at være 0,7% i år. Udsigterne for 2025 er mere opmuntrende, hvor væksten forventes at være 1,3%. Det ville være et vigtigt løft, og vi vurderer det sandsynligt. Cocktailen af lavere inflation og renter, vil gavne den ellers trængte økonomi.

## Forventet euro BNP-vækst y/y%

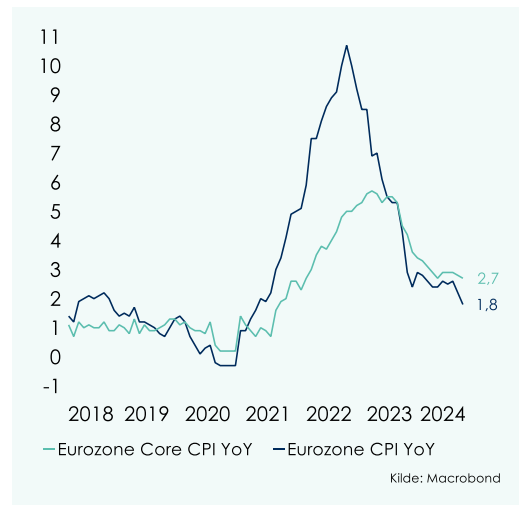


Konjunkturbarometrene peger ligeledes på divergens mellem industrien og servicesektoren som i USA. Det er servicesektoren som driver økonomien fremad, som er et globalt fænomen vi ser. Industrien er hårdt presset, og konjunkturbarometrene peger mod en fortsat presset tid. Det er i den grad illustreret ved den tyske industri, der kæmper med bil- og kemikalieindustri.

### Eurozone PMI-indeks



### Eurozone inflation y/y%



### Tysk industri i krise



### ECB: Rentesænkninger er i gang

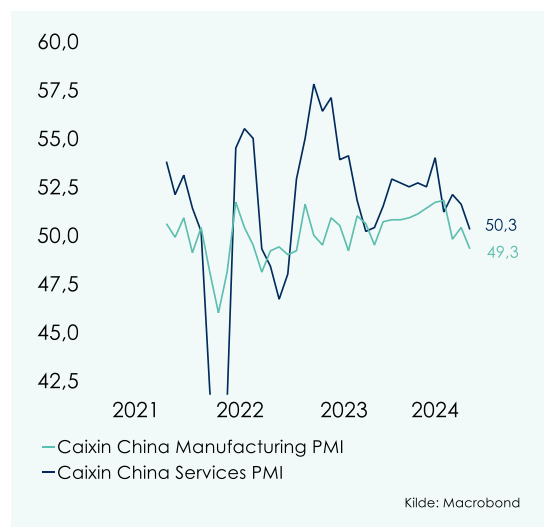


Kerneinflation viser fortsat træghed, og falder ikke for alvor ned mod 2%. De seneste 3 måneder har niveauet været omkring 0,2-0,3% m/m, hvilket er for højt. Den årlige stigning i headline inflationen er nede under 2%. Inflationsforventninger peger nedad, lønvæksten ser ud til at have toppet og den økonomiske vækst er beskeden. Alt sammen medvirkende til, at ECB fortsat kan sætte renterne lavere ned. Vi forventer yderligere rentenedsættelser for 50bp i år ligesom markedet. I 2025 forventer vi, at den korte rente skal ned omkring 2%.

### Kina

Kinesisk økonomi viser blandede tendenser. Industrien vokser stødt, senest med 5% y/y. Caixin PMI peger på lille fremgang i servicesektoren, mens fremstillingssektoren ser ud til at have mindre fremgang. Kina har nogle udfordringer. Ejendomsmarkedet er presset med fald i boligpriserne, omsætningen på boligmarkedet og i ejendomsbyggeriet. Kreditvæksten har været negativt, og den indenlandske efterspørgsel er lav.

## Kinas Caixin PMI



nuværende problemer. Især det kinesiske boligmarked kræver indsprøjtninger.

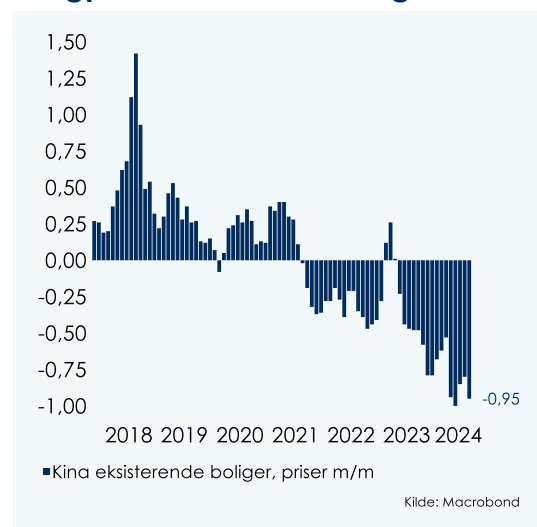
## Kina: Lønindkomst stiger moderat



## Kinas industriproduktion vokser



## Boligpriserne falder stadig



De disponible indkomster stiger med omtrent 5%, hvilket er moderat for kinesiske standarder. Den gode nyhed er, at inflationen er omkring 0, hvilket betyder en stor fremgang i købekraften. Frygten er én deflationsspiral, så forbrugerne udskyder forbrug i forventning om lavere priser på varer og services. Den seneste finans- og pengepolitisk stimulus vil dog afhjælpe problemstillingen.

## Obligationsrenterne

Obligationsrenterne er steget fra de bunde vi så i august og september, da recessionsfrygten var værst. Vi forventer på længere sigt, at FEDs korte rente skal stabilisere sig omkring 2,5-3,0%. Det vurderer vi som et fair niveau for den 'neutrale rente'. Der skal være en præmie på de lange renter, så vi vurderer fair value på en amerikansk 10-årig, er omkring 3,5-4,5%.

De finansielle markeder har taget godt imod tiltagene. Spørgsmålet er hvorvidt det er nok? Vi forventer, at der skal komme yderligere tiltag for Kina, kommer ud af de

## 10-årige statsrenter i US, GE, DK

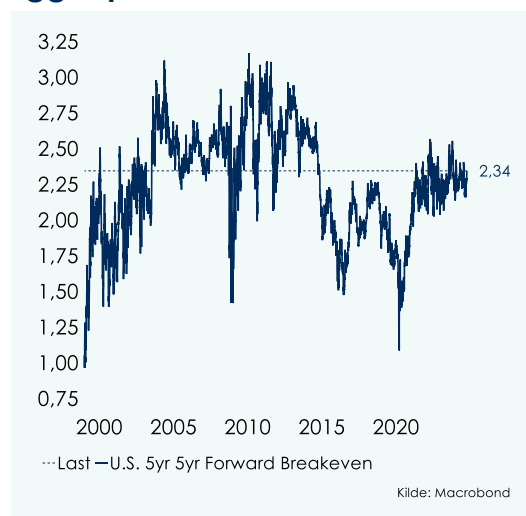


Hvis inflationsforventninger forbliver i niveauet 2-2,5%, vil det betyde en forventet realrente på 1,5-2,5%. Det vurderer vi som et fair niveau. I øjeblikket befinder den 10-årige rente i USA sig på 4,02%. Det er midten af intervallet, som vi vurderer som et fair niveau. Vi forventer en stejlere rentekurve, som primært bliver drevet af, at de kortere renter falder. Vi forventer ikke noget større fald i de længere renter. En eventuelt recession, vil drive lange renter lavere, men det er ikke vores hovedscenarie.

Det amerikanske præsidentvalg er en risikofaktor for renteniveauet. Det mest bearish for renter, ville være en sejr til Trump, samt en sejr til republikanerne i både Senatet og i Repræsentanternes Hus. 'Trumponomics' kan blive genindført med skattenedsættelser, højere vækst og inflation.

Hvis Harris vinder og vi får en splittet kongres, så ser vi det som det mest positive scenarie for obligationer. En strammere finanspolitik vil Harris have som mål, men grundet den splittede kongres vil der være mindre dynamik i den økonomiske politik.

## USA: Inflationsprisindeksen i markedet ligger på moderat niveau



### Aktiemarkederne

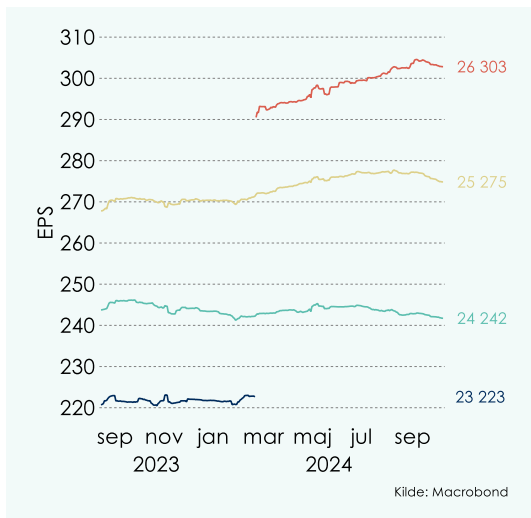
Aktiemarkederne er kommet igennem den øgede recessionsfrygt, og fortsat ufortrødent. Afkastet på MSCI AC World i danske kroner ligger på 18,5%, hvilket er det højeste for året. Trods de seneste små afbøjninger i EPS forventninger, så er fundamentet solidt. Aktiemarkedet har i det seneste periode vist en større volatilitet trods vi ligger tæt på all time highs.

### Afkast på MSCI AC World ÅTD

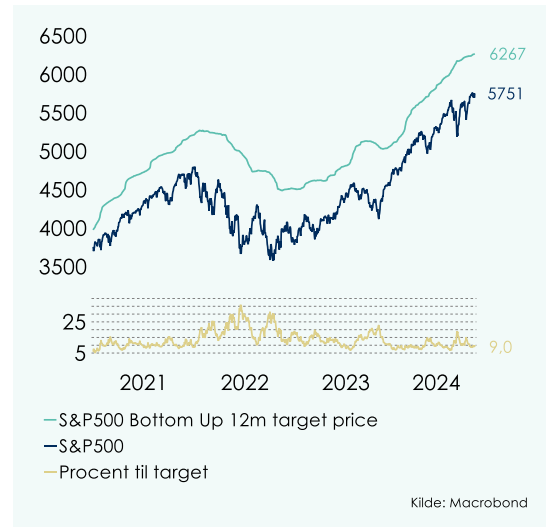




### S&P500 EPS forventninger USD



### S&P500 kurstarget 12m (bottom up)

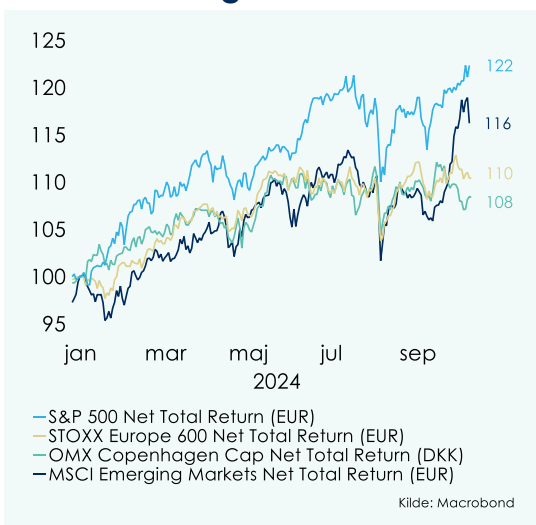


Det amerikanske præsidentvalg og krigen i Mellemøsten kan give øget volatilitet i den kommende periode. Vi vurderer, at det mest 'bullish' for aktiemarkedet vil være en ren republikansk sejr i Det Hvide Hus og i Kongressen. Det vil give de bedste rammer for erhvervslivet i USA, samlet set. Det ville dog få nogle konsekvenser, fx virksomheder afhængige af import fra Kina pga. nye importafgifter. IRA (Inflation Reduction Act) kan potentielt blive trukket tilbage, og dermed forsvinder en del tilskud til grønne investeringer. Olieselskaber vil derimod få medvind.

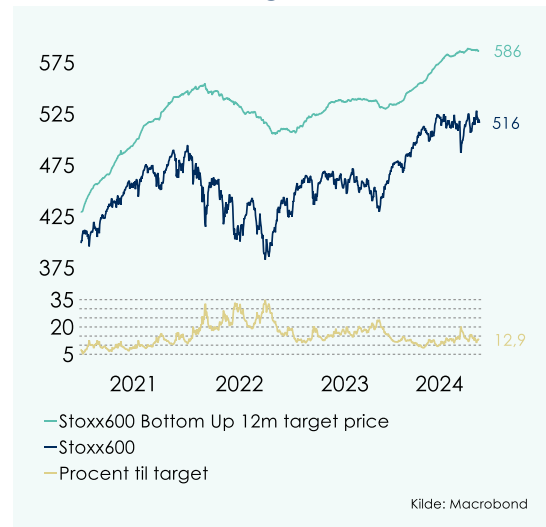
Det mest bearish vil være en sejr til demokraterne i begge kamre, og dermed en risiko for højere skatter på erhvervslivet og på mere velhavende personer, samt øget regulering.

Valget er på nuværende tidspunkt ekstrem tæt, og det er svært at forudsige hvem der vinder valget. Vi fortsat konstruktive på aktiemarkedet over de kommende 6-12 måneder. Valgresultatet kan give væsentlige afkastforskelle på tværs af aktiesektorer og aktieregioner.

### US aktier stadig i front ÅTD



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