

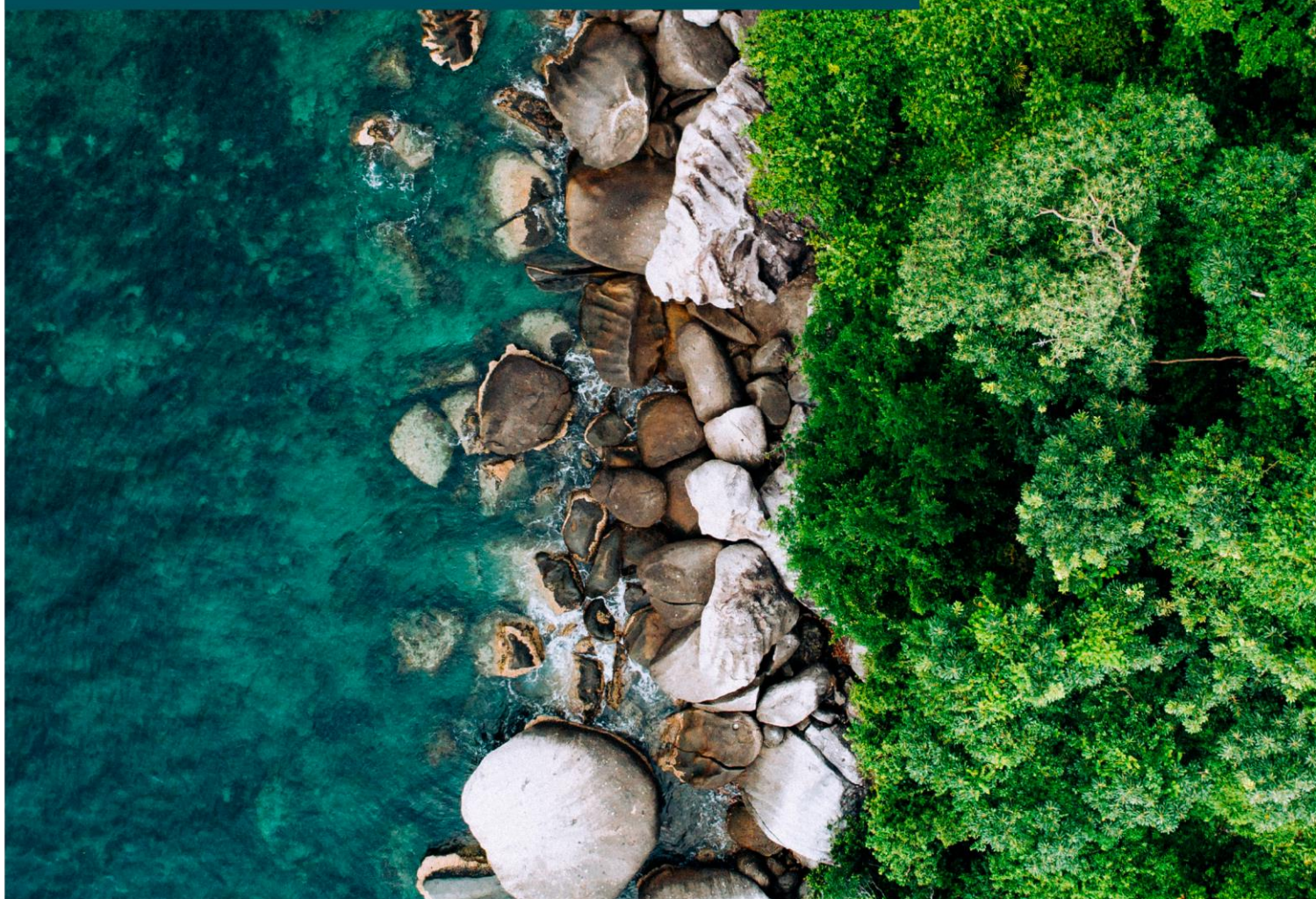
BankInvest Multi-Asset

Kvartalskommentar Q2

27. juni 2024

BANKINVEST

Handler
med omtanke



Finansielt overblik

Redaktionen afsluttet 27. juni

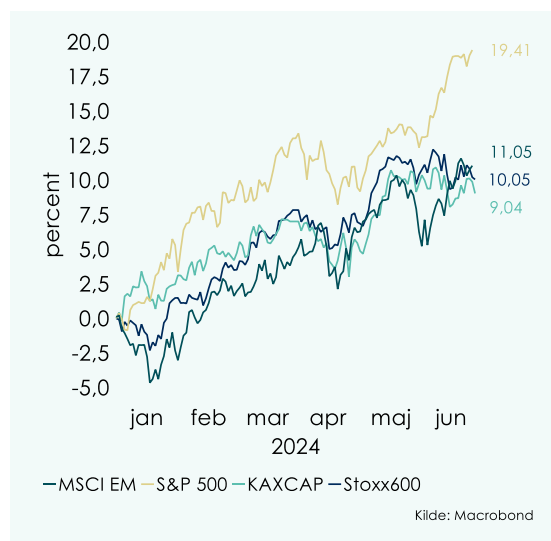
De gode takter for aktier er fortsat ind i 2. kvartal. Amerikanske aktier har ført an og har leveret imponerende afkast. Europæiske og danske aktier har ligeledes leveret rigtig flotte afkast i årets 6 første måneder.

S&P500 har leveret et afkast på 19,4% målt i DKK. Kvartalet begyndte med en korrektion i april på 5%, men aktierne er siden hen kommet stærkt igen. En positiv regnskabssæson og en konstruktiv inflationsudvikling har fået globale investorer til at øge deres aktieeksponering yderligere.

Stoxx600 er ligeledes fortsat op i 2. kvartal og er oppe med 10,1% i år. Stigningerne i Europa har været mere moderate end i USA, hvor en stor del af forskellen kan findes i kursopgangen inden for Magnificent 7. Pengepolitikken i euroområdet er også begyndt at blive lempet, hvilket giver medvind til europæisk økonomi. Danske aktier fortsætter de gode takter med et afkast på 9% for året. I 2. kvartal har afkastet på danske aktier i høj grad været drevet af Novo Nordisk, eftersom fedme temaet fortsætter med at være på investorernes radar.

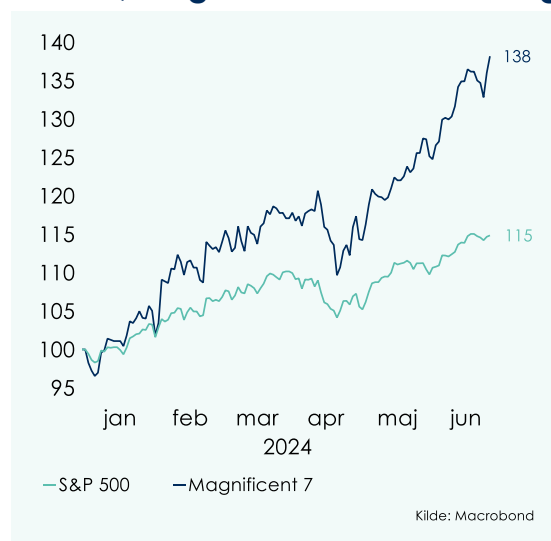
Emerging markets aktier haltede efter i 1. kvartal, men er kommet godt igen i 2. kvartal. År til dato er afkastet på 11%, og derfor er det kun nu USA, som stikker ud af afkastmæssigt i år. Sentimentet omkring Kina var i bund i starten af året bl.a. grundet de økonomiske udfordringer. Konjunkturbarometrene for kinesisk økonomi er i imidlertid i bedring samtidig med, at analytikerne har opjusteret vækstestimerne for Kina. Det har medvirket til en større appetit på kinesiske aktier.

Aktiemarkeder: Totalafkast siden 31.12



Magnificent 7 er fortsat med at dominere markedet. De har leveret et afkast på 38% i år i USD, hvilket er 23 procentpoint mere end det brede S&P500 indeks. Kunstig intelligens er stadig et af de helt store temaer, som de store tech selskaber nyder godt af. Regnskabssæsonen bekræftede de lovende takter og overgik samtidig analytikerens forventninger. I det seneste kvartal har Magnificent 7 været den primære motor for S&P500 afkastet, ligesom det også var tilfældet i 2023.

S&P500, Magnificent 7 kursudvikling



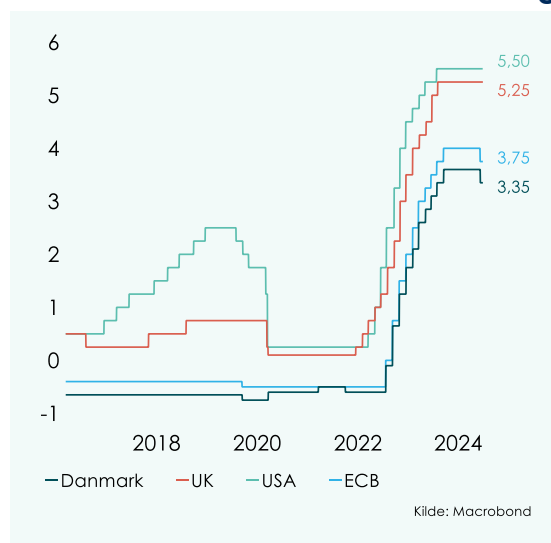
Alle Magnificent 7 aktier har leveret positive afkast i 2. kvartal, men Tesla halter fortsat efter for året. Nvidia er fortsat i toppen og leverer imponerende afkast, og chipproducenterne har igen haft et stærkt kvartal trods korrektionen. Apple har fået medvind efter et udfordrende 1. kvartal. Et fornuftigt regnskab med stærkere end ventet salg i Kina, samt et massivt tilbagekøbsprogram, har medvirket til et stærkt 2. kvartal.

Centralbankerne er som altid vigtige for de finansielle markeder. I 2. kvartal nedsatte ECB, Den Europæiske Central Bank, og Danmarks Nationalbank, renten for første gang efter de kraftige renteforhøjelser i 2022 og 2023. FED, den amerikanske centralbank, og Bank of England, har fastholdt de pengepolitiske renter.

Markedet prisede ved indgangen til 2. kvartal, at FED ville lave deres første rentenedsættelse på mødet i juli. Men markedet forventer nu, at det bliver i september. Markedsforventningerne til antallet af rentenedsættelser i år er også blevet reduceret fra 3 til 2. Markedsprisindeksen af ECB er omtrent uændret, da markedet forventer 2 yderligere rentenedsættelser i år.

Inflationen har taget længere tid at nedbringe og få under kontrol, end hvad markedet forventede, hvilket er årsagen til centralbankernes henholdenhed med rentesænkninger. Det er også et resultat af, at den økonomiske vækst, særligt den amerikanske, har vist sig at være rigtig solid trods den restriktive pengepolitik, som historisk set ellers har slidt hårdt på økonomierne med disse renteniveauer.

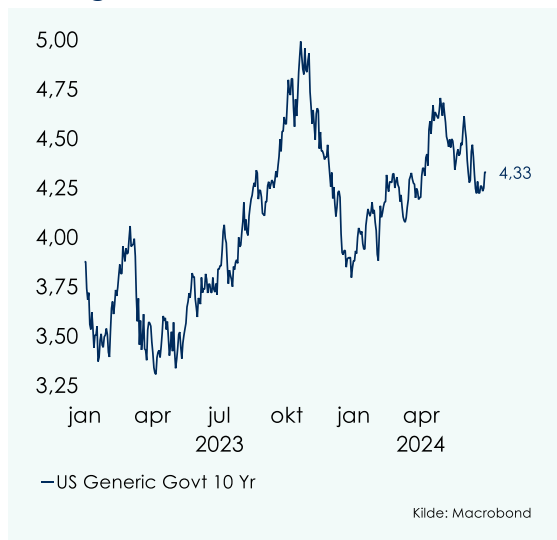
Centralbankers renter: Rentesænkninger



I 2. kvartal er den amerikanske 10-årige rente steget med 13bp til 4,33%. I april steg renten med 50bp, hvor blandt andet inflationen overraskede analytikernes og markedets forventninger. Renten er efterfølgende faldet noget tilbage grundet lavere inflation igen samt en anelse svagere makrodata end ventet i USA.

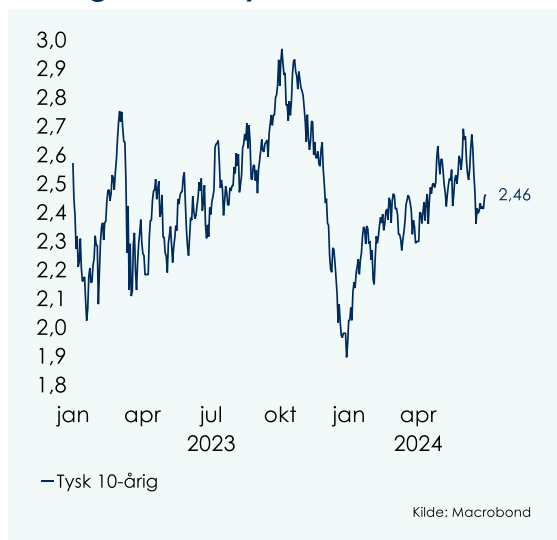
Rentekurven fortsætter med at være inverteret, dvs. de kortere renter er højere end de lange renter. Som investor bliver man dermed ikke belønnet for at købe obligationer med en længere løbetid. Når rentekurven har været inverteret, betyder det ofte øget usikkerhed. Historisk set har en inverteret rentekurve været en god recessionsindikator. Recessionen, som størstedelen af analytikerne forudsagde, er udeblevet, og sandsynligheden er blevet bragt betragteligt ned. Den nuværende invertering er et resultat af centralbankernes bekæmpelse af inflation, der har krævet en restriktiv pengepolitik.

10-årige rente i USA



Den tyske 10-årige rente er steget 17bp til 2,46%. Renten steg stødt ind til starten af juni, hvor den var oppe med 38bp. Udstedelsen af valget i Frankrig skabte uro i markedet, hvilket sendte statsrenterne i Tyskland ned.

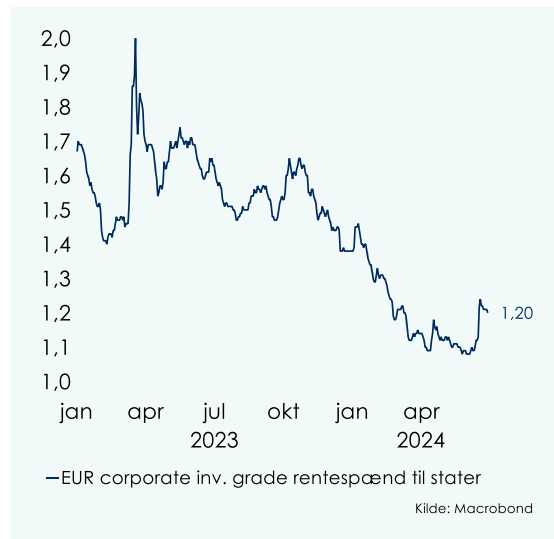
10-årige rente i Tyskland



For europæiske investment grade obligationer, virksomhedsobligationer med høj kreditkvalitet, er forskellen til statsobligationsrenten steget marginale 6bp i 2. kvartal. Tendensen har ellers været, at forskellen er blevet mindre de seneste måneder, men det seneste fald i

statsobligationsrenterne har øget kreditpræmien. Niveauet for kreditpræmien på investment grade ligger tæt på den historiske kreditpræmie for aktivklassen.

EUR Corporate Inv. Grade kreditpræmie



For amerikanske højrente virksomhedsobligationer er kreditpræmien også steget marginale 9bp, efter at kreditpræmien de seneste kvartaler er blevet mindsket grundet den mindre recessionssandsynlighed. Niveauet for kreditpræmien på højrente obligationer er på et lavt niveau sammenlignet med historiske niveauer. Konkursene blandt højrente virksomheder befinder sig fortsat på et lavt niveau, og kreditkvaliteten vurderes generelt at være sund.

USD Corporate High Yield kreditpræmie



Vækstestimerne for 2024 i USA og eurozonen blevet løftet en spids gennem 2. kvartal. Europa har været i bedring, og her ventes en BNP-vækst på 0,7%. I USA forventer analytikerne en vækst på 2,3% i 2024, hvilket er en pæn fremgang og samtidig en stor kontrast til væksten i Europa. Sandsynligheden for recessionsscenariet er blevet mindre og den bløde landing vurderes nu mere sandsynlig. Konjunkturbarometrene tyder fortsat på tilbagegang i fremstillingssektoren, mens det ser bedre ud for servicesektoren. Det er det samme billede, der ses i USA og Europa. Det er fortsat efterdønninger af coronakrisen, hvor fremstillingssektoren kørte på fuldt tryk.

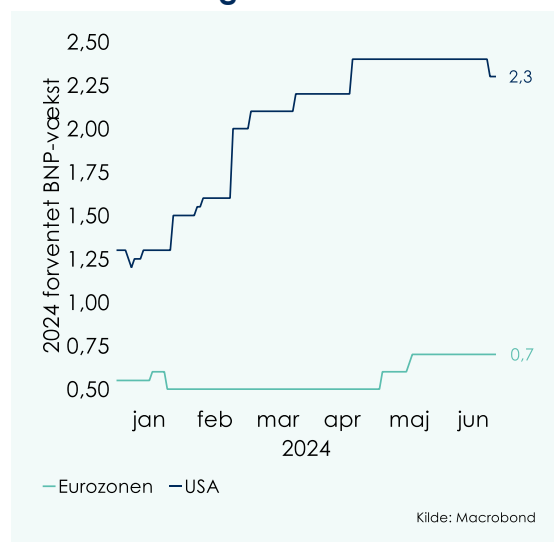
Økonomiske highlights

Den globale økonomi fortsætter den pæne start på 2024, og tyder på en solid fremgang. Vækstestimerne for 2024 fortsætter med at blive oprevideret af analytikerne, jf. Bloomberg. I 1. kvartal var opjusteringen af estimerne mere markant, omend tendensen har været opad også i Q2.

G-20 BNP-forventninger 2024

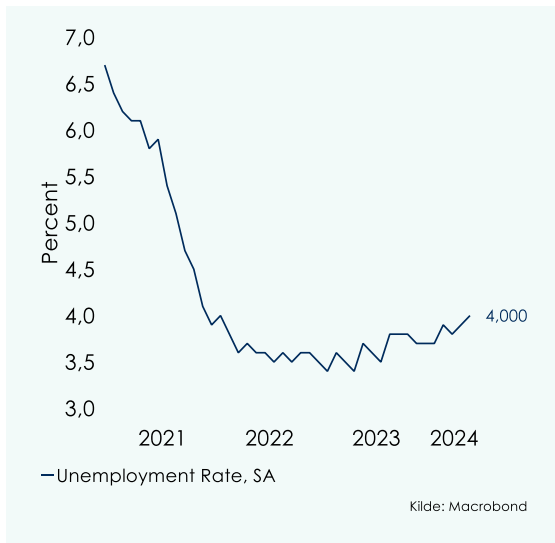


BNP-forventninger for 2024



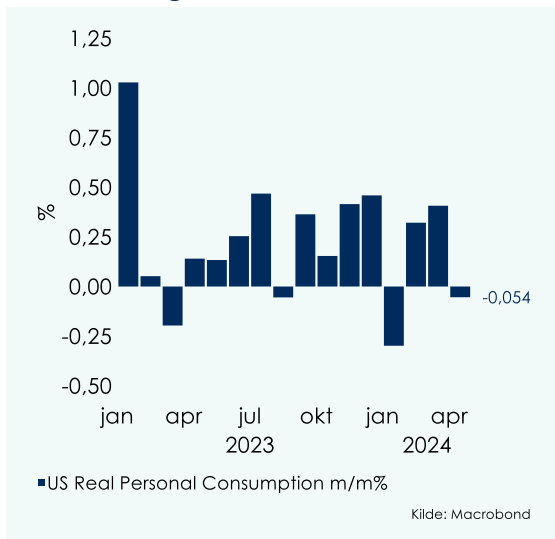
Arbejdsmarkedet i USA er fortsat solidt, med en arbejdsløshedsrate på 4,0% og en pæn månedlig beskæftigelsesfremgang. De ugentlige 'jobless claims', arbejdsløse som søger understøttelse, fortsætter på lave niveauer. Efterspørgslen efter arbejdskraft har dog været faldende med færre jobåbninger. Virksomhederne melder også om, at de ansætter færre, samt at medarbejderne i mindre grad opsiges deres job. Dermed begynder arbejdsmarkedet at vise tegn på en begyndende afmatning efter, at det har været glohedt.

Arbejdsløshedsrate i USA



Privatforbruget i USA har udviklet sig fornuftigt, men seneste måned i april skuffede analytikerne. De amerikanske forbrugeres styrke har overrasket analytikerne i 2023 og starten af 2024, og er essentiel i udviklingen af amerikansk økonomi. De ekstra opsparede midler fra corona estimeres at være væk, men arbejdsmarkedet og beskæftigelsen understøtter fortsat forbrugsvæksten.

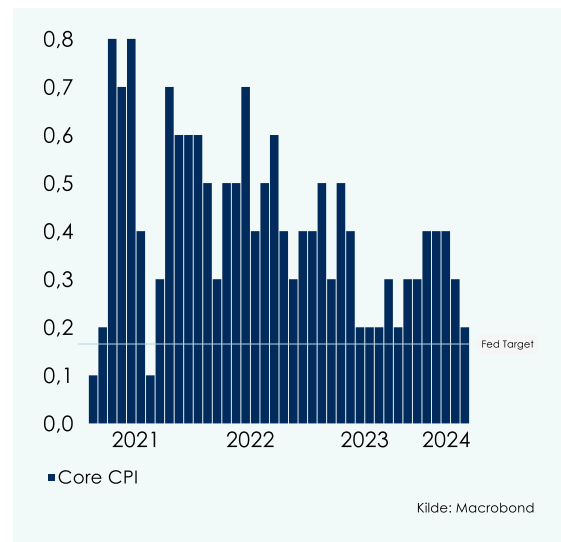
Privatforbrug i USA, m/m



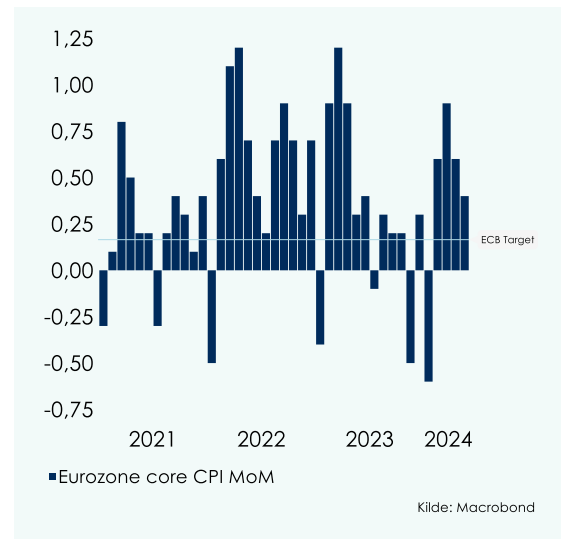
Inflationsudviklingen har været konstruktiv i USA over de seneste måneder. Den månedlige stigning i kerneinflationen er

begyndt at nærme sig FEDs målsætning. Det kommer efter 3 måneder med en månedlig stigningstakt på 0,4%. Udviklingen er med til at skabe komfort ift., at FED kan sænke renten i løbet af 2024 og 2025, men der er samtidig et stærkt arbejdsmarked, som FED skal tage hensyn til.

Kerneinflation i USA, m/m



Kerneinflation i euroområdet, m/m



I euroområdet er inflation fortsat for høj, men har vist større udsving i den månedlige stigningstakt. Den seneste udvikling har været mindre komfortskabende for ECB med for høje tal de seneste måneder.

Udvikling på globale markeder 2. kvartal pr. 27. juni

Renter

	USA	Tyskland	UK	Japan
3-månedes Tbill	1 bp	-29 bp	-2 bp	8 bp
2-årige renter	13 bp	-3 bp	8 bp	16 bp
10-årige renter	13 bp	17 bp	22 bp	35 bp
Kreditspænd	EUR IG spænd 6 bp	US HY spænd 9 bp	EM stat spænd 2 bp	

Aktier

	S&P 500	Stoxx 600	OMX CC	Topix
Udviklede markeder	4,3%	0,2%	1,5%	0,9%
BRIC lande	Indien 7,6%	Brasilien -4,3%	Rusland -6,3%	Kina 8,1%

Råvarer

	WTI	Ædelmetaller	Landbrugsvarer
Industrimetaller 9,7%	-2,7%	5,5%	-8,1%

Valuta

EURvsUSD	EURvsJPY	EURvsGBP	EURvsSEK	EURvsNOK	EURvsCHF
-0,8%	5,2%	-1,0%	0,6%	-2,5%	-1,3%

Bloomberg, BankInvest

Forventninger

Medio 2024 befinder vi os i en verden omgærdet med væsentlig politisk usikkerhed, herunder sikkerhedspolitisk. Krigen i Ukraine har en væsentlig grad af uforudsigelighed. Krigshandlingerne i og omkring Israel er heller ikke stabiliseret. Begge dele handler ikke bare om menneskelige lidelser. Men for markederne også om udviklingen i olie- og råvarepriser mere bredt. USA står overfor et måske historisk afgørende præsidentvalg. Et valg mellem Biden og Trump, der skaber forskellige scenarier både indenrigs- og

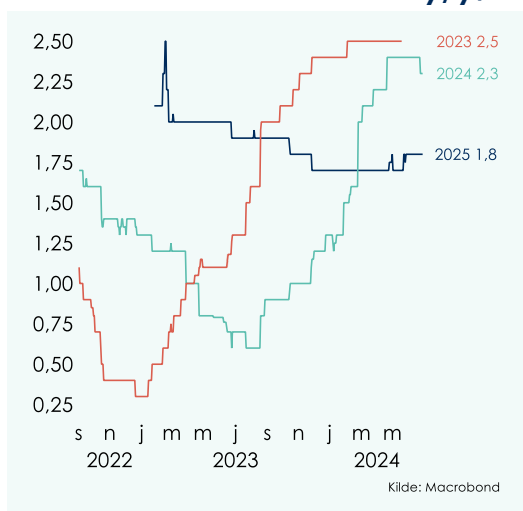
udenrigspolitisk. EU er vidne til en polarisering af det politiske spektrum, jf. fx parlamentsvalget i Frankrig. Det bliver afholdt om få dage (efter redaktionens afslutning) og forventes at give en markant større andel af parlamentets pladser til Le Pen's RN-parti og til venstrefløjen.

Men alt imens fortsætter den økonomiske fremgang i store dele af verden. Og konsensus blandt økonomerne peger på tydelig fremgang i resten af 2024 og 2025 med. Der er få, der regner med, at USA, fortsat verdens største økonomi, dykker ned i recession. Tværtimod peger konsensus på,

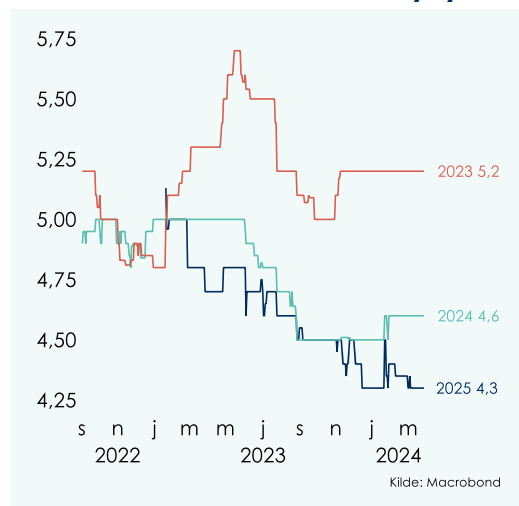
at USA vil se vækst på 1,5-2% (annualiseret) i de kommende mange kvartaler. I alt forventes en realvækst i BNP på 2,3% i 2024, faldende til stadig pæne 1,8% i 2025. Eurozonen ventes at se vækst på 0,7% i 2024 men det dobbelte i 2025 på 1,4%. Kina er for længst kommet ned i en lavere kadence pga. strukturelle forhold som demografisk modvind og lavere produktivitet, men forventes dog fortsat at vokse med 4,6% i 2024 og 4,3% i 2025.

Vi er helt opmærksomme på, at der altid er risiko for, at prognoserne tager meget fejl. Men vi vurderer, at de aktuelle skøn tegner et realistisk billede af det, vi har foran os. Næmlig økonomisk fremgang og ikke tilbagegang i form af en mærkbar recession.

Forventet BNP-vækst i USA y/y%



Kina forventet BNP-vækst y/y %

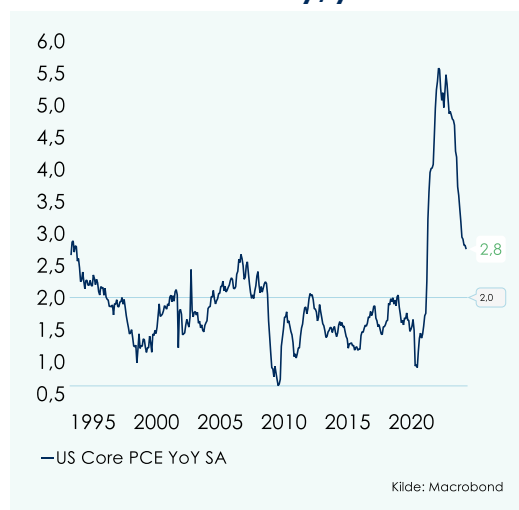


Forventet euro BNP-vækst y/y%



Den seneste tendens til lavere inflation i USA er en medvirkende positiv faktor. Lavere inflation åbner døren for rentesænkninger og styrker udviklingen i realindkomsterne.

USA kerneinflation y/y falder



Både i USA og eurozonen er udviklingen i kerneinflationen faldet under 3% y/y. Faldet er kommet senere, end vi regnede med i starten af året. Men nu synes bevægelsen at tage fart. Vi regner med en gradvis

med, at produktivetsgevinster kan kompensere væsentligt for virksomhedernes stigning i lønomkostningerne. Inflationen i servicesektoren handler også, i USA, om stigninger på priser relateret til boligområdet. Her forventer vi at se lavere prisstigninger.

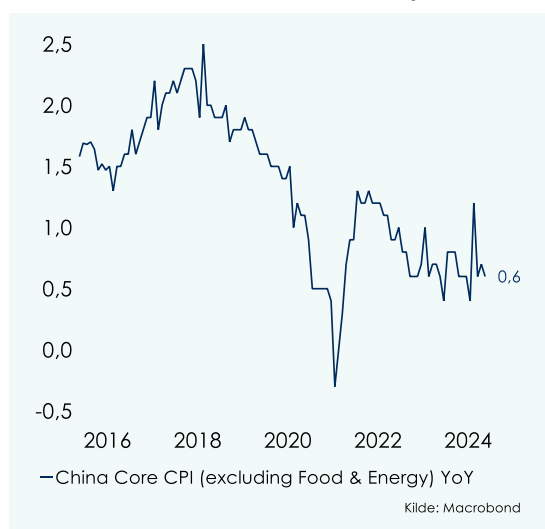
Eurozone kerneinflation y/y%



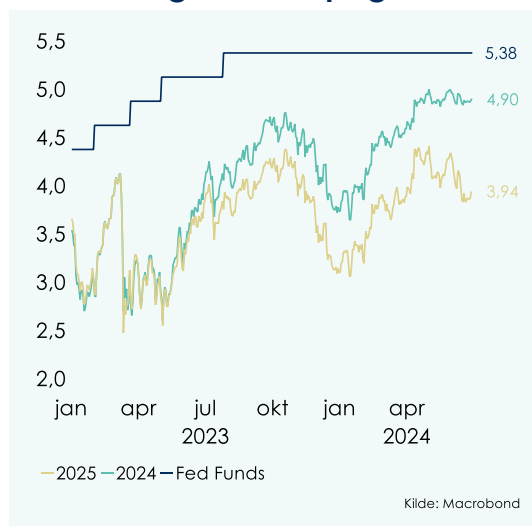
Forventninger til ECB peger ned



Kinas kerneinflation nær 0%



Forventninger til FED peger ned



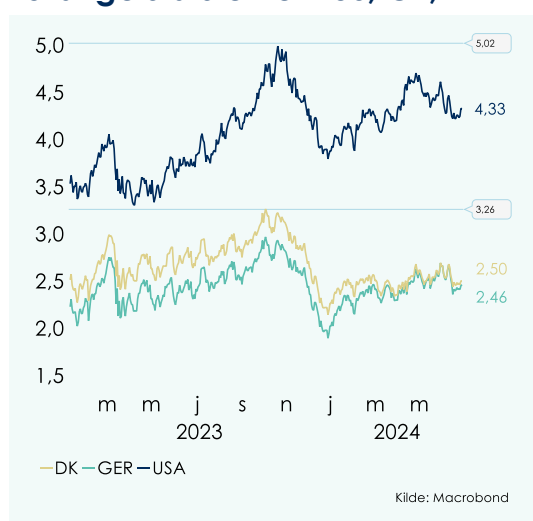
bevægelse ned i 2-2,5% intervallet i løbet af første halvår 2025. Den afgørende årsag vil være lavere inflation i servicesektoren og fortsat meget lav inflation inden for vareområdet. Inflationen i servicesektoren er relativ høj, både i USA og eurozonen. Det handler bl.a. om lønudviklingen. Vi forventer moderation i lønstigningerne og regner

Vi har allerede set en række centralbanker globalt reagere på lavere inflation med rentenedsættelser. Den udvikling vil fortsætte gennem 2024 og 2025. Her i Europa satte ECB renten ned med de første 25bp i juni. Dermed faldt den

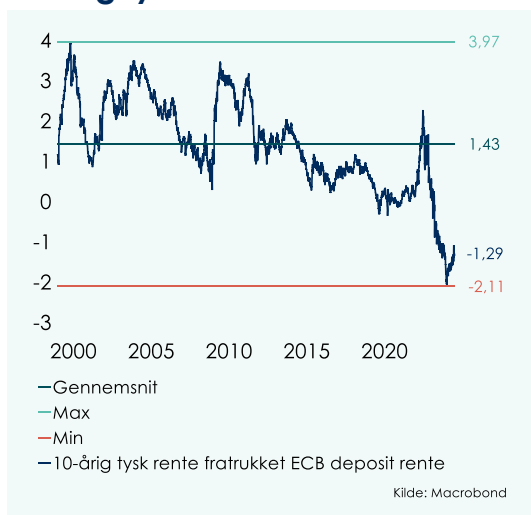
toneangivende rente fra 4% til 3,75%. Vi regner med yderligere 2 rentesænkninger i resten af 2024 ned til 3,25%.

Federal Reserve afventer fortsat yderligere dokumentation på lavere inflation. Men også her er der udsigt til én eller to rentesænkninger á 25bp i resten af 2024. 2025 kommer højst sandsynligt til at se de korte renter i USA og eurozonen blive sat ned betydeligt.

10-årige statsrenter i US, GE, DK



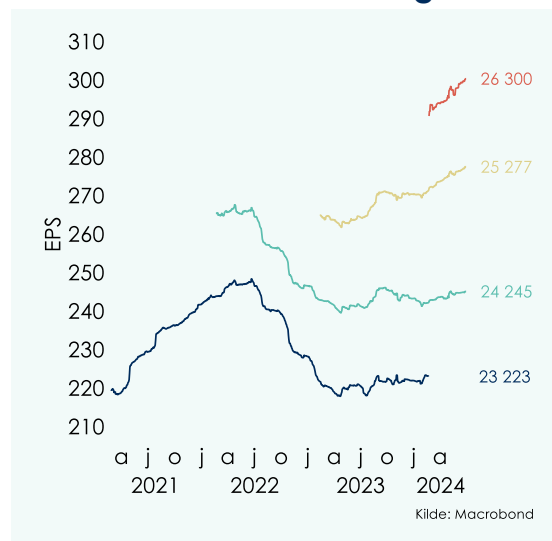
10-årig tysk rente – ECB rente



Med udsigt til lavere korte renter i år fra FED og ECB, er der også mulighed for lavere

lange renter. Situationen er bare, at fx de 10-årige tyske renter på 2,46% fortsat ligger lavt relativt til de helt korte renter. Rentekurven er fortsat inverteret kraftigt, og det lægger et låg på potentialet for faldende lange renter. Vi regner med, at den 10-årige tyske rente vil handle mellem 2% og 3% gennem 2024 og ind i 2025. Renten kan meget vel ligge i den nedre del af det interval mod slutningen af 2024, hvor rentesænkningerne er i gang, og hvor der er udsigt til flere rentesænkninger i 2025. De tilsvarende 10-årige danske renter kan forventes at ligge marginalt højere end de tyske. I USA ser vi fortsat 'fair value' på den 10-årige rente i niveauet 3,5-4,5%. Vi ligger i øjeblikket i den øvre del af dette interval, 4,33%, og vil forvente at se renten på eller lidt under 4% mod slutningen af 2024.

S&P500 EPS estimerne stiger

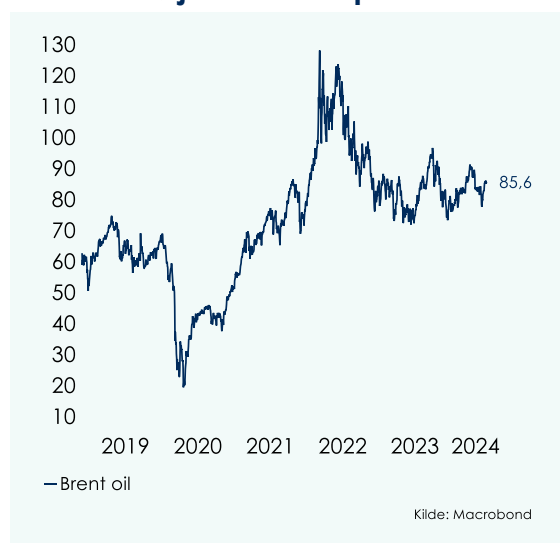


Aktiemarkedet har med USA i front vist råstyrke gennem første halvår. Vores base case er, at aktierne vil fortsætte op gennem andet halvår, drevet af en kombination af fortsat positive indtjeningsforventninger, lavere inflation og lavere korte renter.

I USA er konsensus blandt aktieanalytikerne senest en stigning i EPS fra 223 USD i 2023 til 245 USD i 2024 og 277 USD i 2025.

Estimaterne er revideret op gennem det seneste kvartal. Det svarer til en årlig vækst på ca. 10% i 2024 og ca. 13% i 2025. Vi er klar over, at analytikerne ofte er lidt for 'bullish' i deres vurderinger, men vi er enige i retningen. Det er ikke urealistisk, at S&P500 EPS kan vokse med omkring 8-10% p.a. over de kommende år, og det er rigeligt til at sende aktiemarkedet højere. Også selvom markedet må vurderes at være dyrt prifsatsat. 'Valuation' plejer sjældent at være den faktor, der sender en aktie eller markedet nedad. Men hvis vækstkurven knækker for alvor, eller renterne stiger meget, er det et andet og mere negativt case, vi træder ind i. Det er ikke det, vi regner med.

Vi holder øje med oliepriserne

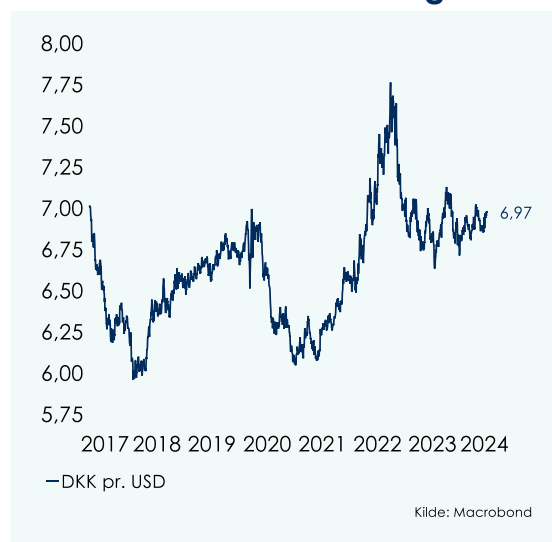


Det er en vigtig forudsætning, at energipriserne ikke stiger væsentligt. Der er rigeligt med geopolitisk uro, der kan presse oliemarkedet og sende priserne opad til skade for verdensøkonomien som helhed. Oliepriserne ligger senest på 86 USD pr. tønde, marginalt højere end ved indgangen til 2024. Det er et niveau, som ikke forhindrer ekspansion.

På valutasiden handler USDDKK fortsat i et relativt snævert interval uden større trend.

Over de sidste 12 måneder har toppen ligger på 7,13 og bunden på 6,63. Gennemsnittet har været 6,89, og vi ligger senest lige under 7. Der er både 'for og imod' dollaren mod danske kroner. De positive faktorer handler om en relativt stærkere amerikansk økonomi end i euroområdet. Det smitter også af på renterne, som er noget lavere på vores side af Atlanten. Kerneinflationen ligger stort set på samme niveau, målt ved core PCE i USA og core CPI i euroområdet. De fremadrettede inflationsforventninger adskiller sig heller ikke væsentligt. Euroområdet har overskud på de eksterne balancer, mens USA har underskud, hvilket er i euroens favør. Begge områder har en vis grad af politisk ustabilitet, jf. det forstående franske valg og Ukraine-krigen i nærområdet kontra det amerikanske præsidentvalg. Bottom line: forvent en rimelig grad af stabilitet på USD mod DKK frem mod ultimo 2024.

USDDKK uden større udsving



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