

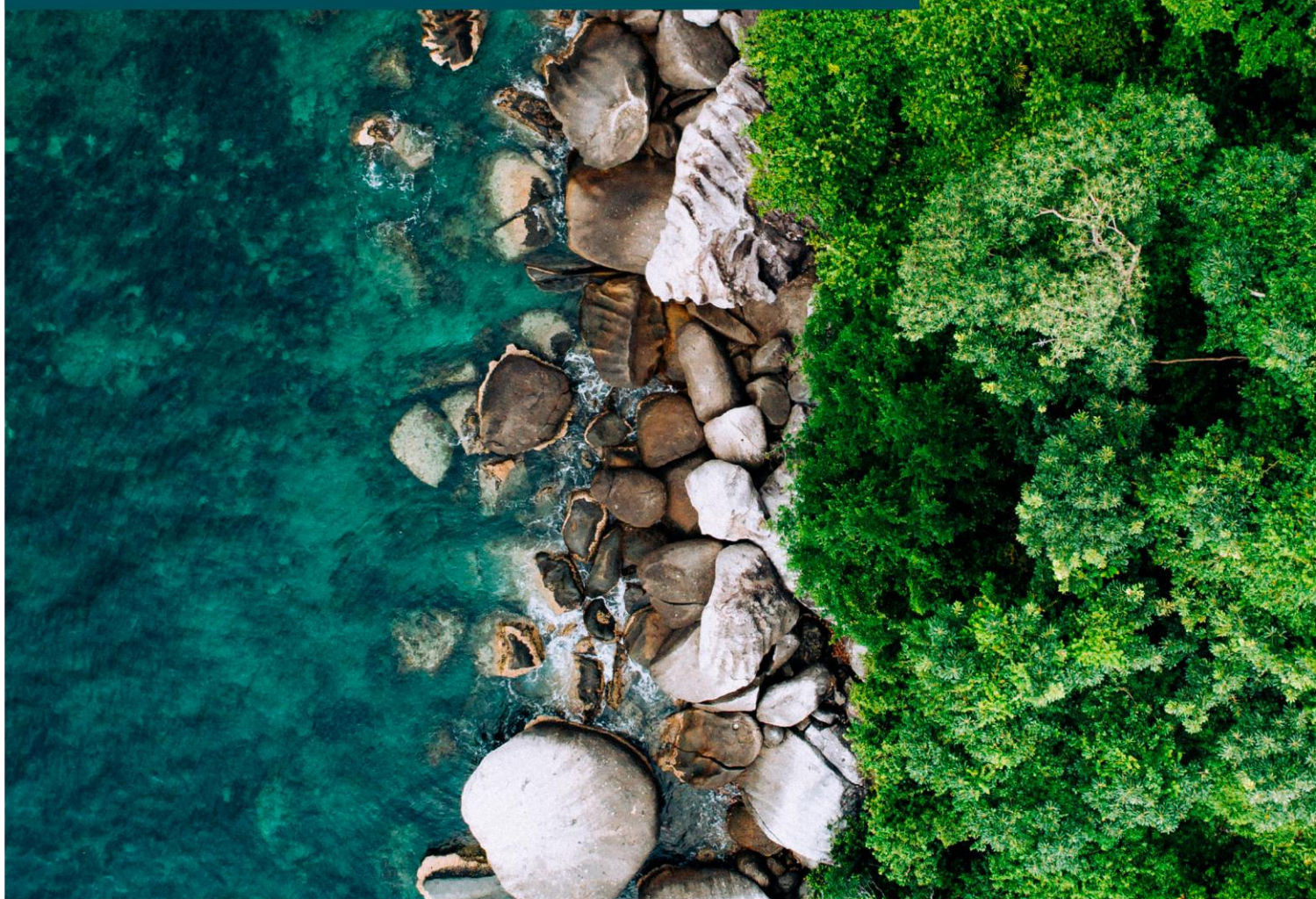
BankInvest Multi-Asset

Kvartalskommentar Q3

30. september 2024

BANKINVEST

Handler
med omtanke



Finansielt overblik

Redaktionen afsluttet 30. september

I 3. kvartal er der igen positive afkast på aktiemarkedene. Kvartalet har dog budt på en rutsjebanetur for aktier, hvor en 9%-korrektion på verdensmarkedet fandt sted i starten af august, men markerne fik hurtigt genvundet det tabte. Aktierne blev yderligere styrket af den første rentenedsættelse fra den amerikanske centralbank, FED, som satte nye rekorder på aktiemarkedene.

Korrektion blev udløst af en rentestigning i Japan, der styrkede den japanske yen, som har været en finansieringsvaluta. Det betød, at investorer var nødsatte til at sælge deres positioner, hvilket skabte et salgspres. Recessionsfrygten steg også kortvarigt, da en svagere end ventet arbejdsmarkedsrapport fra USA skabte usikkerhed om styrken af det amerikanske arbejdsmarked. Denne cocktail sendte aktierne ned, og fik frygtens indeks, VIX, til at stige kraftigt. Frygten i markedet aftog hurtigt, hvilket betød, at VIX'en faldt tilbage, og aktierne genvandt det tabte.

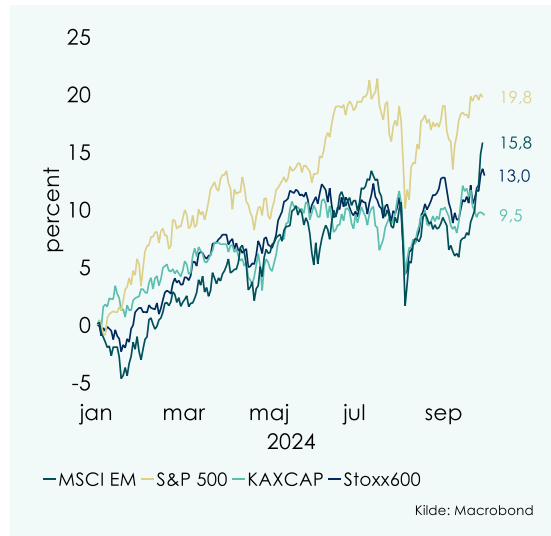
S&P 500 har i 3. kvartal givet et afkast på 1,0% i danske kroner. Det er mere beskedent end de foregående kvartaler, men er fortsat den store vinder for året med et afkast på 19,8%. Andre lommer af aktiemarkedet har drevet afkastene. Tech aktier har været udfordret, mens defensive aktier har outperformat.

Stoxx600 har givet et afkast på 3,2% i 3. kvartal, og er oppe med 13,0% for året. Europæiske aktier har stadig et godt aktieår, selvom afkastene ikke har kunne måle sig med de amerikanske. Her kan årsagerne findes i blandt andet sektorsammensætningen, hvor Europa er væsentlig mindre tech eksponeret end USA.

Samtidig er store økonomier som Tyskland og Frankrig fortsat udfordret. Danske aktier fortsætter også de gode takter ind i 3. kvartal, og har for året givet et afkast på 9,6%. Novo Nordisk har dog været udfordret i 3. kvartal, hvilket bl.a. er drevet af et politisk pres for lavere priser på medicin på det amerikanske marked.

Emerging markets aktier har i 3. kvartal givet et afkast på 4,6%, og er oppe med 15,8% for året. Den seneste stimulus fra den kinesiske centralbank, i form af en likviditetsfacilitet til at støtte aktiemarkedet, ejendomsmarkedet og banker, har investorerne taget godt imod. Det ændrer dog ikke ved, at Kina fortsat har problemer med ejendomssektoren, hvilket også presser forbrugerne med de faldende ejendomspriser.

Aktiemarkeder: Totalafkast siden 31.12



Cykliske aktier har klaret sig bedre end defensive aktier for året, men forspringet er blevet mindre hen over 3. kvartal. Det er værd at bemærke under korrektionen i august, der var det primært de cykliske aktier som faldt, mens de defensive aktier stod godt imod. Den stigende recessionsfrygt var medvirkende til aktiekorrektionen, som dermed skabte en

rotation ind i defensive aktier. De cykliske sektorer IT og Communications har haft et sværere kvartal efter at have været de bedste sektorer i 1. halvår. Den seneste rentenedsættelse fra FED har især gavn timer de cykliske dele af aktiemarkedet.

Cykliske og defensive aktier i USA



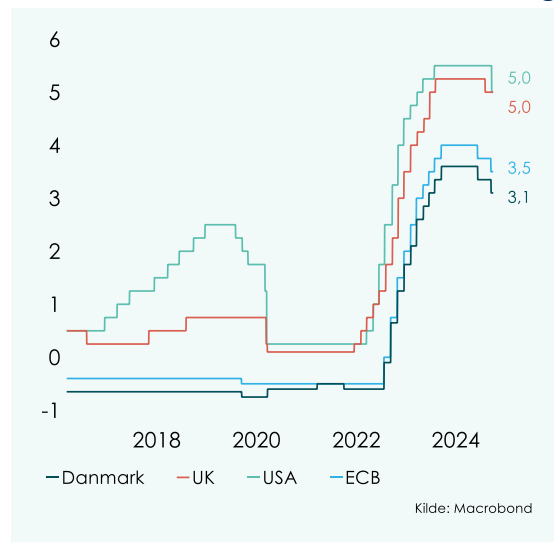
FED, den amerikanske centralbank, startede sin rentenedsættelsescyklus med en rentenedsættelse på 50 basispunkter i 3. kvartal. Mange økonomer havde forventet en mere moderat rentenedsættelse på 25 basispunkter, men FED øger tempoet og anerkender, at inflationen er begyndt at være under kontrol og arbejdsmarkedet svækkes. Så de har valgt en approach, hvor de i højere grad vil være på forkant, og prøve at 'front load' rentenedsættelser.

ECB, Den Europæiske Central Bank, og Danmarks Nationalbank nedsatte renten for anden gang med 25 basispunkter. Bank of England nedsatte renten for første gang.

Markedet forventer i de kommende kvartaler yderligere rentenedsættelser. For FED forventes yderligere 3 rentenedsættelser for året og 8 ved udgangen af 2025, hvilket vil sende renten ned på 3,0%. Det er markant mere dovish

end ved udgang af 2. kvartal, hvilket afspejler inflationsudviklingen og afkølingen af arbejdsmarkedet. For ECB forventer markedet, at der skal komme yderligere 2 rentenedsættelser i år, hvilket er en rentenedsættelse mere end ved udgangen af sidste kvartal.

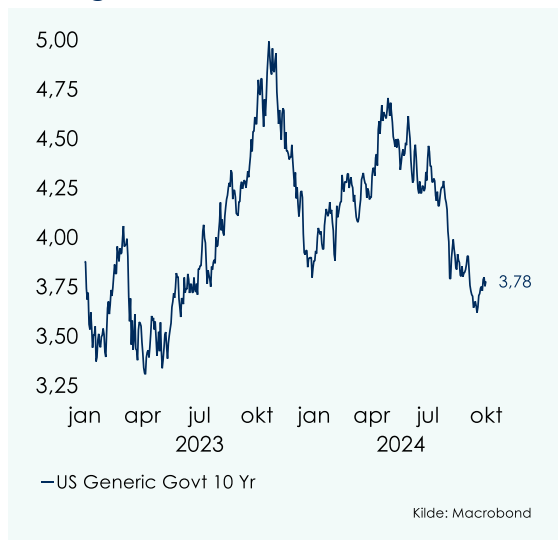
Centralbankers renter: Rentescænkninger



I 3. kvartal er den amerikanske 10-årige rente faldet med 61bp til 3,78%, hvilket har betydet fine obligationsafkast. Inflationen synes under kontrol, og arbejdsmarkedet er kommet ned i tempo. Derfor har investorer købt obligationer og presset renter ned, som en forsikring til, hvis økonomien skulle svækkes yderligere.

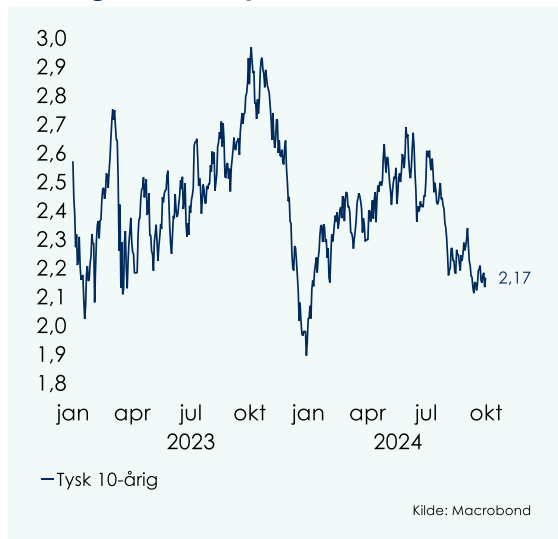
Rentekurven er ikke længere inverteret, dvs. den 10-årige amerikanske rente er højere end den 2-årige. Historisk set har en inverteret rentekurve været en god recessionsindikator, men til trods for at rentekurven har været inverteret i over 2 år, så er recessionen udeblevet. Forventningerne i markedet til rentescænkninger fra FED har været medvirkende til de lavere renter. Nu bliver investorerne igen belønnet for at købe obligationerne med længere løbetid.

10-årige rente i USA



Den 10-årige tyske rente er faldet 33bp til 2,17%. Udsigten til rentenedsættelser og recessionsfrygt har drevet renterne lavere. Den tyske rentekurve er, ligesom den amerikanske, ikke længere inverteret. Den samme udvikling har været gældende for de danske renter.

10-årige rente i Tyskland



For europæiske investment grade obligationer, virksomhedsobligationer med høj kreditkvalitet, er merrenten ift. statsobligationer omtrent uændret. Det betyder, at renterne på investment grade

obligationer er faldet tilsvarende statsobligationer. Det har betydet, at de har leveret et afkast på 3,1% i 3.kvartal.

EUR Corporate Inv. Grade kreditpræmie



For amerikanske højrente obligationer, er kreditpræmien, forskellen til statsobligationer, faldet 10bp. Renten er ligeledes faldet på højrente obligationer, hvilket betyder, at afkastet har været på 3,4% i 3. kvartal. Kreditpræmien steg kortvarigt op til 381bp da usikkerheden var størst, men er sidenhen faldet tilbage.

USD Corporate High Yield kreditpræmie

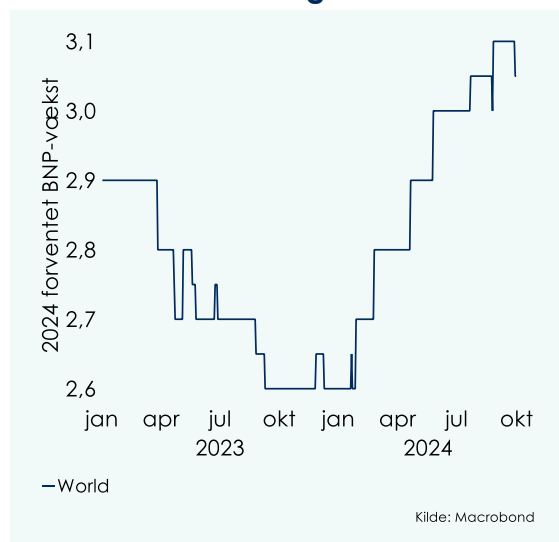


Økonomiske highlights

Verdensøkonomien fortsætter med at vise solid fremgang. Vækstestimerne for 2024 fortsætter med at blive oprevideret af analytikerne, jf. Bloomberg.

Oprevideringerne er mere moderate end de to foregående kvartaler, men den opadgående tendens fortsætter.

World BNP-forventninger 2024

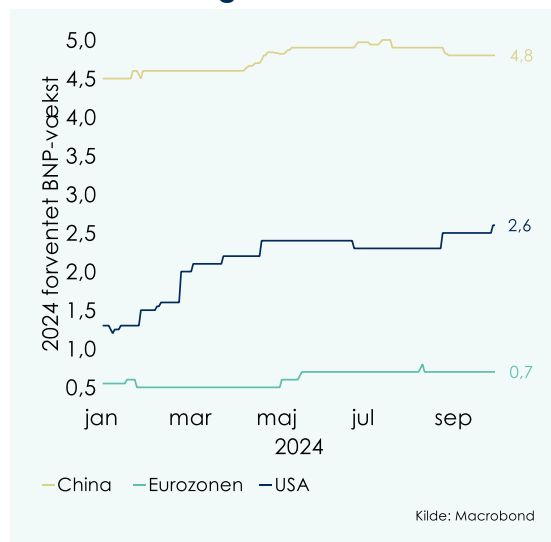


Vækstestimerne for 2024 i USA steg gennem 3. kvartal. Analytikerne forventer en vækst på 2,6%, hvilket er en pæn fremgang sammenlignet med estimerne i starten af året. Selvom finansmarkederne har frygtet en recession, så har økonomien fortsat de pæne takter. I Europa er vækstestimerne uændret for 2024, og her forventes en mere moderat vækst på 0,7%. Det er en stor kontrast til væksthiveauet i den amerikanske økonomi. Konjunkturbarometrene for særligt tysk og fransk økonomi peger fortsat på svære tider for fremstillingssektoren. De høje energipriser siden krigen i Ukraine, har udfordret fremstillingssektoren.

I Kina er vækstestimerne for 2024 blevet nedrevideret en anelse, og ligger på 4,8%, under deres mål på 5%. De faldende boligpriser presser den kinesiske økonomi,

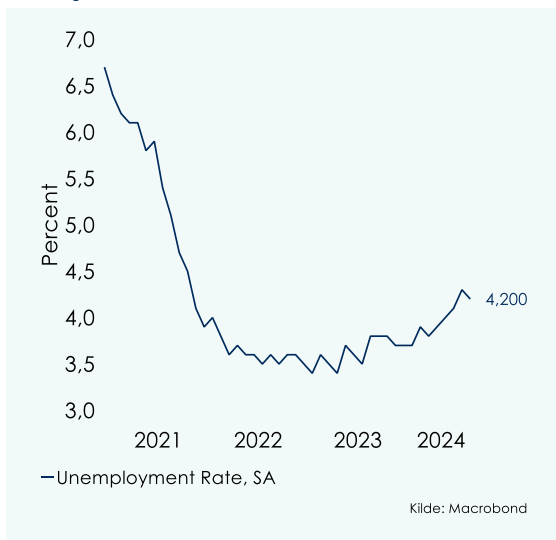
forbrugerne sparer mere op, hvilket mindsker den indenlandske efterspørgsel. Eksporten ud af Kina er fortsat fornuftig.

BNP-forventninger for 2024



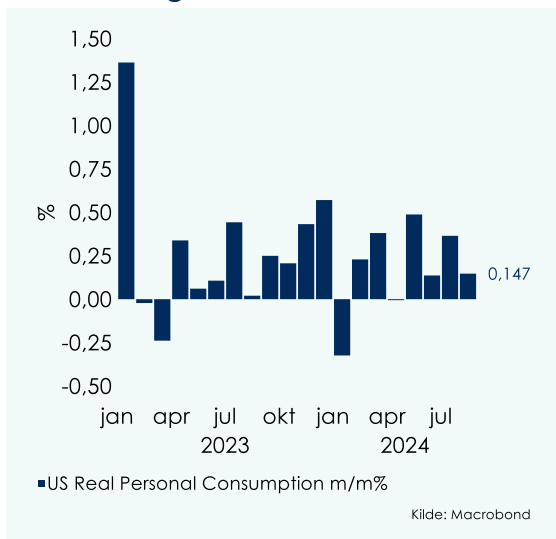
Udviklingen på det amerikanske arbejdsmarked har været i fokus i 3. kvartal. En svagere end ventet arbejdsmarkedsrapport i august skabte en recessionsfrygt i markederne, der sidenhen er mindsket. Beskæftigelsen vokser med en fin kadence, som er omtrent samme niveau som i årene op til coronakrisen. Arbejdsløsheden er steget til 4,2%, hvilket er 0,2%-point højere end ved udgangen af 2. kvartal. De ugentlige 'jobless claims', arbejdsløse som søger understøttelse, er fortsat på lave niveauer.

Arbejdsløshedsrate i USA



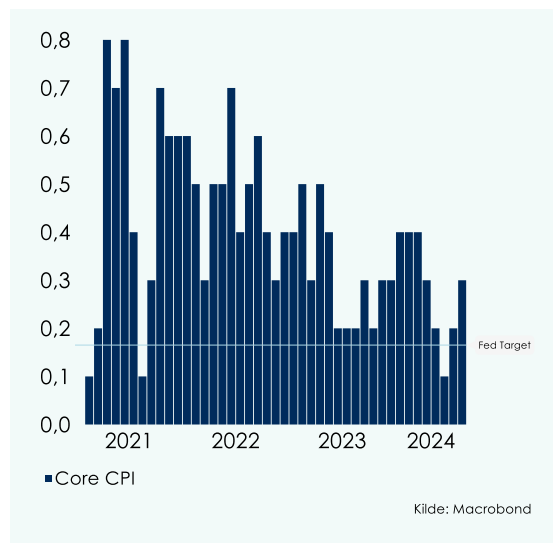
Udviklingen i privatforbruget er altafgørende for den økonomisk vækst i USA, da det udgør i omegnen af 68% af BNP. De seneste måneder har privatforbruget været rigtig stærkt, der er understøttet af arbejdsmarkedet og reallønsvæksten. De ekstra opsparede midler fra corona estimeres at være brugt, men udviklingen er fortsat konstruktiv for forbrugeren.

Privatforbrug i USA, m/m



Inflationsudviklingen i USA vurderes at være under kontrol. De seneste 3 måneder har den månedlige stigningstakt i gennemsnit været på 0,2%. Udviklingen i kerneinflation gør, at FEDs målsætning på 2% kommer tættere på. FED er begyndt at sænke renten, som er en anerkendelse af, at inflationen er på et mere acceptabelt niveau.

Kerneinflation i USA, m/m



Udvikling på globale markeder 3. kvartal pr. 30. september

Renter

	USA	Tyskland	UK	Japan
3-månedes Tbill	-74 bp	-60 bp	-32 bp	27 bp
2-årige renter	-65 bp	-28 bp	0 bp	34 bp
10-årige renter	-10 bp	15 bp	48 bp	25 bp
	EUR IG spænd	US HY spænd	EM stat spænd	
Kreditspænd	-21 bp	-24 bp	-58 bp	

Aktier

	S&P 500	Stoxx 600	OMX CC	Topix
Udviklede markeder	20,3%	9,5%	7,5%	11,8%
	Indien	Brasilien	Rusland	Kina
BRIC lande	16,8%	-1,1%	0,8%	20,8%

Råvarer

	WTI	Ædelmetaller	Landbrugsvarer
Industrimetaller 13,1%	-4,8%	13,0%	-7,9%

Valuta

EURvsUSD	EURvsJPY	EURvsGBP	EURvsSEK	EURvsNOK	EURvsCHF
1,5%	2,6%	-3,7%	-1,2%	4,8%	1,7%

Bloomberg, BankInvest

Forventninger

Vi befinder os fortsat i en verden med geopolitiske spændinger og politisk usikkerhed. Krigen i Ukraine fortsætter ufortrødent og spændinger i Mellemøsten har taget til. Det amerikansk præsidentvalg står for døren, og opgøret står nu mellem Harris og Trump, der kan skabe forskellige retninger indenrigs- og udenrigspolitisk.

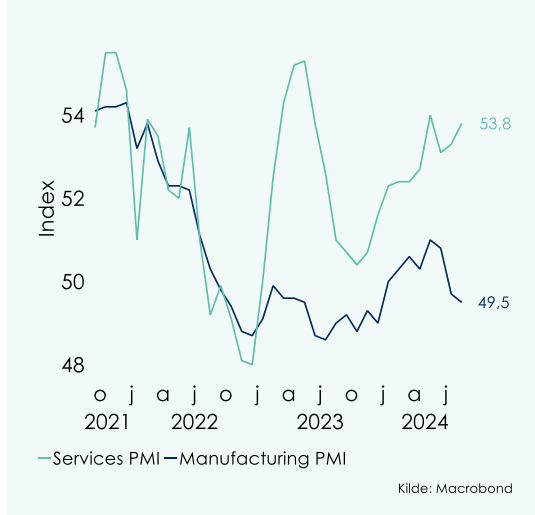
På trods af den geopolitiske uro, så fortsætter økonomien med at udvikle sig i en positiv retning i store dele af verden. Udviklingen sker i to forskellige retninger under overfladen. Serviceerhvervene har det godt og vokser, mens industrien er

under pres. Den globale økonomi kan fortsat vokse imens dette er tilfældet. Analytikerne forventer, at den globale økonomi vokser ca. 3% i år og i 2025. Vi er fortsat konstruktive på den økonomiske udvikling og perspektiverne herfor. Den globale inflation er faldende, realindkomsterne er stigende, gælden er ikke stigende ift. BNP og energipriserne ligger på lave niveauer.

Vi vurderer, at de aktuelle prognoser for den globale økonomi tegner et realistisk billede af den økonomiske situation. En slowdown, økonomisk fremgang i et lavere tempo, er fortsat vores base case, og vi vurderer ikke, at vi ser ind i recession, periode med økonomisk tilbage. Vi anerkender dog, at

sandsynligheden for en recession er steget igennem 3. kvartal.

Globale PMI's: Blandede signaler

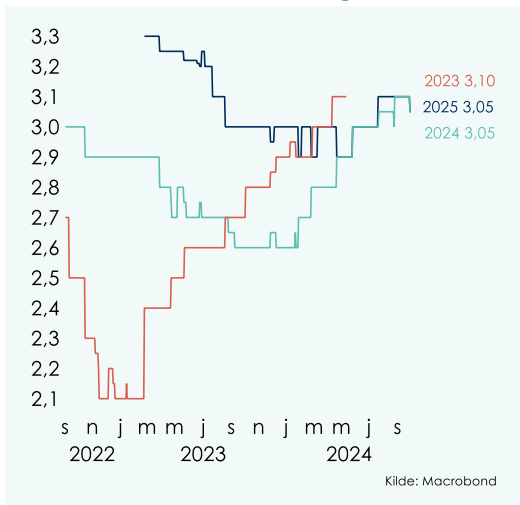


Historisk har PMI korreleret bedre med den økonomiske aktivitet, og derfor lægger vi mest vægt på den indikator. Begge indikatorer peger dog på, at der sker pæne fremskridt i servicesektoren. Det kommer også til udtryk i tallene for privatforbruget. Væksten i vareforbruget er moderat, mens væksten er højere i forbruget af services i form af oplevelsesøkonomi, boligrelaterede og finansielle tjenester m.v.

ISM & PMI for industrien er faldet pænt under 50

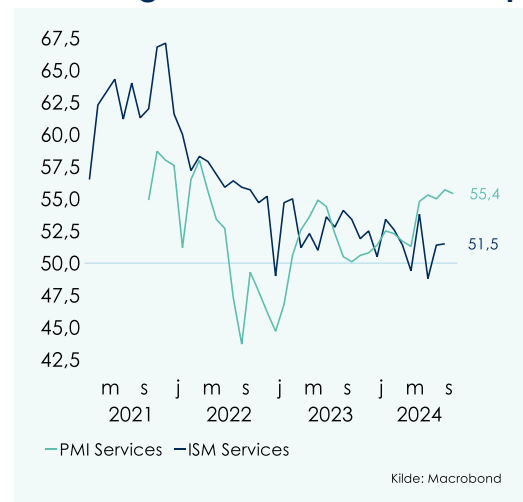


Forventet BNP-vækst globalt y/y%



Konjunkturbarometrene, PMI, for den amerikanske økonomi giver et lidt mudret billede af to årsager. I PMIs er der stor divergens mellem service- og fremstillingssektoren. Servicesektoren klarer sig en del bedre og trækker økonomien op, mens fremstillingssektoren halter efter. Det er værd at bemærke, at servicesektoren beskæftiger klart flere amerikanere end fremstillingssektoren. Der er ret stor divergens mellem PMI og ISM for services, hvor fremgangen synes mere moderat i ISM.

Servicesektoren klarer sig en del bedre og trækker økonomien op



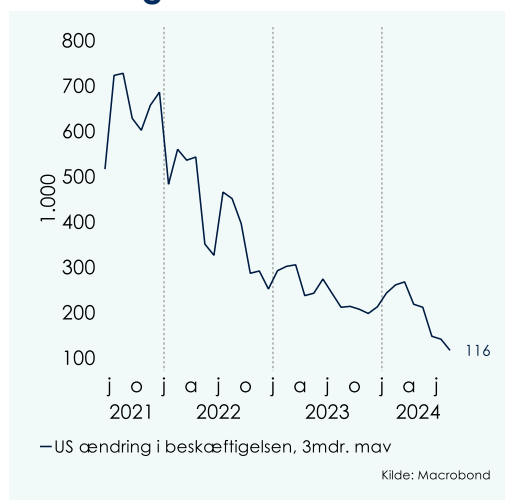
Det aktuelle tempo i økonomien er fortsat rigtig pænt. Seneste estimater fra Atlanta FED og New York FED ligger på 3,0% for Q3, hvilket er langt fra recessionsscenarioet.

Atlanta FED og NY FED Q3 BNP-estimer ligger fortsat pænt



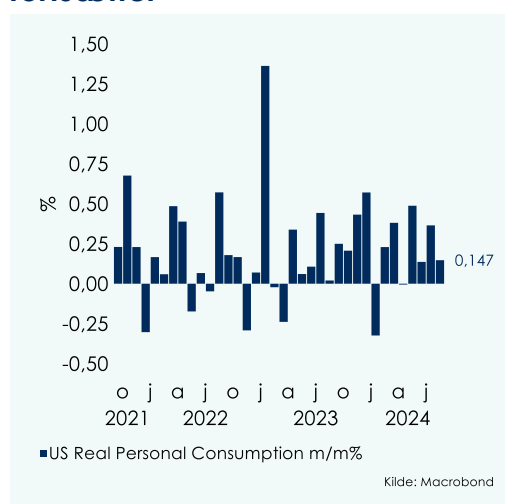
Afmatningen på arbejdsmarkedet er tydelig. Beskæftigelsesvæksten er på et lavere niveau. Ser vi på den gennemsnitlige ændring over de seneste 3 måneder, så er vi nede på en jobskabelse på 116.000 jobs om måneden. Arbejdsløsheden ligger på 4,2% og er steget markant fra bunden på 3,4% sidste år. Antallet af jobåbninger (JOLTS) er lavere og interessen for at ansætte i konjunkturbarometrene peger også nedad. Ligeledes melder forbrugerne om, at det er blevet sværere at få et job. Det er afgørende, om arbejdsmarkedet kommer til at stabilisere sig herfra, eller om den nedadgående trend fortsætter. Vi forventer, at vi fortsat kommer til at se positiv beskæftigelsesvækst fremadrettet. Arbejdsmarkedet falder godt ind i vores tese om, at økonomien befinder sig en 'slowdown' og, at vi er på vej mod den bløde landing.

Beskæftigelsesvækst tenderer ned



De seneste måneder har realvæksten i privatforbruget været på et temmelig højt niveau. I de seneste 3 måneder ligger den månedlige stigningstakt i gennemsnit på ca. 0,3%, der svarer til omtrent 3,5% annualiseret. Det forventer vi bliver mere moderat, da kadencen ikke er holdbar på sigt. Opsparingskvote er højere end hidtil antaget, på ca. 5%, og realindkomsten stiger i et lavere tempo. Vi forventer en afmatning i privatforbruget, der vil befinde sig i leget 1-2% annualiseret henover Q4 og Q1. Det er nok til at holde hånden under økonomien.

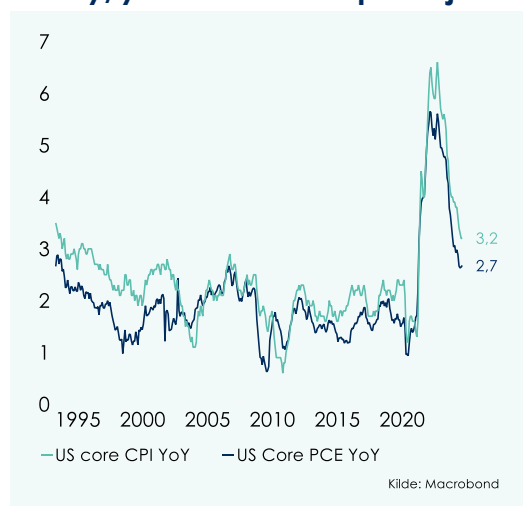
Realvæksten i privatforbruget fortsætter



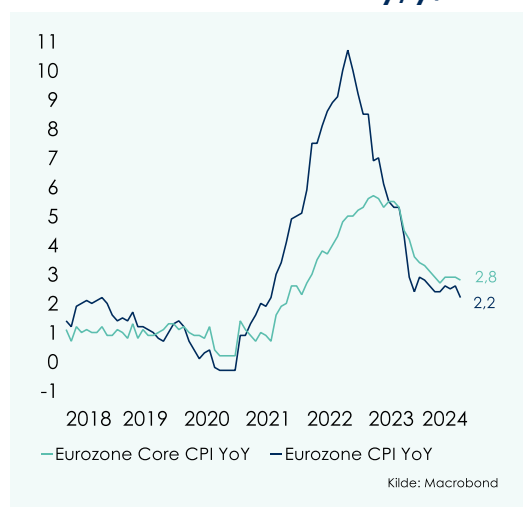
Seneste måned steg kerneinflationen i USA 0,3% m/m, hvilket var en for høj kadence. Den overordnede trend peger fortsat klart ned, vi forventer at stigningerne fremover vil blive mere afdæmpet.

I eurozonen viser inflationen træghed, hvor kerneinflationen er steget 0,2-0,3% m/m over de seneste 3 måneder. Lønvæksten aftager, inflationsforventningerne peger nedad, og økonomien er i svag fremgang. Vi mener, at det hele fortsat giver ECB muligheden for at sænke renterne. Vi forventer, at den korte rente vil komme ned i et niveau omkring 2% i løbet af 2025.

Målt y/y er inflationen på vej ned

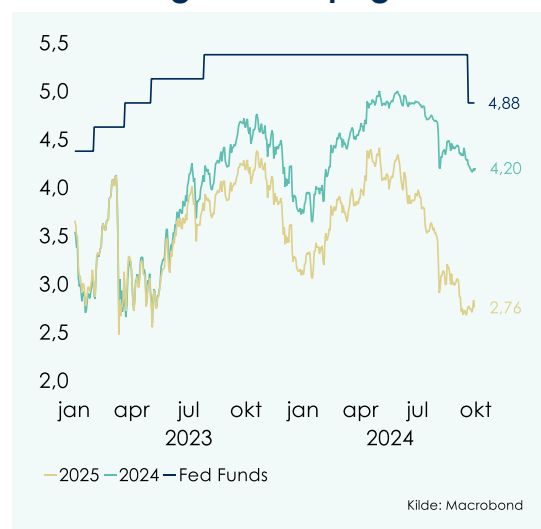


Eurozone kerneinflation y/y%



Forventningerne peger ned for både FED og ECB efter at begge centralbanker har sænket renten 50bp i år. Markedet forventer yderligere 3 rentenedsættelser fra FED i år, hvilket vi vurderer til at være i overkanten. For ECB forventer markedet 2 rentenedsættelser i år, hvilket vi vurderer som fair. Markedet forventer at renterne bliver betydeligt sat ned i 2025.

Forventninger til FED peger ned



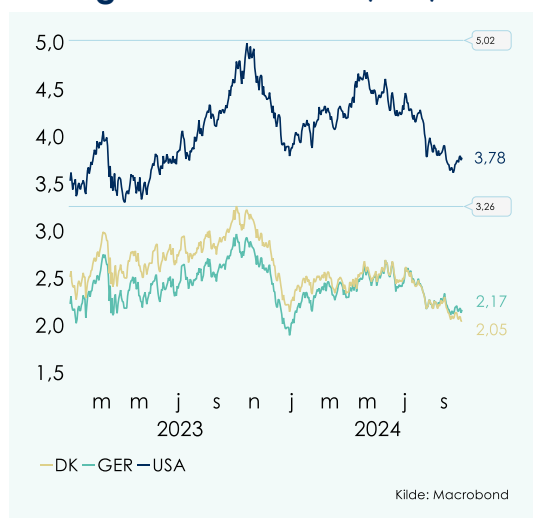
Forventninger til ECB peger ned



Vi har en forventning om, at FEDs korte rente på længere sigt skal ned i niveauet 2,5-3,0%. Det er antageligvis et fair niveau for den 'neutrale rente', og eftersom der skal være

en præmie på længere renter, så forventer vi en amerikansk 10-årig rente i niveauet 3,5-4,5%. Hvis inflationsforventningerne holder sig i 2-2,5% niveauet, vil der være tale om en positiv forventet realrente på 1,5-2,5%, som vi vurderer fair. Vi befinder os senest på 3,78%, hvilket er den nedre del af intervallet. Risikoen for lavere renter er, at økonomien svækkes yderligere, hvilket ikke er vores forventning.

10-årige statsrenter i US, GE, DK



Indtjeningsestimerne fortsætter med at pege på en solid fremgang. Regnskabssæsonen for Q2 har bidraget til at fastholde de positive EPS-forventninger. Fokus på aktiemarkedet er i høj grad også blevet rettet mod det amerikanske valg. Vi ser det mest positive scenarie for aktier med en republikansk sejr i Det Hvide Hus og i Kongressen. Det vil give de bedste rammebetingelser for erhvervslivet. For dele af aktiemarkedet kan det dog blive udfordret, f.eks. virksomheder som er afhængige af import fra Kina. Grønne investeringer vil formodentlig blive udfordret, hvis IRA (Inflation Reduction Act) bliver annulleret, mens fossile selskaber kan få medvind.

Vi vurderer, at en sejr til demokraterne i Det Hvide Hus og begge kamre vil være det

mest negative for aktiemarkedet. Højere skatter på erhvervslivet og velhavere, samt øget regulering kan blive en realitet.

Valget er utroligt svært at forudsige og i øjeblikket ser kapløbet mellem Trump og Harris rigtig tæt ud. Vi er dog overordnet set stadig positive på aktier. Vi forventer, at trenden vil fortsætte op over de kommende 6-12 måneder. Vi forventer også, at der kan komme en del volatilitet op til præsidentvalget d.5. november.

S&P500 EPS estimerne stiger



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