

BI Markedssyn

9. november 2023

BANK INVEST

Handler
med omtanke



Indhold

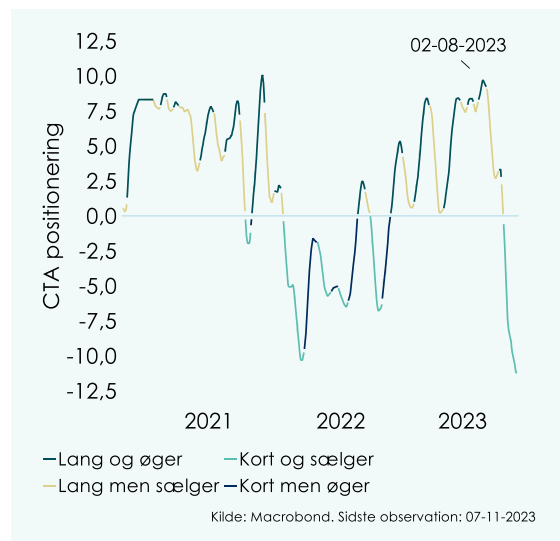
Indledning.....	2
Makro og markederne	4
Allokering.....	11
Sammenfatning.....	12

Indledning

Vi fastholder, og har fastholdt, vores overvægt til aktier. Vi har også fastholdt vores eksponering mod aktier som skal klare det godt i en økonomisk fremgang.

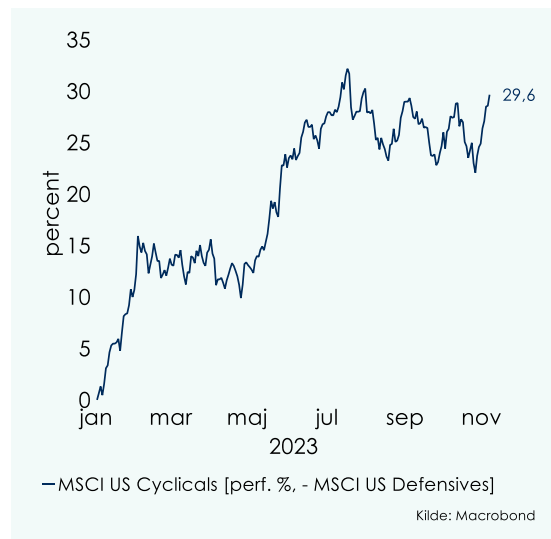
Det har været en lang korrektion. Det har været en korrektion som i vores øjne ikke har været drevet af et ændret vækstbillede. Om noget synes væksten stærkere nu end hvad den gjorde, isoleret set, ultimo juli. Korrektionen har i vores øjne primært været drevet af positionering og et meget negativt sentiment. CTA-fonde er f.eks. gået fra at have været lang aktier til nu at ligge kraftigt undervægtet.

CTA-fonde har været en del af forklaringen på den meget lange korrektion i aktier



Tesen om at det har været systematiske strategier som har ligget bag korrektionen understøttes af at vi ikke har set nogen nævneværdig rotation i markedet. Faktisk ligger cykliske aktier, relativt til de defensive, i toppen af det range der har domineret siden juli måned.

Cykliske aktier har IKKE underperformat de defensive aktier over korrektionen



Havde det virkelig været frygt for en kommende recession havde vi forventet at også de underliggende dynamikker i aktiemarkedet havde set værre ud end hvad de rent faktisk gør.

Desværre er makro blevet forværret over oktober måned. De seneste målinger på ISM og non-farm har trukket vores overraskelsesindikator ned til niveauer sidst set sidste forår.

Vi ser store negative makrooverraskelser i USA



Ovenstående betyder at vi har fået usikkerhed omkring styrken på makro. Det betyder også at det bliver alt svære at spå om hvorvidt 2024 bliver et recessions- eller et opsvings år.

Taktisk så er de svagere end ventede nøgletal positive for aktier. Dette da det har skubbet prisningen af FED i en mere dovish retning, hvilket igen har trukket lange renter ned, hvilket ultimativt har trukket Growth aktier op.

Om end vi er bekymrede for væksten, især deleleshed svækkelsen i ISM, så fastholder vi vores overvægt til risiko. Det primære argument er at vi stadig har et basecase om ingen recession, at positionering og sentiment er alt for negativt, og at tydeligere tegn på en vækstafmatning vil presse renter ned hvilket taktisk bør være understøttende for aktiemarkederne. Denne argumentation fungerer kun taktisk. Og den fungerer kun så længe vi har en negativ korrelation mellem renter og aktier.

Før vi strategisk kan sige om 2024 bliver et godt eller et dårligt år, har vi behov for mere

klarhed omkring vækstbilledet og momentum i USA.

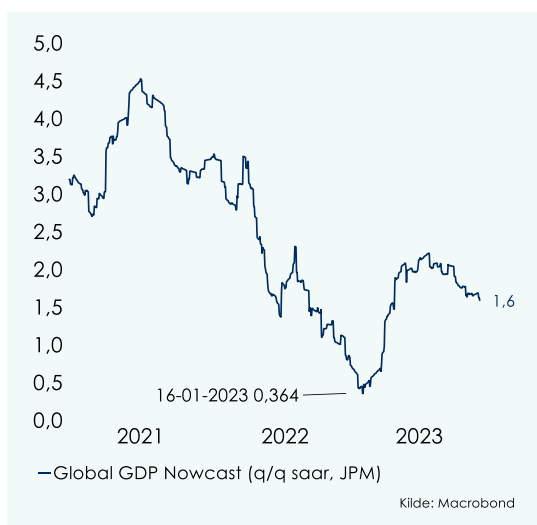
Med hensyn til FED og ECB er det vores forventning de begge er færdige med at hæve renterne. Markederne priser de første rentesænkninger over sommeren 2024. Vi er med det nuværende makro- og inflationsbillede relativt enige med markedsprisinde. Det betyder også at vi ikke forventer at FED og/eller ECB vil være modvind til aktiemarkederne over de kommende par måneder.

Samlet set ser vi et lidt usikre makrobillede end hvad vi gjorde for en måned siden. Dog fra et højere niveau end hvad vi så over første halvdel af 2023. Vi forventer en stærk afslutning på 2023 i takt med at sentiment normaliseres og det meget pessimistiske sentiment normaliseres. Hvad der så sker i 2024, bliver vi nødt til at vurdere senere når vi har mere klarhed omkring væksten og inflationen.

Makro og markederne

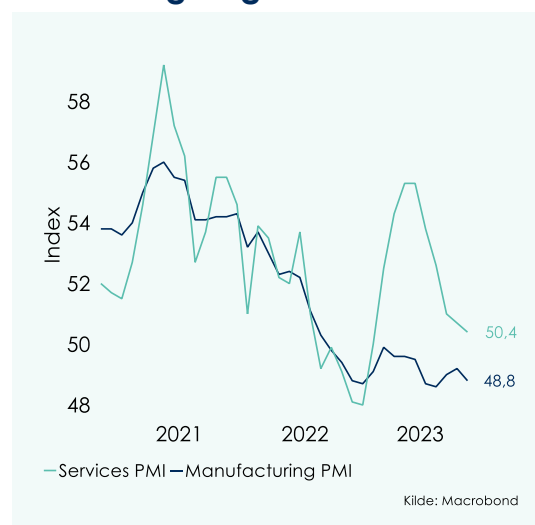
- USA: Tydelig 'Slowdown' i gang efter høj vækst i tredje kvartal. Blød landing mere sandsynlig end recession. Arbejdsmarkedet drejer i svagere retning. Inflationen trender fortsat ned
- Kina: Har kurs mod +5% vækst i 2023 - ikke så skidt endda - men fortsat store udfordringer i ejendomssektoren. Inflation er ikke et problem i Kina
- Eurozonen: Balancerer på kanten mellem stagnation og recession. Inflationen falder tydeligt
- Centralbanker: Faldende, men fortsat for høj inflation, sætter FED og ECB på HOLD i de kommende måneder. Fokus rettes i stigende grad mod, hvornår renterne skal sættes NED
- Obligationsrenter: Slowdown i USA, aftagende inflationspres og sidste renteforhøjelser bag os bør presse lange renter ned på længere sigt. Store budgetunderskud og QT er modvægte
- Aktier: Bedre stemning efter august-oktober korrektion. Både medvind og modvind p.t., men potentiale for højere kurser mod årsskiftet.

Global BNP Nowcast siver



Den globale økonomi er overordnet set præget af aftagende væksthastighed. Vi konstaterer, at PMI's for industrien ligger nede på sløje 48,8, mens PMI for services er faldet ned på 50,4. Det kan ikke omsættes direkte til globale vækstrater – men signalet er klart. Industrien slider, og fremgangen i servicesektoren som helhed er ikke nær så kraftig som i starten af 2023.

Globale PMI-indeks viser fald i services og stagnerende industri



USA: Den amerikanske økonomi overraskede klart positivt i Q3 med BNP-vækst på hele 4,9% q/q saar eller ca. 1,2% q/q. Både privatforbruget (1% q/q) og de private investeringer (+2,1% q/q) trak godt igennem. Konsensus peger nu på BNP-vækst på 2,3% i 2023, markant højere end forventet primo året (0,3%). Men her slutter festen også. Svagheden i industrien fortsætter: seneste ISM Manufacturing overraskede på nedsiden med et fald til 46,7 fra 49. ISM Service strøg ned på 51,8 fra 53,6.

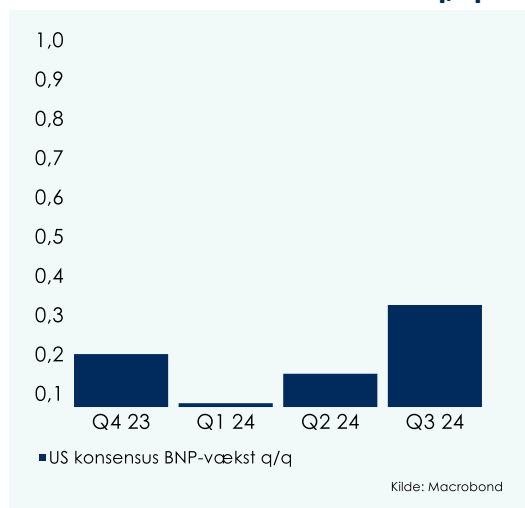
Meget vigtigt er der også tegn på, at arbejdsmarkedet drejer i svagere retning:

- Væksten i beskæftigelsen er på vej ned: Seneste Nonfarm Payrolls viste en stigning på 150.000; de sidste 3

måneders gennemsnit ligger på 204k, de sidste 12 måneder på 243k

- Arbejdsløsheden er stigende, både i procent og i absolut antal personer: Den seneste procent hedder 3,9%, hvilket er op fra 3,4% i januar 2023
- Antallet af registrerede arbejdsløse i arbejdsstyrken ligger nu på 6,5 mio., op fra 5,6 mio. i april
- Continuing Claims: Antallet af arbejdsløse på understøttelse er let stigende til senest 1,8 mio., op med knap 200k de sidste par måneder
- Den såkaldte Quit Rate er faldende, dvs. andelen af personer, der siger et job op for at tage et nyt
- Consumer Confidence: Jobs Plentiful – Jobs Hard to Get er faldende, men fra et højt niveau der afspejler, at det fortsat er rimelig let at finde et nye job
- JOLTS, antal af jobannoncer, trender nedad men fra et meget højt niveau.

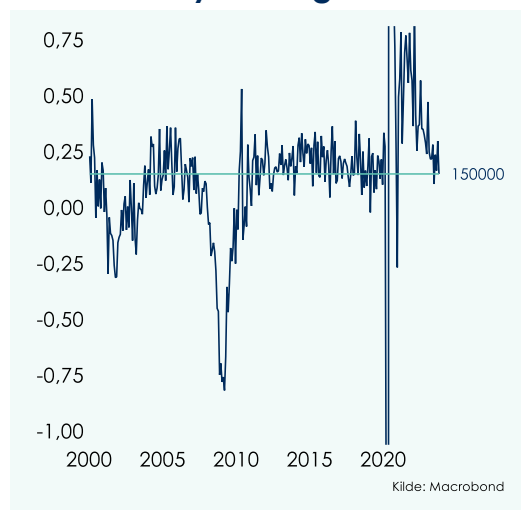
Forventet BNP-vækst i USA q/q%



Risikoen er selv sagt, at afmatningen på arbejdsmarkedet tager til. Det vil få konsekvenser for privatforbruget, der er den helt store drivkraft i den amerikanske økonomi. Det hele handler i høj grad om, hvor hårdt den strammere pengepolitik og høje markedsrenter slår igennem på virksomhederne og husholdningerne. Det er

der ingen, der rigtig ved. Konsensus peger på en form for blød landing med forventet BNP-vækst på 0,2% q/q i Q4 og 0,3% i Q1, og herefter 0,6% i Q2. Det må siges at være en blød landing. Der er dog en hel del, der frygter et værre scenarie, altså en mærkbar recession. Vi hælder selv til den bløde landing og kan godt se væksten komme ned nær 0-punktet i et af de kommende 2-3 kvartaler. Perspektivet for 2024 er sandsynligvis en beskeden BNP-vækst og ikke en gentagelse af den overraskende pæne fremgang i 2023.

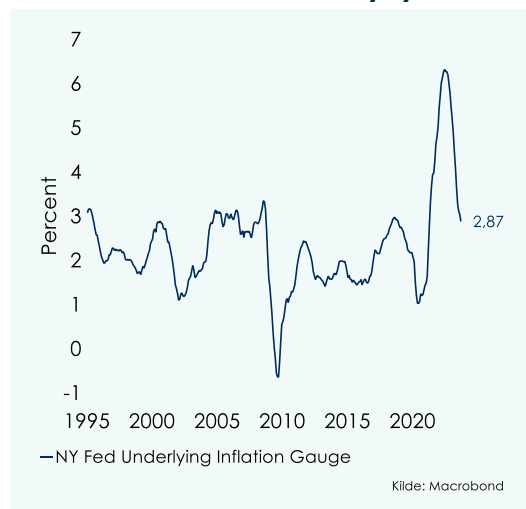
Nonfarm Payrolls stiger mindre



..arbejdsløshedsraten stiger nu



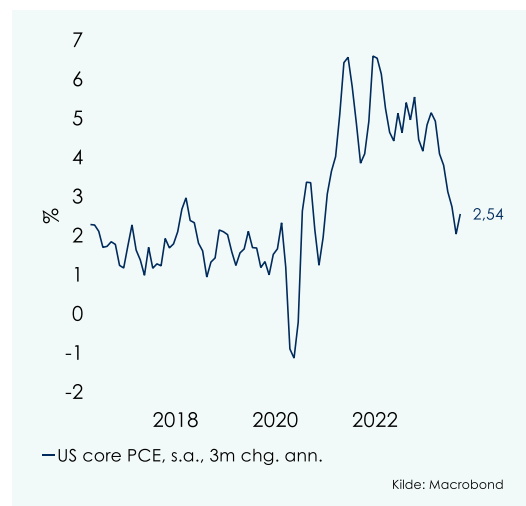
Inflationen falder i USA y/y



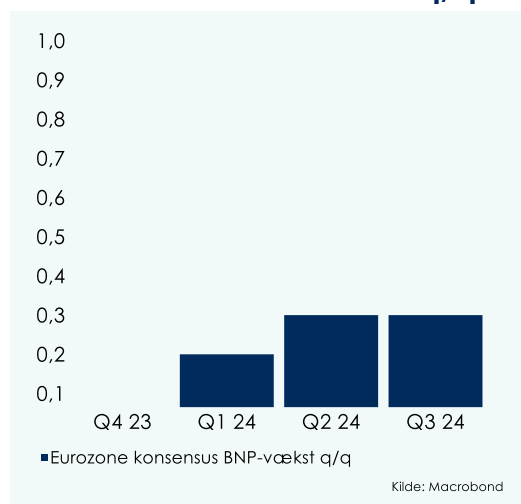
På inflationsfronten er trenden også klart faldende. Vi noterer os, at core PCE y/y senest er nede på 3,7%, ned fra en top på 5,6% i 2022. Målet er ca. 2%, som nu er inden for rækkevidde i løbet af 2024. Vi regner med, at core PCE y/y rammer området 2,5% i foråret/sommeren 2024 og lander nede mellem 2-2,5% y/y mod slutningen af 2024. Risikoen er stigende løninflation, men givet den begyndende svækkelse på arbejdsmarkedet tror vi, at risikoen er lav. Den faktiske lønstigningstakt er også klart faldende.

Euroområdet: Området er inde i en form for

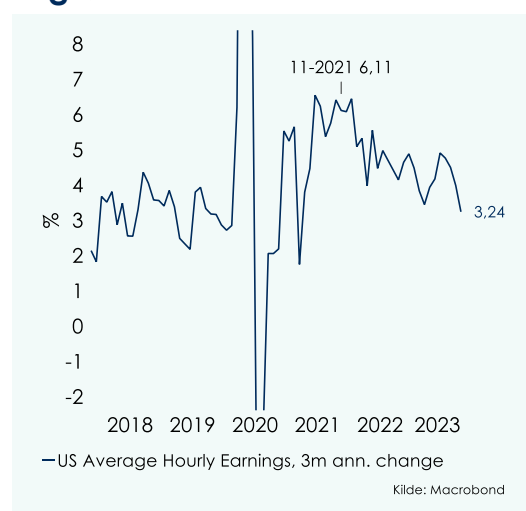
US core PCE 3m annualiseret



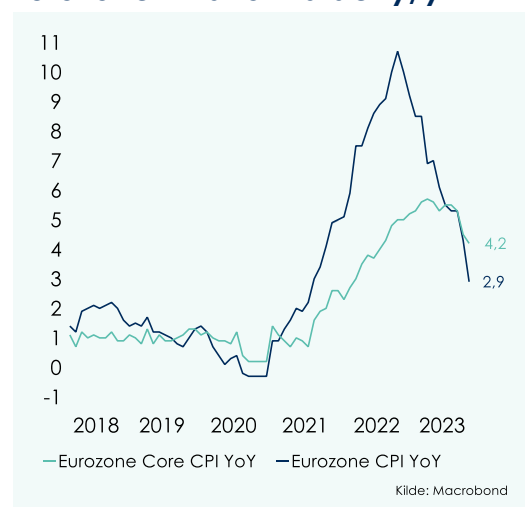
Forventet euro BNP-vækst q/q%



..og løninflationen falder

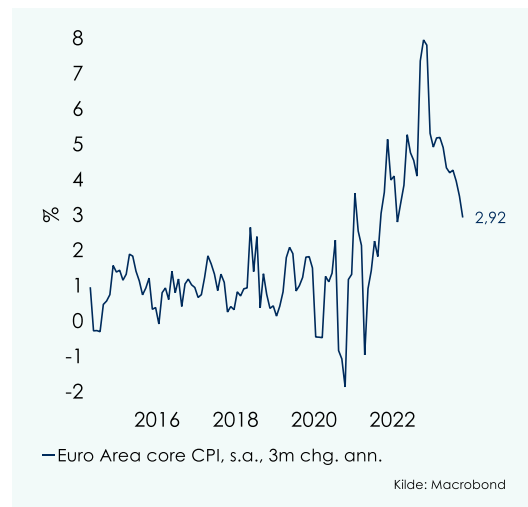


Eurozone inflation falder y/y



stagnationsfase. Faktisk viser de foreløbige væksttal for Q3 et svagt tilbagefald på 0,1% q/q, der følger en vækstfremgang på bare 0,2% i H1 2023. Konsensus peger på nulvækst i Q4 og herefter et lille plus på 0,2% i Q1 og 0,3% i Q2. Risikoen ift. de forventninger må nok siges at være på nedsiden. Vi tror ikke på en hård recession i eurozonen, men en let tilbagegang og en ringere vækstudvikling ift. USA er realistisk.

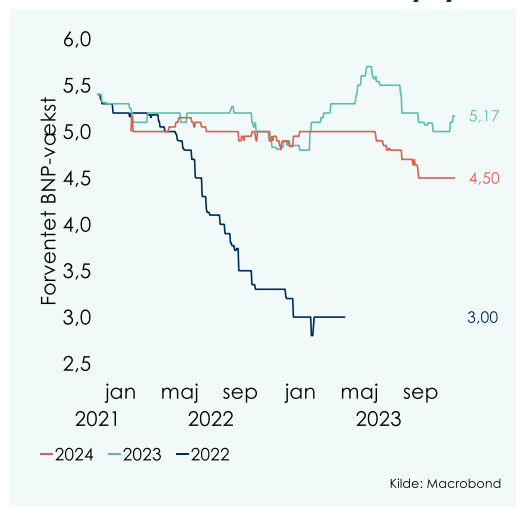
Eurozone core CPI 3m annualiseret



Den gode nyhed er, at inflationen også falder tydeligt i eurozonen. Core CPI y/y er nede på 4,2%, hvilket fortsat er dobbelt op ift. målet på (lige under) 2% i ECB. Vi hæfter os ved, at de sidste 3 måneders stigning i core CPI er nede på 2,9% annualiseret. Der er virkelig tale om en opbremsning i kerneinflationen nu. Vi forventer på linje med udviklingen i USA, at tendensen fortsætter ned.

Kina: Billedet af den kinesiske økonomi er noget blandet. IMF har netop opjusteret vækstskønnet for 2023 til 5,4% og 4,6% i 2024, begge op med 0,4pp. Vi kan også se, at 23-konsensus blandt økonomer nu hedder 5,2% efter at have været nede på 5%. Det er småting, men et konstruktivt signal. Vi synes ikke helt at kunne genfinde samme styrke i de løbende månedlige data. Fx ligger

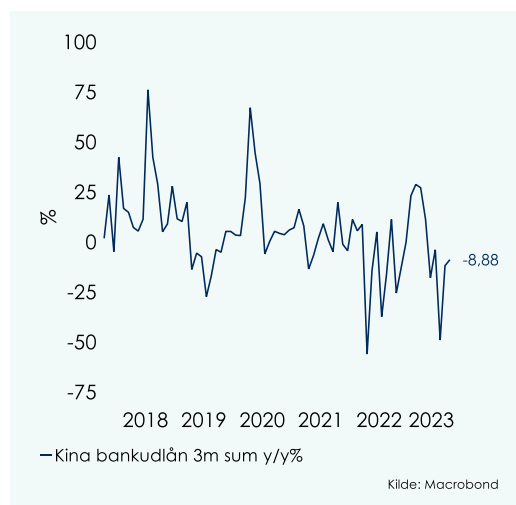
Kina forventet BNP-vækst y/y %



Kina industriproduktion y/y



Kinesiske banker udlåner mindre

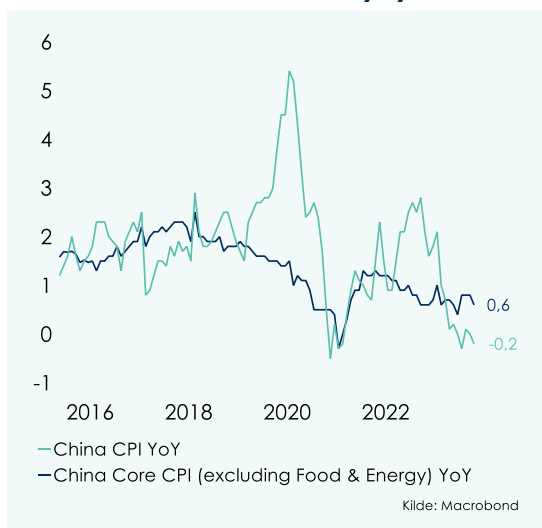


væksten i industriproduktionen på moderate 4,5% y/y i mængder. De sidste 3 måneders bankudlån ligger 9% lavere end samme periode sidste år. Salget af nye boliger ligger 3% lavere hidtil i år, målt ift. samme periode i 2022. Boligpriserne falder stadig m/m. Den lettere positive nyhed er, at husholdningernes disponible indkomster

Kina: Indkomsterne stiger y/y



Kina: Inflationen falder y/y

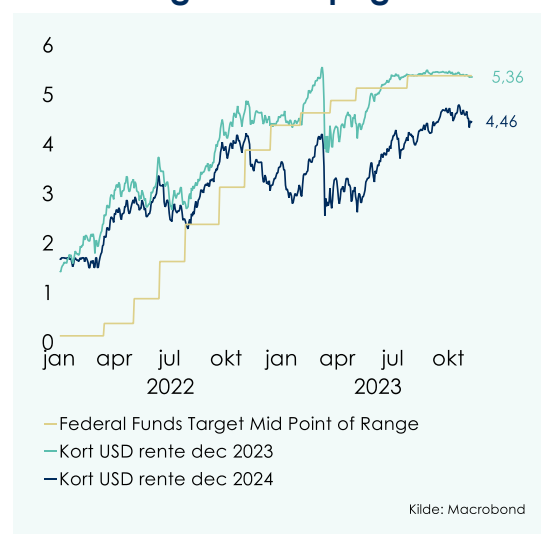


trækker opad, senest til 5,6% y/y. Det er en mindre stigning end i årene før corona, hvor niveauet var oppe på 7-8% y/y. Men det sker i en situation, hvor inflationen senest er nede på -0,2% y/y. Så det betyder en klar

fremgang i købekraften i reale termer. Nu skal vi bare have de kinesiske husholdninger til at tro mere på fremtiden, hvilket kan udløse en tydelig forbrugsfremgang.

Vi har ikke på noget tidspunkt forventet en større nedtur i Kina, endside et 'Lehman-moment'. Det er der heller ikke basis for nu. Den lave inflation i Kina styrker myndighedernes frihedsgrader i kredit- og finanspolitikken. Med en del bump på vejen er landet på vej mod en lavere trendvækst, der måske ligger nede på 3-3,5%. Der er store omstillinger i gang, herunder fra investeringer til forbrug, fra industri- til servicesamfund; det hele toppet op af en høj prioritering af teknologisk udvikling og grøn energiomstilling.

Forventninger til FED peger ned



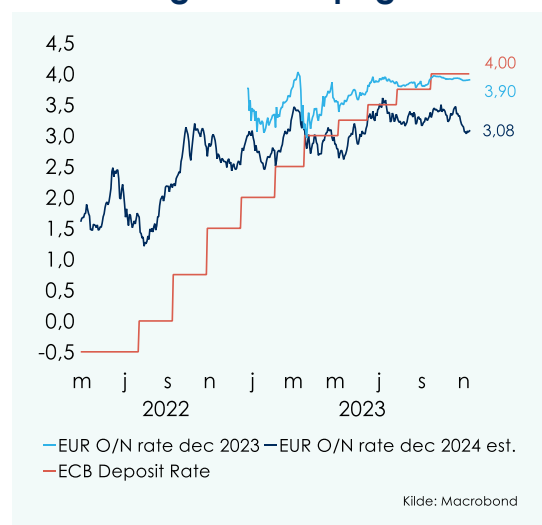
Pengepolitik

Med udgangspunkt i de svagere inflationstendenser i USA og eurozonen – men fortsat for høje niveauer – er der god grund til at forvente FED og ECB på HOLD. Spørgsmålet er i høj grad, hvor lang tid denne fase skal være. Markedet priser den første rentesænkning (å 25bp) ind fra FED omkring juni 2024 og fra ECB omkring maj 2024. Det skal blive uhyre interessant at følge den faktiske udvikling gennem 2024.

For det vil være afgørende, at modvinden fra renterne begynder at lette noget.

Vi regner selv med, at de korte renter bliver sat mærkbart ned i løbet af H2 2024, og at forwardrenterne pr. ultimo 2024 er ganske fair.

Forventninger til ECB peger ned



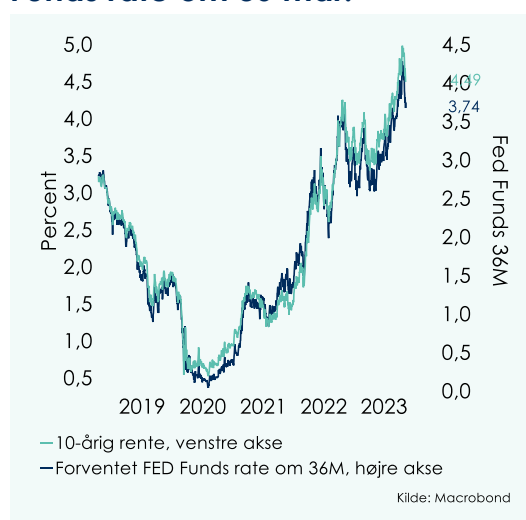
Obligationsrenterne

Udviklingen i de lange renter har været lidt af en rejse gennem 2023. Vi havde ikke forestillet os, at vi skulle op og krydse 5% på den 10-årige amerikanske statsrente. Det gjorde den i oktober, og siden er renten faldet en hel halv procent igen! Vi anerkender, at der er stærke kræfter, der både trækker ned og op. For renter 'ned' taler, at USA er i en grad af 'slowdown' og faldende inflation, og at næste skridt fra FED og ECB bliver rentesænkninger. For renter 'op' taler, at særligt USA, men også en del eurolande, kører med store budgetunderskud, og at FED og ECB samtidig er drejet over i 'QT-mode'. Vi får se, hvor det hele lander. Vores target på en 10-årig amerikansk rente ligger på 4,75% på 3mdrs. sigt og 2,75% på 10-årige tyske renter. Vi ser lavere renter på 1-års sigt.

10-årige statsrenter har været oppe på nye toppe



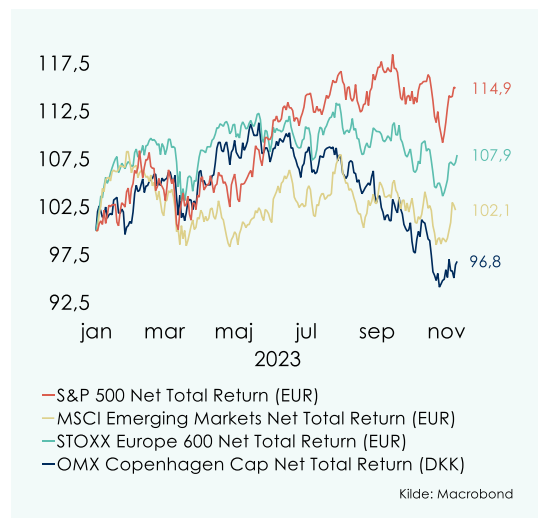
10-årig rente og prisning af FED Funds rate om 36 mdr.



Aktiemarkederne

Efter afslutningen af den seneste korrektion har vi set opgang igen på aktiemarkederne. Som på rentesiden er der signifikante kræfter, der hiver både ned og op i aktierne. På den svage side aftagende vækstmomentum i økonomien, fortsat stram pengepolitik og relativt dyrt prisfastsatte aktier i USA. På den mere positive side vejer indtjeningsperspektiverne på længere sigt og den vedvarende investorappetit for Big Tech aktier i særligt USA.

Rebound efter aktiekorrektion



Vi konstaterer, at den aktuelle regnskabssæson overrasker klart positivt på S&P500 EPS. Men ikke på Sales, der kommer ud stort set som ventet. De europæiske resultater overrasker derimod negativt.

Vi forventer at se aktiemarkederne højere på 3 måneders sigt, men anerkender at udfaldsrummet er stort. Vi har en klar forventning om mærkbart højere aktiekurser globalt på 12-måneders sigt.

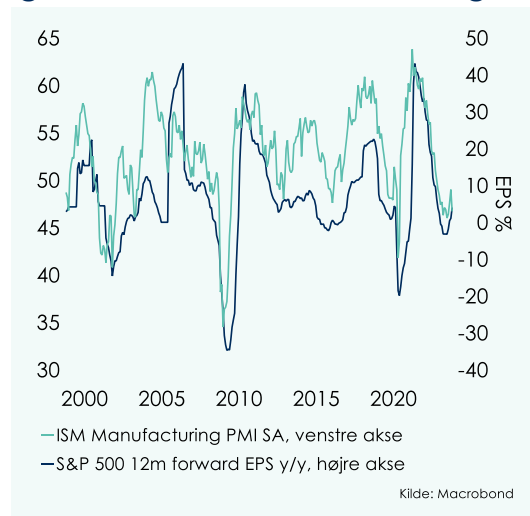
CEO Confidence er faldet tilbage og 'udfordrer' EPS-forventningerne



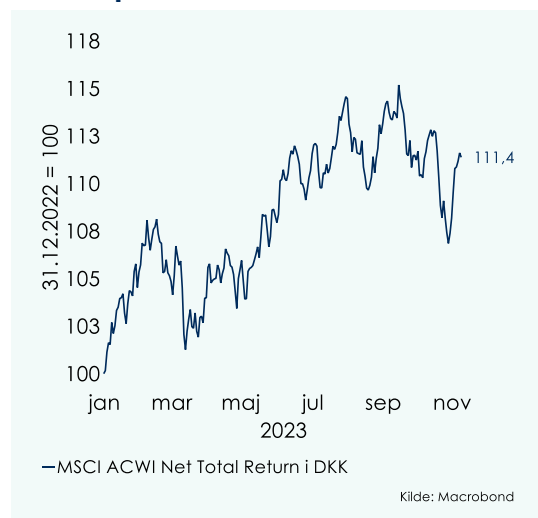
SP500 EPS-estimer: Vækst i 2024



ISM Manufacturing er seneste faldet igen, udfordrer EPS-forventningerne



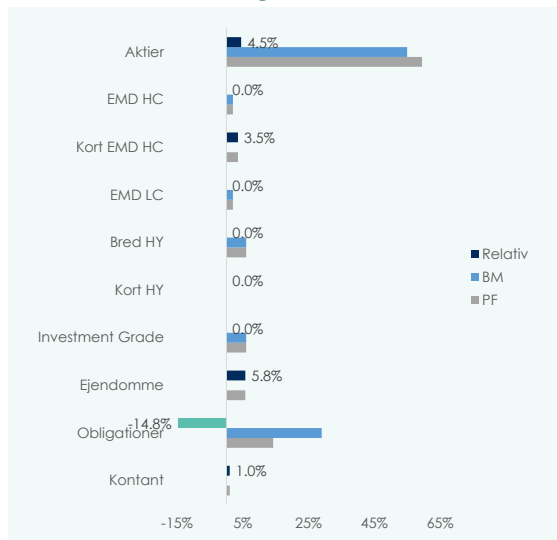
Afkast på MSCI AC World ÅTD



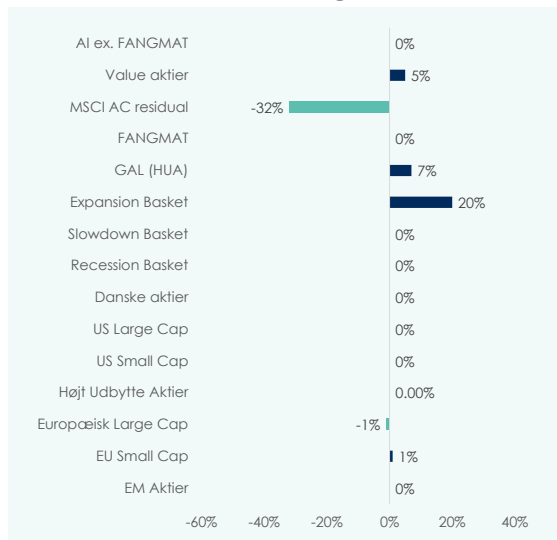
Allokering

Porteføljerne er uændrede i forhold til sidste måned. Vi er overvægtede aktier og risiko.

Relativ allokering af Optima 55



Relativ aktieallokering af Optima 55



Inden for aktieporteføljen har vi en høj allokering til aktier som skal gøre det godt i en økonomisk expansion. Det betyder at vi scorer højt på Growth og Earnings Revisions samtidigt med at vi har en lav allokering til Stabilitet og Kvalitet.

Der er stadig en skygge af 2022 over markederne. Vi har set flere dage hvor aktier er faldet som følge af stigende renter. Vi forventer at dette scenarie vil blive mere sjældent i takt med at inflationen lige så langsomt begynder at komme ned. Men indtil vi har klarhed om hvad det primære risikoscenarie er, fastholder vi en neutral allokering til varighed. Dette er muligt, samtidigt med undervægten til obligationer, da vi har en høj allokering til netop lange obligationer.

Samlet ligger porteføljerne til en stærk afslutning på 2024. Normalisering af sentiment forventer vi vil skabe momentum i aktiemarkederne. Dette vil suge ind de systematiske strategier og det vil presse de meget pessimistiske investorer modvilligt ind i aktier. Man kan ikke, og skal ikke, blive ved med at råbe ulven kommer. Aktier har haft et meget solidt 2023 til trods for alle spådomme i starten af året. Vi forventer at recessionsfortalerene langsomt vil miste overbevisning ind i et stigende aktiemarked.

Sammenfatning

Det har været usikkert over de seneste par måneder. Men med alt flere indikationer på at FED er færdig med at hæve renterne har vi set aktier komme stærkt tilbage fra bunden. Vi forventer at denne optur ikke er overstået. Aktier vil stige over de kommende par måneder, samtidigt med at væksten vil holde sig stabil, på en normalisering af det meget, meget negative sentiment som i øjeblikket præger markederne.

Man skal i vores øjne være varsom med at tolke korrektionen som en stor frygt for en forestående recession. Hvis dette virkelig var markedets bevæggrund til at sælge fra, havde vi forventet en langt kraftigere defensiv rotation end den vi har set. Den primære forklaring på korrektionen er at den er kommet som følge af positionering og sentiment. Når dette normaliseres, vil det i vores øjne bevæge sig hurtigt nordpå igen.

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