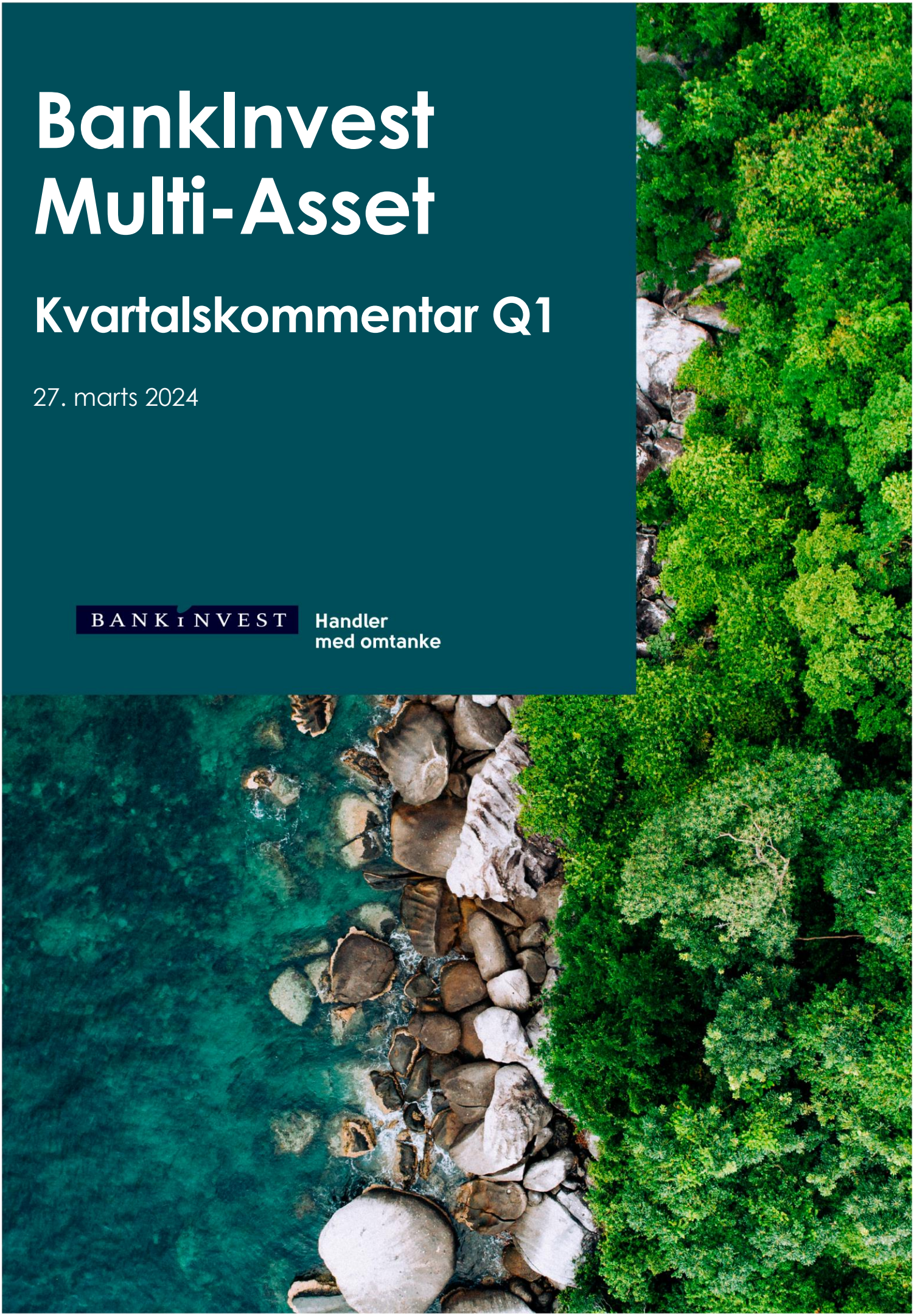
BankInvest Multi-Asset

Kvartalskommentar Q1

27. marts 2024

BANKINVEST Handler med omtanke



Finansielt overblik

Redaktionen afsluttet 27. marts

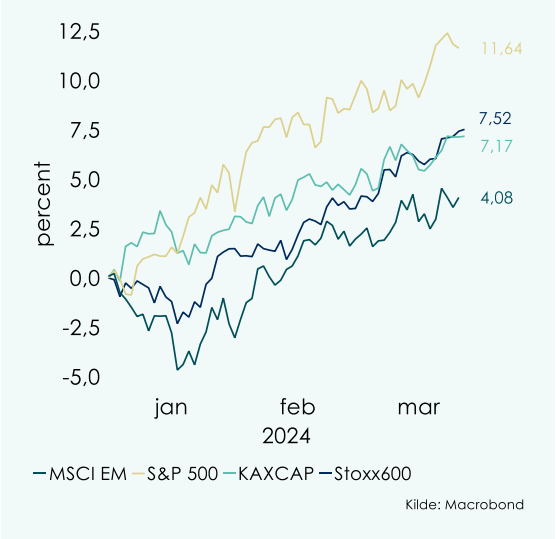
Første kvartal har været rigtig stærkt for aktier. Det er amerikanske aktier, der har ført an siden årets begyndelse. Europæiske og danske aktier har også leveret rigtig flotte afkast i årets første 3 måneder.

S&P500 har leveret et afkast på 12% i DKK, og sat nye rekorder. En stigende vækst-optimisme og en kraftig mindsket recessionsrisiko har fået globale investorer til at øge deres aktieeksponering. Momentum i aktier og kunstig intelligens er fortsat ind i 2024.

Stoxx600 har også nydt godt af den gode stemning og er oppe med 7,4% afkast i år. Udsigterne for europæisk økonomi er også i svag bedring, om end fremgangen er noget svagere end i USA. Danske aktier er ligeledes startet året rigtig flot med afkast på 7%, trods stigende renter, hvilket danske aktier traditionelt set har haft en høj følsomhed over for.

EM-aktier halter fortsat efter Developed Markets, men har alligevel givet et afkast på 4,3% i DKK i kvartalet. Starten af januar var hård for EM, men markedet er sidenhen kommet igen. EM-universet har været presset af krisen i ejendomssektoren og et vigende privatforbrug i Kina. Der har dog været tegn på bedring i de seneste tal for industriproduktionen i Kina, hvilket eksporttal fra nærliggende lande også indikerer. Partikongressen i Kina udmeldte et pænt vækstmål på 5% for nylig, men uden en konkret plan for de strukturelle udfordringer. Derfor har globale investorer fortsat været lunkne ved kinesiske aktier.

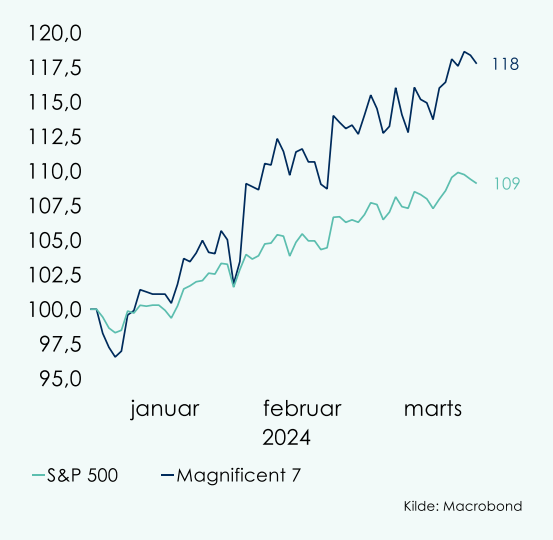
Aktiemarkeder: Totalafkast siden 31.12



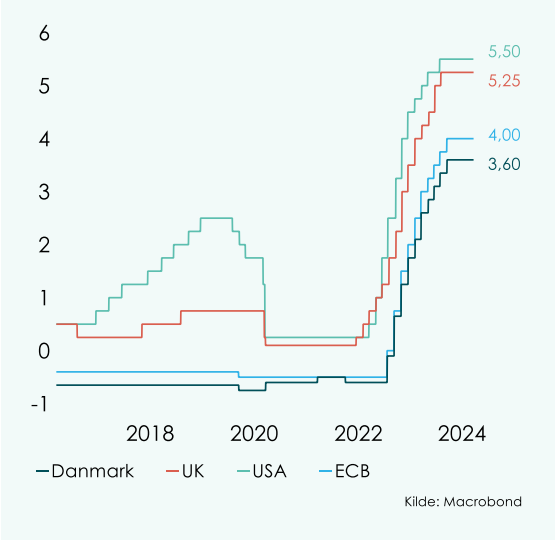
I 2023 var et af de helt store temaer de store Tech-selskaber i USA, der drev udviklingen i de toneangivende indeks. Den tendens er fortsat ind i 2024, hvor Magnificent 7 indekset har givet et afkast på 9 procentpoint mere end S&P 500. Det er stadig kunstig intelligens, som dominerer markederne, hvilket de store Tech-selskaber i høj grad er eksponeret til. Det har også været medvirkende til, at amerikanske aktier har givet et højere afkast end europæiske, grundet en højere eksponering til teknologi. De store Tech-selskaber har også fået stablet en solid indtjeningsmotor på benene, der samtidig har formået at overgå markedets forventninger. Løftet i aktier i år er dog bredt funderet, og ikke samme koncentration i Tech som i 2023.

Under overfladen er der store forskelle i Magnificent 7 indekset, hvor vinderne i 1. kvartal er Nvidia og Meta, der er blevet løftet af kunstig intelligens og stærke regnskaber. I den tunge ende finder vi Tesla og Apple, der har været udfordret i årets første måneder.

S&P 500 og Magnificent 7



Centralbankers renter: Uændret

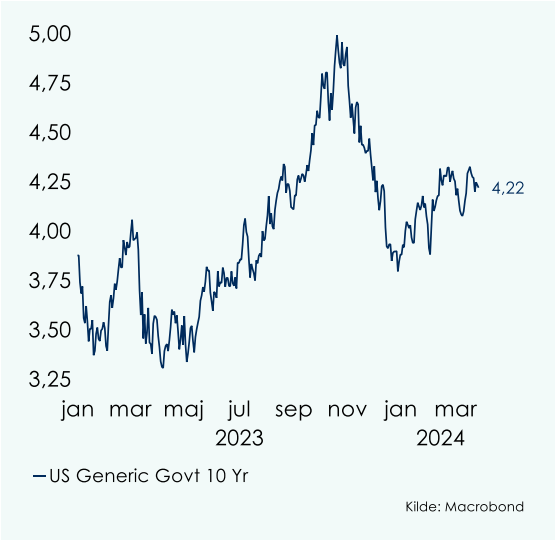


Centralbankerne er som regel en stor drivkraft på aktiemarkederne, og i 1. kvartal har centralbankerne fastholdt renterne. Ved årets indgang priste markedet, at den amerikanske centralbank ville komme med første rentenedsættelse på mødet i marts. Det blev ikke tilfældet, grundet en stærk beskæftigelse og en inflation, som fortsat har en for høj månedlig stigningstakt. Derfor har centralbankerne fastholdt den restriktive pengepolitik, hvilket også er kommet til udtryk i deres kommunikation. Dermed forventer markedet nu 3 rentenedsættelser i år mod 6 i starten af året. Det afspejles i de lange renter, der også er steget lidt i år.

Aktierne har stået godt imod 'reprisningen' af FED. Det er derimod de bedre vækstudsigter og kunstig intelligens, som har domineret positivt og modvirket de stigende renter. Dermed bevæger markederne sig ind i et regime, hvor gode makro nøgletal bidrager positivt til aktiers kursudvikling. Her vurderes de gavnlige effekter af økonomisk vækst, i form af indtjeningsvækst, højere, end de negative effekter af højere renter på aktiemarkedet.

I første kvartal er den amerikanske 10-årige rente steget med 34 bp til 4,22%. Det kommer efter, at vi så et stort fald i slutningen af 2023. Niveauet er under toppen fra oktober, mens ellers skal vi tilbage til 2007 for at se tilsvarende niveauer.

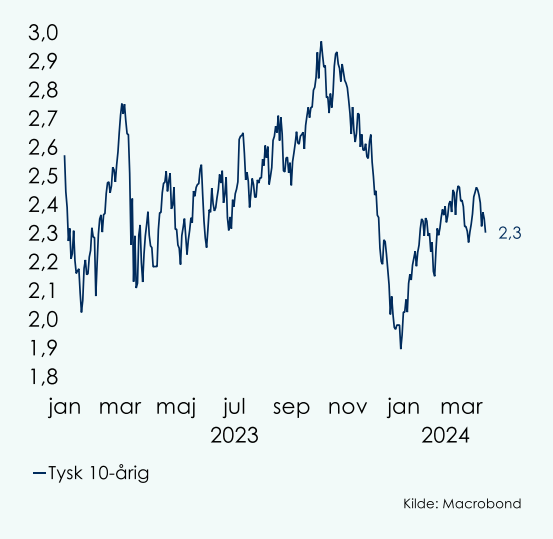
10-årige rente i USA



De lange renter er også steget i Europa, hvor den tyske 10-årige er steget med 28 bp til 2,3%. Renten er stadig under toppen fra oktober, men er omkring niveauet gennem 2023. Det kommer dog efter, at man ikke har set den samme fremgang i europæisk økonomi kontra den amerikanske.

Rentekurven er fortsat inverteret, hvilket betyder, at de kortere renter er højere end de lange renter. Dermed får investorerne ingen præmie for at købe obligationer med længere løbetid fremfor kortere obligationer. En invertering af rentekurven kan indikere øget usikker, og er ofte blevet brugt som en recessionsindikator, men recessionen er indtil videre udeblevet. Inverteringen er et resultat af centralbankernes bekæmpelse af inflation, der har krævet en restriktiv pengepolitik. Derfor er det naturligt med rentesænkninger, når inflationen er kommet ned på centralbankernes mål på 2%.

10-årige rente i Tyskland



For europæiske investment grade obligationer, virksomhedsobligationer med høj kreditkvalitet, er forskellen til en statsobligationsrente faldet i første kvartal. Det samme gør sig gældende for rentespændet på amerikanske højrente virksomhedsobligationer. Renterne på de lange statsobligationer er steget mere end på virksomhedsobligationer, hvilket betyder, at kreditpræmien er faldet på virksomhedsobligationer. Den øgede vækstoptimisme har reduceret risikoen for en recession, og dermed sandsynligheden for konkurser. Virksomhederne i højrente-segmentet har i stor grad været i stand til at refinansiere deres gæld med længere løbetider, da renten stadig var lav. Dermed har virksomhederne ikke været nødsaget til at refinansiere gælden med de højere renter. Rentespændet handler på et lavt niveau i en historisk kontekst.

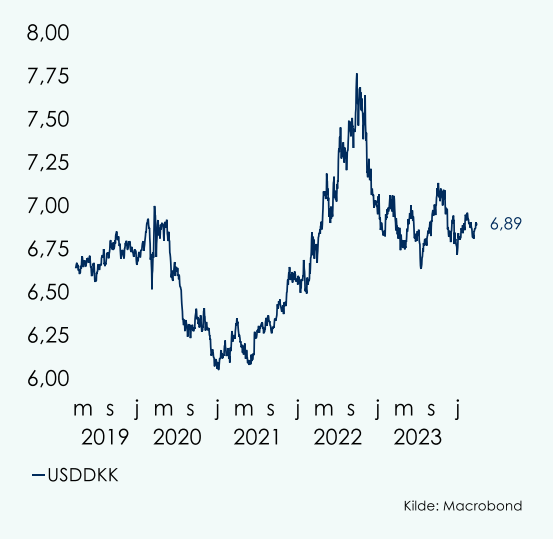
EUR Corporate Inv. Grade kreditpræmie

USD Corporate High Yield kreditpræmie

På valutamarkederne er dollaren blevet styrket overfor danske kroner med ca. 2%. Stigningen kan i høj grad forklares af det forskellige vækstbillede i USA og Europa, og dermed den relative rentedynamik. Makroøkonomiske nøgletal har overrasket positivt i USA, og i særdeleshed i januar og

februar. I Europa har vækstudviklingen været meget mere beskeden end i USA.

USD stærkere mod DKK



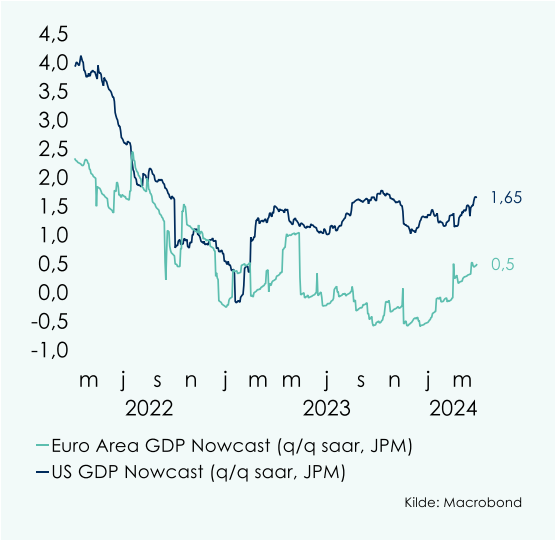
Økonomiske highlights

Den globale økonomi er kommet godt fra land i 2024. J.P. Morgans nowcast BNP-indikator peger på en vækst i Q1 på 2,1%, hvilket er en stigning fra 1,4% ved årets start. Det er dog fortsat ikke en økonomi, der buldrer fremad, eftersom det fortsat er under det langsigtede gennemsnit for indikatoren på 2,5%.

Global BNP 'Nowcast' Q1 2024

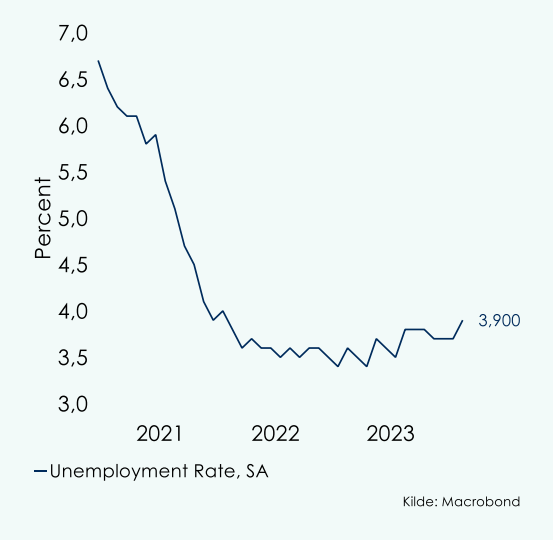
Vi ser store regionale forskelle i det globale vækstbillede. Europa har været i bedring i år, men nowcast indikerer en vækst på 0,5%. Industrien er ikke for alvor kommet i gang i Europa, hvilket konjunkturbarometrene (PMI) også bekræfter. Den globale økonomi befinder sig fortsat i en post corona verden, hvor det er servicesektoren, som er den primære vækstmotor. Det samme billede tegner sig i USA, her udgør serviceerhvervene en væsentlig større andel. Nowcast i USA indikerer en BNP-vækst på 1,7%, hvilket fortsat er under niveau, men modsat også langt fra recessionsscenariet, som mange analytikere havde forudsagt. Årets første kvartal har understøttet vejen mod en blød landing.

BNP Nowcast USA og eurozonen Q1

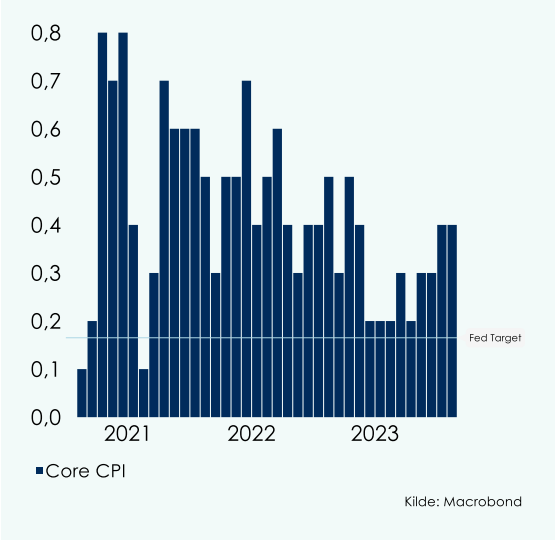


Arbejdsmarkedet i USA er stadig solidt. I første kvartal var der en pæn beskæftigelsesfremgang. Arbejdsløshedsraten er steget fra 3,7% til 3,9%, hvilket i en historisk kontekst er et rigtig stramt arbejdsmarked. Jobefterspørgslen er dog aftagende, men stadig på et højt niveau. De ugentlige 'jobless claims' fortsætter på lave niveauer, og bekræfter det stærke arbejdsmarked.

Arbejdsløshedsrate i USA



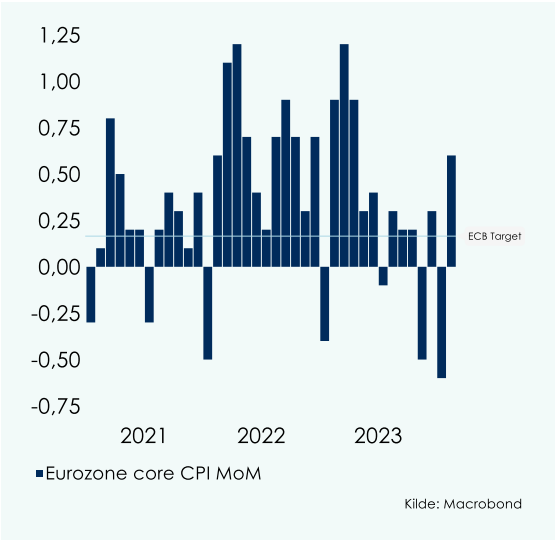
Kerneinflation i USA, m/m



Inflationen er fortsat på et for højt niveau i USA. Den månedlige stigningstakt i kerneinflationen er et stykke over FED's målsætning på 2% over tid, hvilket svarer til en månedlig stigningstakt på 0,17%. De seneste to måneder har stigningstakten været 0,4% m/m i USA, hvilket har betydet, at FED har fastholdt den restriktive pengepolitiske rente, da arbejdsmarkedet samtidig har været stærkt.

I euroområdet er inflation ligeledes høj, men viser i mindre grad træghed i priserne. Den månedlige stigningstakt i kerneinflationen har været utrolig svingende i år. Inflationspresset ses væsentlig mindre i Europa på nuværende tidspunkt. Europa er også blevet hjulpet af relativt stabile energipriser, der er blevet holdt moderate hen over vinteren.

Kerneinflation i euroområdet, m/m



Udvikling på globale markeder ÅTD pr. 27. marts

Renter

	USA	Tyskland	UK	Japan
3-måneds Tbill	2 bp	2 bp	-4 bp	15 bp
2-årige renter	35 bp	46 bp	21 bp	14 bp
10-årige renter	36 bp	32 bp	43 bp	11 bp

	EUR IG spænd	US HY spænd	EM stat spænd
Kreditspænd	-23 bp	-22 bp	-39 bp

Aktier

	S&P 500	Stoxx 600	OMX CC	Topix
Udviklede markeder	9,1%	6,7%	5,6%	18,3%
	Indien	Brasilien	Rusland	Kina
BRIK lande	1,1%	-5,5%	5,9%	-1,9%

Råvarer

Industrimetaller	WTI	Ædelmetaller	Landbrugsvarer
-0,6%	13,9%	-3,2%	-1,5%

Valuta

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

Bloomberg, BankInvest

Forventninger

Resten af 2024, økonomisk, finansielt og politisk, bliver en særdeles spændende rejse. Der hersker en hel del usikkerhedsmomenter.

Inflationsudviklingen i særligt USA har overrasket på den høje side i de sidste par måneder. Vil vi se en mere afdæmpet udvikling igen eller en videreførelse af dette? Hvis *ikke* inflationen falder en del betyder det 'higher for longer' korte renter i USA og store dele af verden. Det vil slide på væksten og presse indtjeningen i virksomhederne.

Nogen spår en recession mod slutningen af 2024 og ind i 2025 i USA med store negative ringvirkninger på andre lande, pres på aktiemarkederne men også store fald i renterne på obligationer i de mere sikre dele af markedet.

Geopolitisk er der rigeligt med usikkerhed, jf. Ruslands aggressioner, spændingerne i Mellemøsten, en form for konfrontation mellem Kina og 'Vesten', og så det amerikanske præsidentvalg i november. Der er en hel del her, der kan spænde ben for en ellers fornuftig udvikling økonomisk og finansielt.

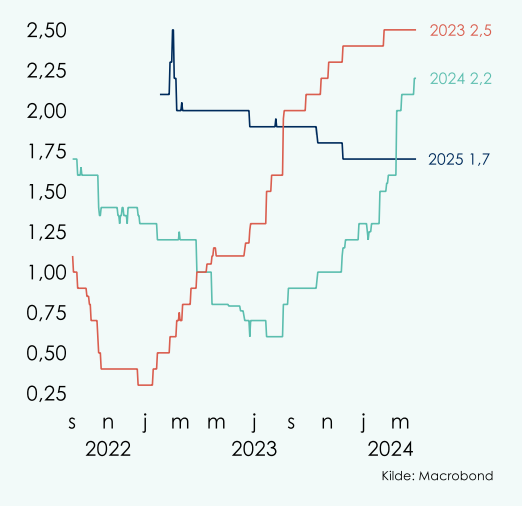
Vores base case ligger ret tæt på konsensus. Økonomerne regner med en fremgang i den amerikanske økonomi på pæne 2,2% i 2024, magre 0,5% i eurozonen og hæderlige 4,6% i Kina. Prognoserne peger også på en yderligere fremgang i 2025, hvilket også er vigtigt. Det lyder ikke helt skævt. Men risikoen ligger på nedsiden.

Vi tager udgangspunkt i en fortsat relativ høj tiltro til, at inflationen kommer ned i USA og i eurozonen i et omfang, der åbner for mærkbare pengepolitiske lempelser ind i H2 2024 og 2025 med. Vi anerkender usikkerheden om inflationsscenariet, særligt i USA, hvor væksten og arbejdsmarkedet har overrasket positivt. Men vi forventer også at se en vis 'slowdown' i det amerikanske arbejdsmarked, der holder løninflationen nede. Det er det helt centrale for et lavere inflationsperspektiv.

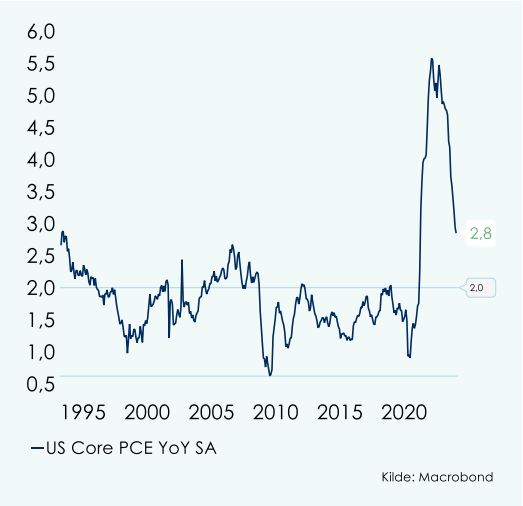
Vi kan tage fejl - men vi er ret overbeviste om, at kerneinflationen i USA, målt ved core PCE, kommer ned mellem 2-2,5% y/y i løbet af Q2 og Q3. Det vil være nok til at katalysere den første rentesænkning på 25bp fra FED senest på mødet 31. juli, måske allerede på mødet d. 12. juni. Markedet priser i øjeblikket, at den korte rente vil falde fra 5,33% nu til 4,55% ultimo året. Et sådant fald på knap 80bp, ca. 3 rentesænkninger á 25bp, er yderst rimeligt.

Med stagnation i eurozonens BNP-vækst er der endnu mere grund til at forvente faldende inflation og mere lempelig pengepolitik. Kerneinflationen er senest nede på 3,1% y/y, og vi vil forvente at se 2% målet nået i løbet af 2024. Markedet og vi ser en stor sandsynlighed for, at ECB sætter renten ned 25bp på mødet 6. juni og senest 18. juli. I alt kalkuleres der i markedet med en rentesænkning på knap 100bp i 2024, hvilket forekommer yderst realistisk. Vi vil ikke blive overraskede, hvis renten ender med at blive sænket mere i både FED og ECB.

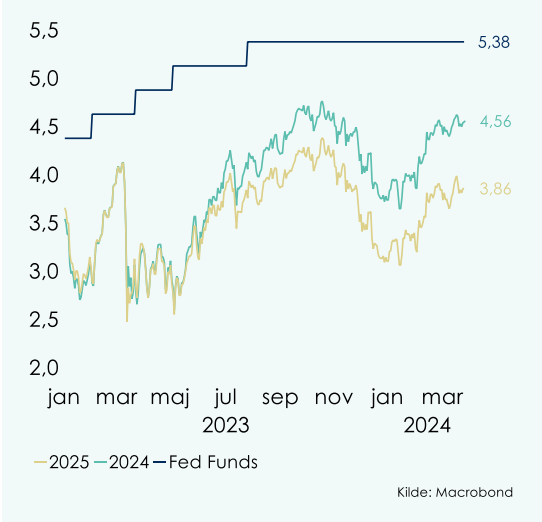
Forventet BNP-vækst i USA y/y%



USA kerneinflation y/y falder



Forventninger til FED peger ned



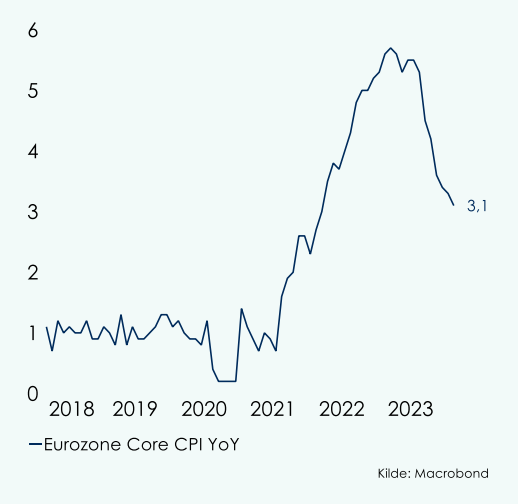
Det vil også betyde rentesænkninger i samme målestok i Danmark. Andre lande i Europa som Sverige og UK vil også se rentesænkninger.

Faldende inflation og mere lempelig pengepolitik vil i sig selv støtte den økonomiske aktivitet og øger odds for, at vi ikke rammer en hård nedtur. Inflationen steg kraftigt hen over Coronakrisen og Ukraine-krigens udbrud, også selv om samfundsøkonomierne havde det svært. Tilsvarende er det meget muligt og realistisk, at inflationen falder, selvom den økonomiske vækst er i fremgang. Vi har svært ved at købe ind i budskabet om, at inflationen er kommet op på et væsentligt højere strukturelt niveau. Tværtimod vil vi forvente på længere sigt en mere afdæmpet inflation i lyset af betydelige teknologisk drevne produktivitetsgevinster.

Kina har sin helt egen makrocyklus, drevet af en række strukturelle og cykliske tendenser. Landet har i årtier høstet de lavthængende frugter i form af import af teknologisk knowhow, og billig og rigelig arbejdskraft. Nu er Kina trendvis på vej ned i vækstgear, og samtidig er der nogle helt unikke udfordringer. Det gælder i ejendomssektoren og dele af industrien i form af overkapacitet. Det gælder også i form af høj gæld i provinserne via LGFV (Local Government Financing Vehicles), der bl.a. anvendes til finansiering af infrastrukturprojekter. Dertil kommer Kinas internationale relationer, der på nogen områder forværres: Tech-krigen mod Vesten er en realitet. Men Kina har *også* sine styrker og herunder rigtig meget fokus på egne økonomiske udfordringer. Det er tydeligt, at myndighederne løbende kører en meget kalibreret politik, der spænder vidt fra finans- og pengepolitik til industripolitik. Kina er godt og grundigt på vej op i den højteknologiske pyramide og vil vokse pænt i de kommende år.

Forventet euro BNP-vækst y/y%

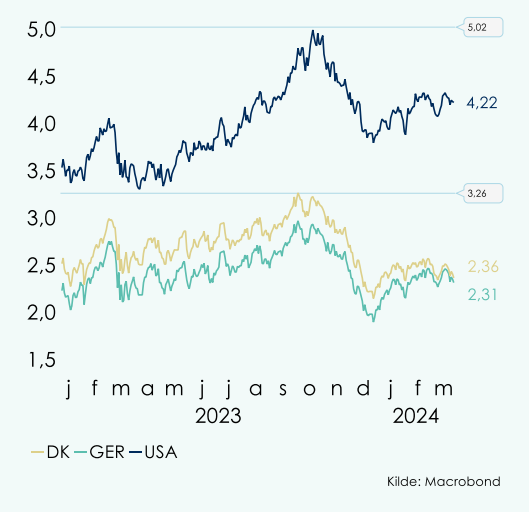
Eurozone kerneinflation y/y%



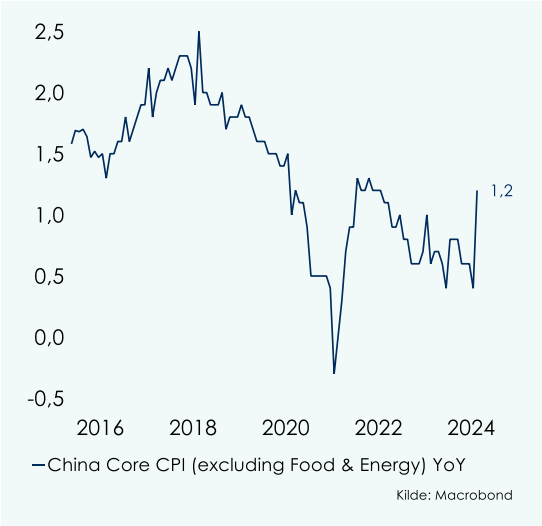
Forventninger til ECB peger ned

Kina forventet BNP-vækst y/y %

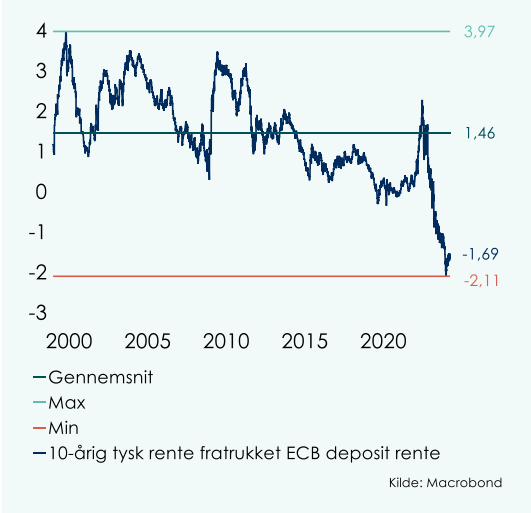
10-årige statsrenter i US, GE, DK



Kinas kerneinflation nær 0%



10-årig tysk rente – ECB rente

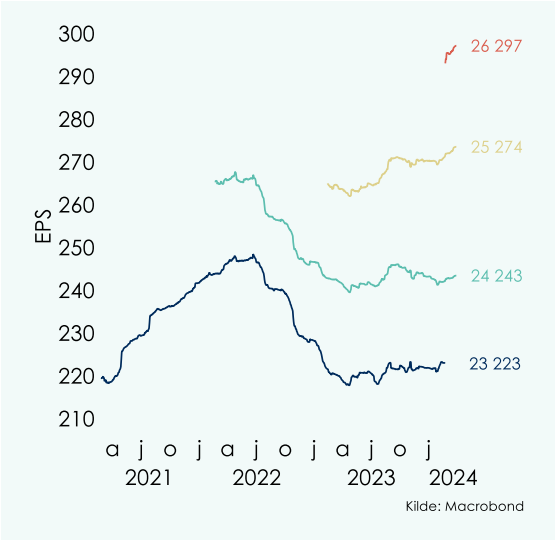


En 'sidegevinst' ved Kinas problemer med overkapacitet er, at inflationen ligger lavt. Kerneinflationen er nede på senest 1,2% y/y, hvilket er noget lavere end i USA og Europa. Det betyder også, at der er mulighed for endnu mere lempelig penge- og kreditpolitik gennem 2024. Beijing har sat et vækstmål på ca. 5%, og det bør være inden for rækkevidde.

Med udsigt til lavere korte renter i år fra FED og ECB er der også mulighed for lavere lange renter. Det plejer ofte at være mønsteret. Vi noterer os imidlertid, at fx de 10-årige tyske renter på 2,3% ligger lavt relativt til de helt korter renter omkring 4%. Rentekurven er simpelthen inverteret massivt. Det lægger et låg på potentialet for faldende lange renter. Vi kalkulerer 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 'fair value' på den 10-årige rente bevæge sig mod 3,5-4,5%. Vi ligger i øjeblikket i den øvre del af dette interval, 4,2%, og vil forvente at se renten nede i 3,5-4% mod slutningen af 2024.

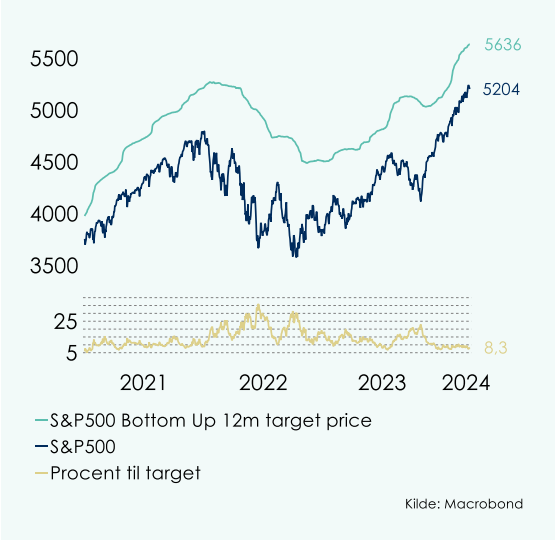
S&P500 EPS estimater: Optimisme



Aktiemarkedet bugner af optimisme, bl.a. drevet af positive forventninger til den fremadrettede indtjening. Det gælder både i Tech, men også i store dele af det øvrige aktiemarked. I USA er konsensus blandt aktieanalytikerne en stigning i EPS fra 223 USD i 2023 til 243 USD i 2024 og 274 USD i 2025. Det svarer til en årlig vækst på 9% i 2024 og 13% i 2025. Analytikerne har det ofte med at være lidt for 'bullish', men vi er enige i retningen. Det forudsætter et fornuftigt makroscenarie, jf. forventningerne til vækst, inflation og renter ovenfor.

Med udsigt til EPS-vækst i USA omkring 10% p.a. i snit gennem de kommende par år, er der også plads til yderligere kursstigninger. Det gælder i USA og i resten af verden. Vi anerkender til fulde, at det er gået stærkt med afkastet på MSCI AC World her i årets første kvartal. Det ligger på ca. 10% i DKK. Gennemsnittet over de sidste 25 år er ca. 7%. Men der kan godt være plads til yderligere +5% point i resten af 2024. Vi vil forvente at se en eller flere korrektioner gennem året, men også et marked, der vil rette sig igen på udsigten til bedre tider.

S&P500 EPS Bottom Up Target: +8,3%



En vigtig forudsætning er, at oliepriserne ikke stiger væsentligt herfra. Ind til videre har vi set en stigning på 10-15% år til dato. Det handler bl.a. om, at dele af Ruslands kapacitet er blevet ramt af ukrainske angreb. Vi skulle meget nødigt have oliepriser op mod eller over 100 USD pr. tønde. Brent handler senest på 85 USD.

På valutasiden konstaterer vi, at USDDKK stort set handler på samme niveau i dag som for et år siden, ca. 6,9. Over året har USD handlet ca. 3,5% dyrere end aktuelt, og 3,5% billigere. Altså et ret snævert interval. Konsensus peger på, at USD er dyrt prisfastsat. Og at EURUSD skal op mod 1,14-1,15 over de kommende år fra aktuelt 1,08. Med et noget svagere vækstbillede i eurozonen, både aktuelt og ind i 2025, er der ikke meget, der taler for en svagere USD gennem resten af dette år. Forvent en rimelig grad af stabilitet på USD mod DKK.

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 porteføljе- 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

BANKINVEST **Handler med omtanke**