

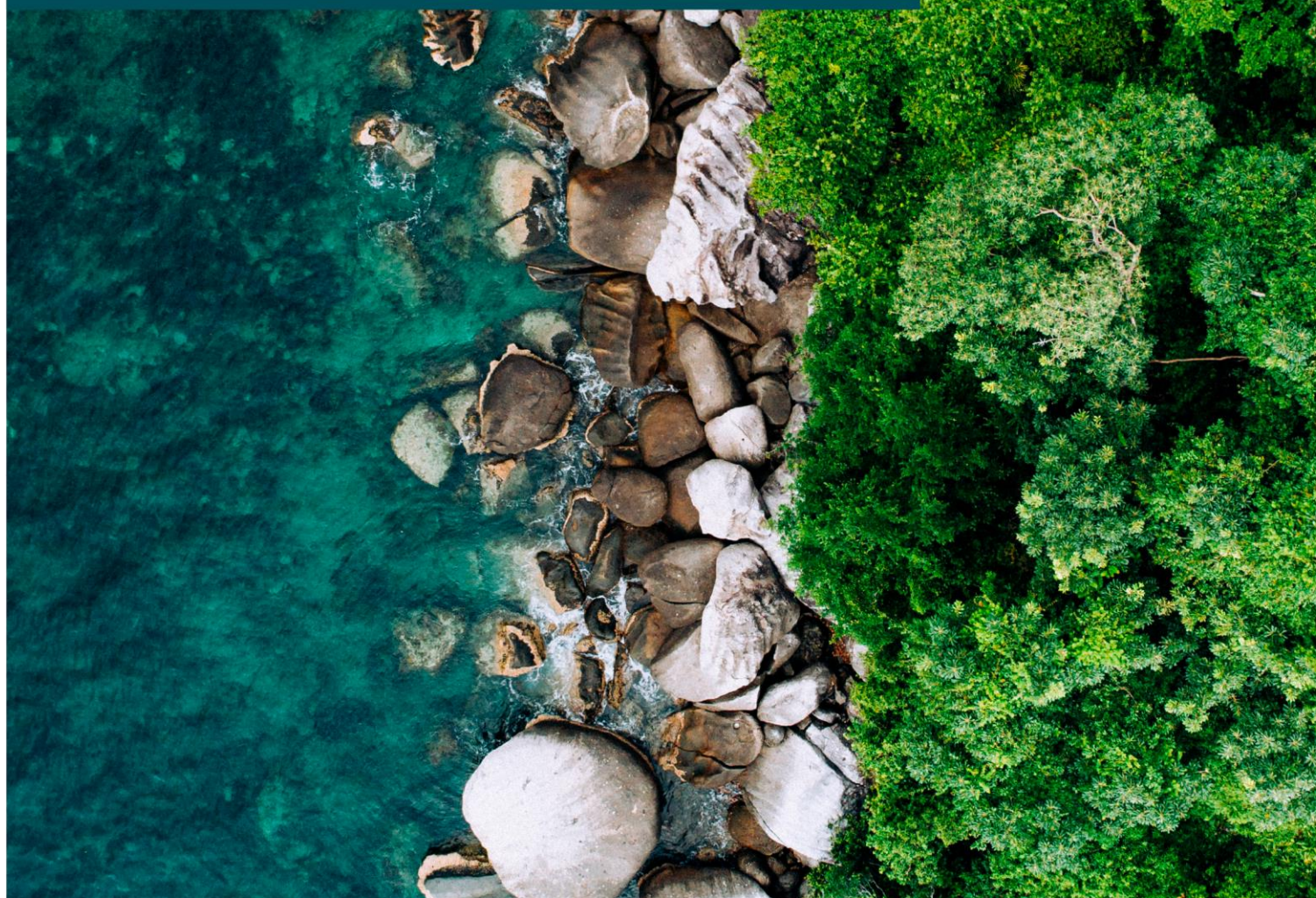
BankInvest Multi-Asset

Årskommentar 2022

2. januar 2023

BANK I NVEST

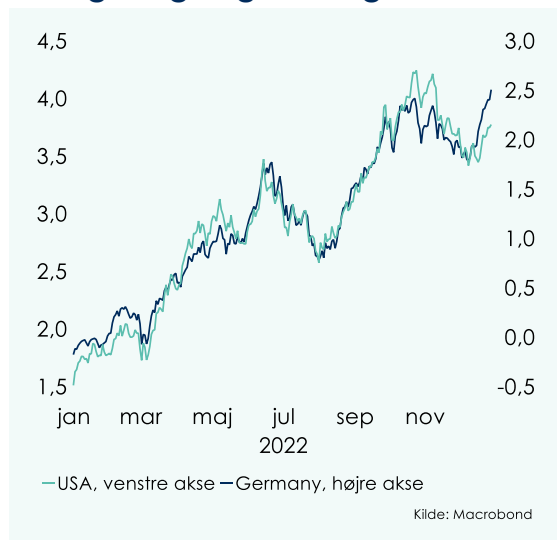
Handler
med omtanke



Finansielt overblik

Det store tema for 2022 har været stigende renter. I første omgang blev temaet skudt i gang i forventningen om højere styringsrenter fra centralbankerne, og temaet blev yderligere forankret, da forventningerne blev indfriet. I mødet med stadig højere inflation har centralbankerne indledt pengepolitiske stramninger i form af rentehævninger og QT. Det har bragt de lange renter op fra -0,2 % til 2,5 % i Tyskland og fra 1,5 % til 3,8 % i USA. De stigende finansieringsudgifter har lagt en betydelig dæmper på risikoappetitten, hvilket har givet udslag i både aktie- og obligationsmarkederne. Den generelle opfattelse af den klassiske 60-40-portefølje som diversifikationsstrategi er blevet testet, da både aktie- og obligationsbenet oplevede betydelige fald. Samtidig har den meget omtalte "Fed put" ikke været i spil på grund af inflationspresset.

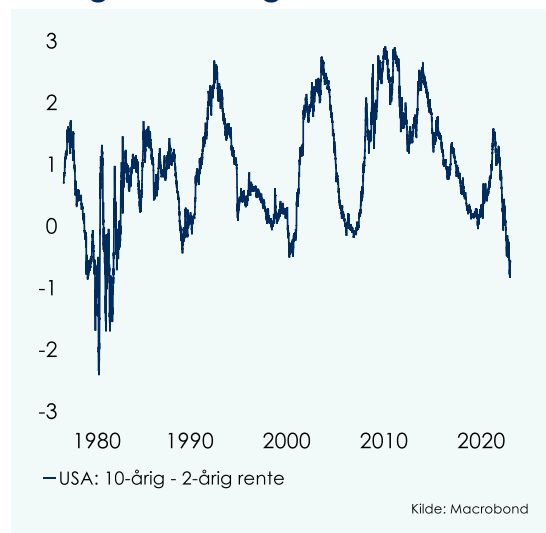
Kraftige stigninger i lange renter



På trods af de kraftige stigninger i de lange renter er de korte renter steget endnu mere. I USA har dette resulteret i den mest invertede rentekurve siden 1980'erne. En invertet rentekurve har tidligere været en god indikator til at forudsige recessioner i USA, og

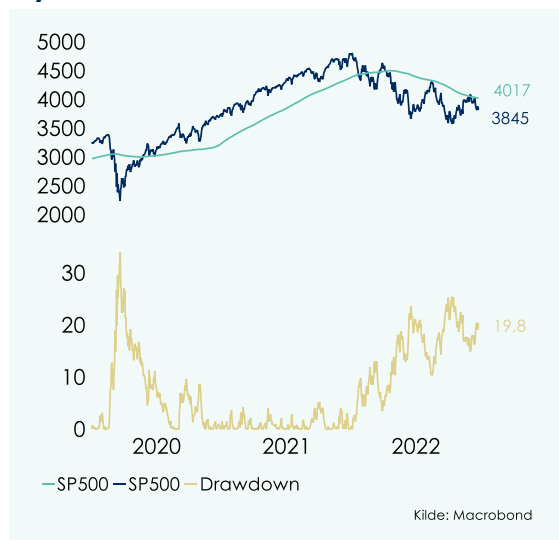
efter vores vurdering lader denne invertering ikke til at være en undtagelse.

Kraftig invertering af US 2-10



Globale aktier afsluttede 2021 med begyndende kursfald som fortsatte ind i 2022. Gennem hele året har det glidende 200-dages gennemsnit ageret loft for kursniveauet i S&P 500. Da det stod værst til i midten af oktober, lå det toneangivende indeks 25 % fra toppen i slutningen af 2021. Faldene i globale aktier har været afbrudt af kraftige bear market-rallies gennem hele året, hvor det samlede draw down har fluktueret mellem 10 og 25 % fra toppen. Senest nåede aktier en midlertidig top i slutningen af november for efterfølgende at falde tilbage igen.

Nye fald i S&P500



Hele 2022 har været præget af outperformance i defensive aktier i forhold til deres cykliske modpart. Det kraftige rally over sommeren så en midlertidig outperformance i cykliske aktier, men det var ikke nok til at bryde årets generelle trend.

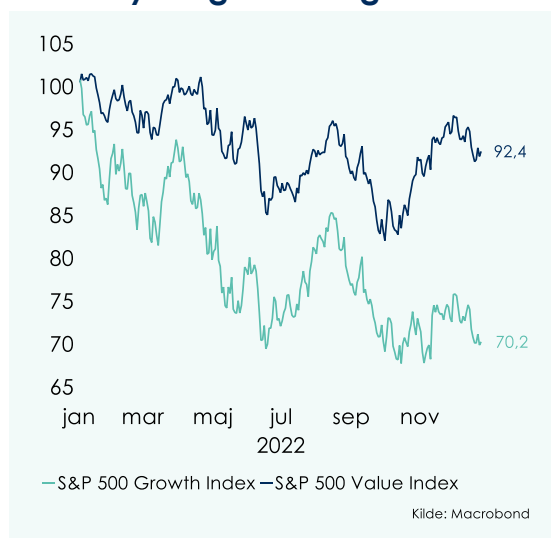
Defensiv outperformance



På faktorsiden har Value-aktier nydt godt af de stigende renter i forhold til Growth-aktier, hvor den forventede indtjening ligger længere ude i fremtiden. Value-faktoren tog særlig fart i starten af året, mens årets midterste kvartaler bød på mere ligeværdig performance mellem de to faktorer. Her ved

årets afslutning tog Value endnu et nøk opad, og den står i skrivende stund som den klare vinder over året. Ved indgangen til 2023 står vi overfor et muligt tableau i renteniveauerne, ligesom en forestående recession truer. Det kan ændre på styrkeforholdet mellem de to faktorer, da Value-faktoren ikke kan forventes at blive båret frem af fortsatte stigende renter, ligesom Growth-aktier historisk har klaret sig relativt godt i recessio-

Value nyder godt af stigende renter



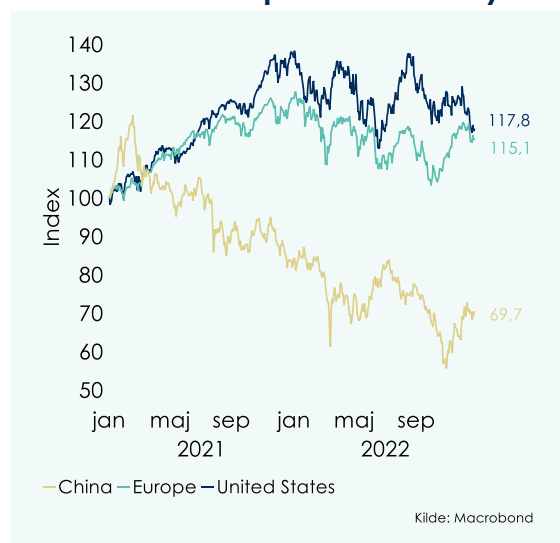
På trods af de store forskydninger intra-aktier, og kraftige fald over året, har udslagene i VIX-indekset været meget moderate. Kun få gange har indekset set niveauer over 30 i takt med, at S&P500 har nået en lokal bund. Det vidner om et sell-off, som er foregået under ekstremt velordnede forhold, hvor aktier kontinuerligt har bevæget sig lavere uden de store overraskelser. Det er en indikation på, at kursfaldene er sket som en løbende devaluering af aktier som følge af de højere renteniveauer. De faldende aktier er dermed snarere et symptom på en reprising mod "fair value" fremfor en prising af en kommende recession. Vi forventer, at aktier kommer yderligere ned i takt med at en eventuel recession materialiserer sig.

Afdæmpede udslag i VIX



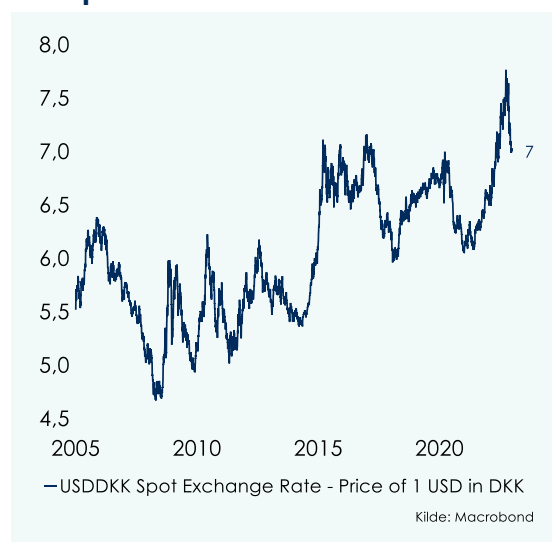
Kinesiske aktier har gennemgående udvist forhøjet volatilitet drevet af gentagne nedlukninger som følge af det kinesiske styres restriktive corona-politik. I løbet af efteråret begyndte rygter om en mulig opblødning at sprede sig, hvilket udløste et kraftigt rally i kinesiske aktier. Kinesiske aktier steg over 30 % fra bunden og outperformede i den periode tilsvarende indeks i USA og Europa. Ser man kinesiske aktier i et længere perspektiv, led de en markant underperformance op gennem 2021, og de har derfor stadig et efterslæb, som de først nu er begyndt at hente.

Kina halter efter på trods af rally



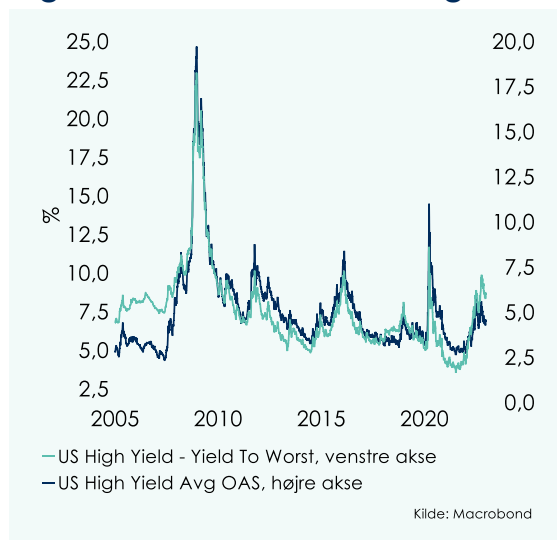
Federal Reserve var først af de to store centralbanker til at begynde at hæve renterne, hvilket ledte til en styrkelse i USD. USD kom for en kort bemærkning over paritet over for EUR, men er siden svækket igen. Styrkelsen af USD har reddet en stor del af afkastet for en dansk investor med uhedgede amerikanske aktiver.

DKK pr. USD



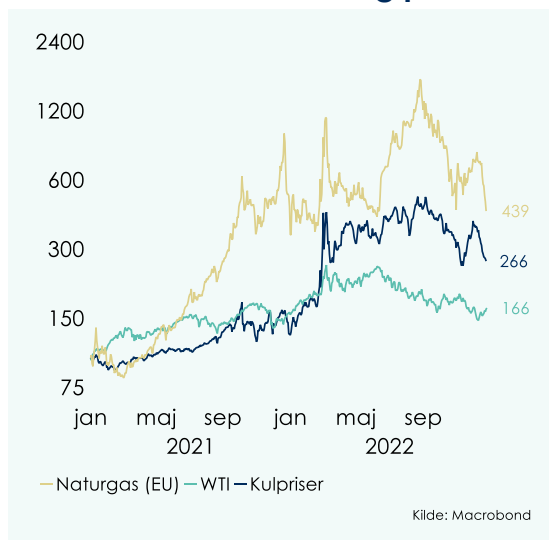
High yield-renterne formåede aldrig at ramme kriseniveauer i løbet af året. Konkursrisikoen anses stadig for værende lav, og kreditspændet er kørt ind igen ind i vintermånederne. Hvis en recession materialiserer sig i løbet af første halvdel af 2023, vil kreditspændende blive udvidet igen til niveauer, som overgår årets toppe.

High Yield-renter falder tilbage



På råvaresiden har 2022 budt på markante stigninger i energipriserne, så selv naturgaspriser er blevet almindelig viden i de europæiske husholdninger. I løbet af de varme sommermåneder formåede de fleste europæiske lande at fylde gaslagrene tilstrækkeligt op, hvilket har begrænset behovet for at købe yderligere naturgas i løbet af vinteren. Kombineret med en mild start på vinterhalvåret, har det lagt en dæmper på prisstigningerne. I et mere globalt perspektiv er oliepriserne også faldet tilbage i forventningen om økonomisk udmatning i særligt de vestlige økonomier. Det giver et velkomment deflationært pres i særligt Europa, som stadig er plaget af forhøjet inflation.

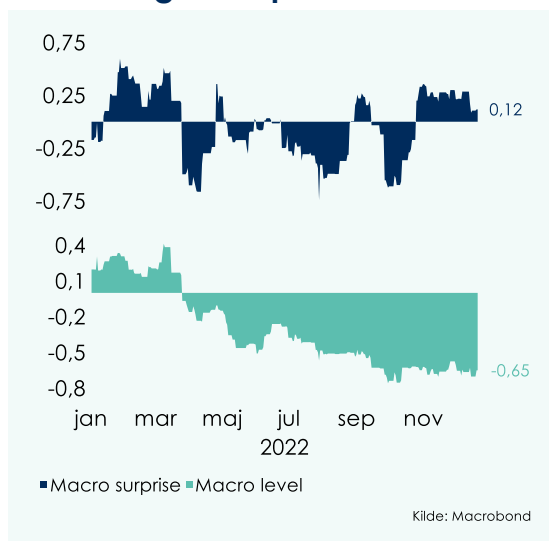
Deflationære fald i energipriser



Økonomiske highlights

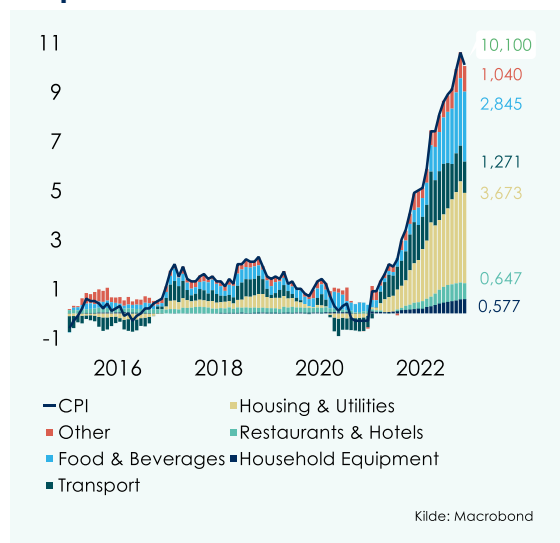
Europæiske makroøkonomiske nøgletal ligger markant under niveau og har trendet nedad gennem hele 2022. Efterhånden som analytikerne har formået at justere forventningerne ned, har nøgletallene til tider formået at overraske positivt, men det ændrer ikke på et overordnet meget negativt billede for europæisk makro.

Forværring i europæisk makrodata



Den store trigger for den svage økonomiske aktivitet i Europa er de fortsat høje inflations-tal. Vi har talt meget om rentestigningerne fra centralbankerne som en afledt effekt af den høje inflation, men den direkte effekt på forbrugernes rådighedsbeløb er en lige så afgørende faktor for den økonomiske afmatning. Den seneste måling af inflationen i eurozonen gav en forsigtig indikation af et aftagende inflationspres. Det kom blandt andet på baggrund af faldende energipriser, men nok så vigtigt er priserne nu steget så kraftigt, at yderligere stigninger begynder at blive svære. Dermed ikke sagt at vi har set det sidste til brede prisstigninger, men vi har set de første tegn på en lavere stignings-takt i priserne.

Eksplodiv inflation i eurozonen



Kombinationen af højere priser og krig i Ukraine har tæret på den europæiske forbruger. I et bredt udsnit af lande ligger forbrugertilliden rekordlavt, hvilket skaber en forventning om lavere privatforbrug i de kommende måneder. Den direkte effekt af stigende energipriser er, at husholdningerne kan vælge mellem at forbruge mindre af andre goder eller tage fra opsparingen. De store opsparinger, som blev skabt som følge af coronakrisen, er dermed ved at blive udtømt. Samtidig vil forbrugernes tilbøjelighed

til at finansiere undværligt forbrug med opsparingen blive mindre i takt med, at den forventede recession begynder at materialisere sig.

Historisk lav europæisk forbrugertillid



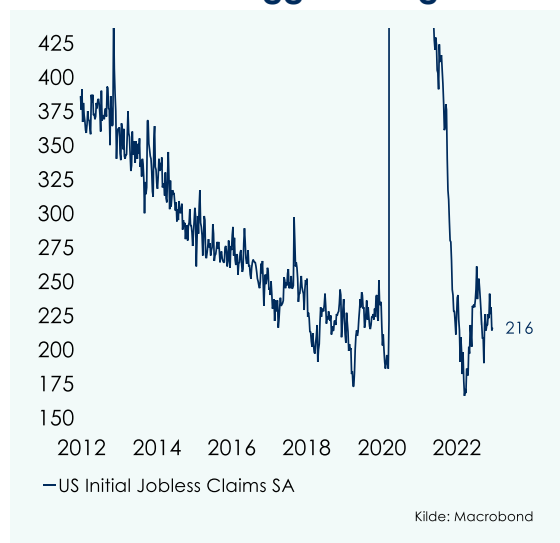
I USA overrasker de makroøkonomiske nøgletal også kun i ringe grad positivt, og niveauet er historisk lavt. Det er et klart vidnesbyrd om lavere økonomisk aktivitet, om end den amerikanske økonomi står stærkere, end det er tilfældet for eurozonen.

Negative US makroindikatorer

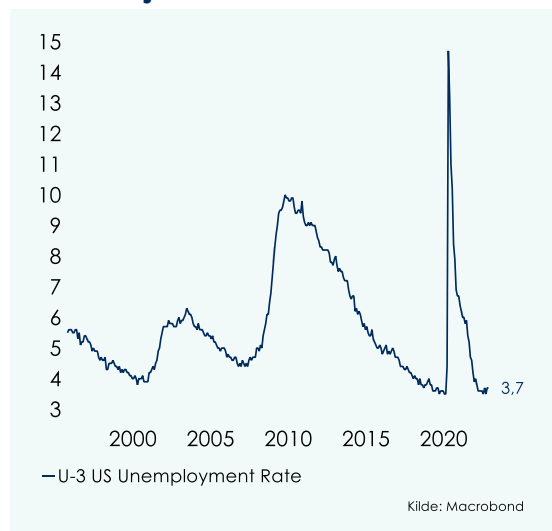


Eksempelvis står det amerikanske arbejdsmarked stadig bemærkelsesværdigt stærkt. På trods af en mindre stigning i jobless claims, ligger de ugentlige tal stadig meget lavt i en historisk kontekst, der langt fra indikerer krisestemning. Det understøttes også af en amerikansk arbejdsløshedsrate på rekordlave niveauer.

Jobless Claims ligger stadig lavt



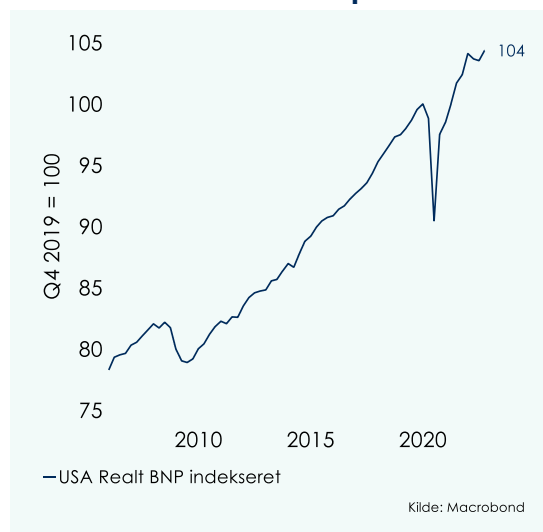
Lav arbejdsløshed i USA



På trods af den umiddelbare og markante nedgang i BNP i løbet af coronakrisen, ligger den amerikanske økonomi nu markant over niveauet fra før corona. Alligevel er de første skår begyndt at vise sig, og BNP-væksten

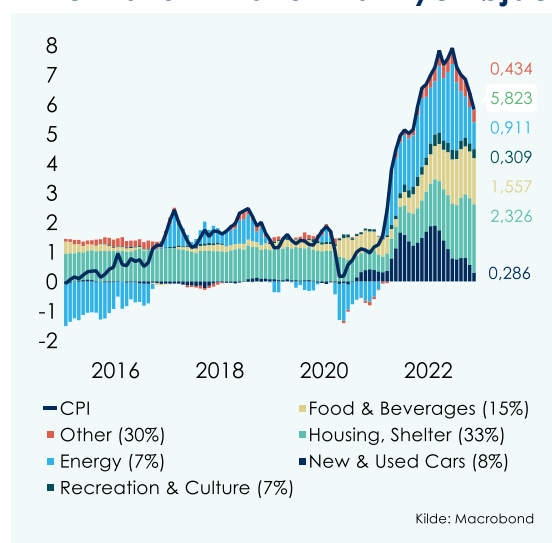
har ikke formået at holde sig i samme tempo som umiddelbart efter corona-nedlukningerne.

Amerikansk BNP over pre-covid



I USA er afbøjningen i inflationen også mere tydelig, end det er tilfældet i Europa. Målt på CPI er inflationen allerede kommet markant ned fra toppen i løbet af 2022, og forventningen er, at den vil komme yderligere ned i takt med, at den amerikanske økonomi mister momentum.

Amerikansk inflation når nye højder



Politiske highlights

Den 24. februar invaderede Rusland Ukraine efter at have erklæret de østlige områder Luhansk og Donetsk som uafhængige. Den hurtige og overbevisende sejr udeblev og krigen er fortsat gennem resten af 2022. Rusland gennemførte folkeafstemninger, som indikerede befolkningernes vilje til at tilslutte sig Rusland. Afstemningerne blev dog hurtigt tilbagevist som falske og kontrollerede. Den vestlige verden har gennem hele året støttet Ukraine med penge og våben med USA som den største bidragsyder. Dermed står Ukraine stadig tilstrækkelig stærkt til, at en hurtig russisk sejr fremstår uden for rækkevidde, og eventuelle fredsftaler er dermed heller ikke nært forestående.

Som reaktion på Ruslands aggressioner endte Sverige og Finland i maj med at søge om optagelse i NATO. Det var en betingelse for landene, at de begge opnåede optagelse i forsvarsalliancen. Tyrkiet modsatte sig optagelsen af Sverige på grund af svenskeres støtte til grupperinger, som den tyrkiske regering anser for at være terrorister.

I april afholdt Frankrig præsidentvalg, hvor præsident Macron opnåede genvalg i anden runde foran Marine Le Pen. I det efterfølgende valg til parlamentet i juni formåede Macron's alliance ikke at opnå flertal. Det er første gang siden 1988, at præsidenten ikke har et flertal i parlamentet. Derudover var der valg i Italien, hvor Giorgia Meloni efterfølgende blev premierminister. Valget markerede et markant skift mod højre, men dele af den EU- og fremmedfjendske retorik blev dæmpet i kølvandet på valget. Det ændrer dog ikke på, at Italien har den mest højreorienterede regering siden 1945.

I august besøgte Nancy Pelosi Taiwan i et klart signal fra USA til Kina om, at de vil sikre

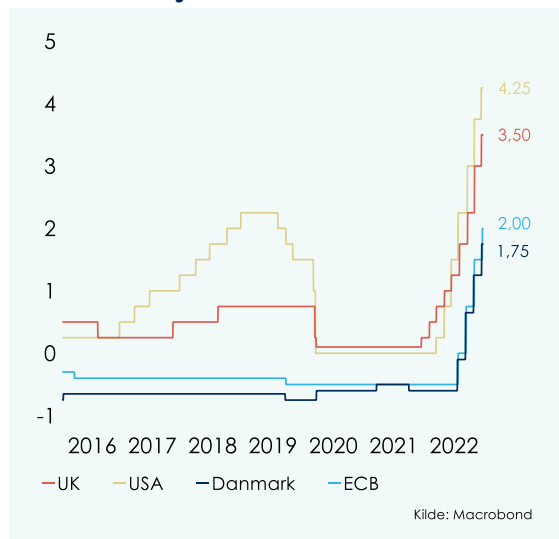
øens suverænitæt. Det medførte en øjeblikkelig reaktion fra Kina med en stor militær øvelse omkring Taiwan. Pelosi's besøg bidrog til en forværring af forholdet mellem USA og Kina. Et forhold som i forvejen var køligt. USA har også indført tiltag med det formål at begrænse eksporten af højteknologiske mikrochips til Kina. Ikke desto mindre mødtes den amerikanske præsident Joe Biden med Kina's Xi Jinping i et forsøg på at skabe enighed på en række nøgleområder, herunder klima, makroøkonomisk stabilitet, global sikkerhed og fødevarerikkerhed. Derudover er de nået til enighed om at forudsomme Ruslands atomtrusler.

USA afholdt Midtvejsvalg, hvor der er tradition for, at præsidentens parti går tilbage. Det var også tilfældet denne gang, men tilbagegangen var markant mindre end ventet. Blandt andet lykkedes det demokraterne at sikre sig flertallet i senatet, mens republikanerne vandt repræsentanternes hus.

Senest har de spirende rygter om en opblødning af den kinesiske Covid Zero-politik materialiseret sig. I kølvandet på en række voldsomme protester endte det kinesiske styre med at sløjfe de store nedlukninger af millionbyer som følge af selv små udbrud af coronasmitte. Samtidig valgte Kina også at stoppe med officielt at rapportere antallet af nye daglige smittede. Andre kilder indikerer imidlertid, at smitten siden genåbningen er eksploderet, og den forventes først at toppe i midten af januar. Der er allerede et stort pres på sundhedsvæsenet i de ramte byer, og det kan nå at blive endnu værre, før smitten aftager igen.

Pengepolitiske highlights

Renteforhøjelser i en række lande

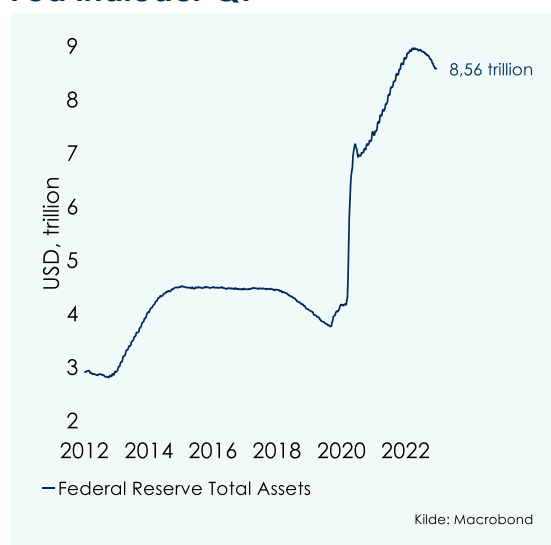


Den amerikanske centralbank indledte de pengepolitiske stramninger med en rentestigning på 0,25% ved marts-mødet i år. Efterfølgende har alle FOMC-møderne ledt til en hævnning i styringsrenten først 0,5% og siden 0,75%. Årets sidste stramning kom med en rentestigning på 0,5 % til 4,5%. Mellem møderne har Fed-medlemmerne forsøgt at styre markedsforsventningerne gennem diverse kommunikationskanaler, og dermed har Fed formået at hæve renten med rekord-hastighed uden samtidig at skabe de store overraskelser i markedet. Dermed ikke sagt, at rentestigningerne ikke har haft nogen effekt. Det har de i højeste grad, men gennem konsistent kommunikation har centralbanken formået at holde forventningerne i niveau med virkeligheden. Ved det seneste møde bekræftede Powell, at Fed vil sænke hastigheden for rentestigningerne, men at Fed forventer at blive ved med at hæve renten, indtil de ser troværdige indikationer på en opblødning i det amerikanske arbejdsmarked.

Derudover påbegyndte Fed også reduktionen af deres balance. Siden toppen i

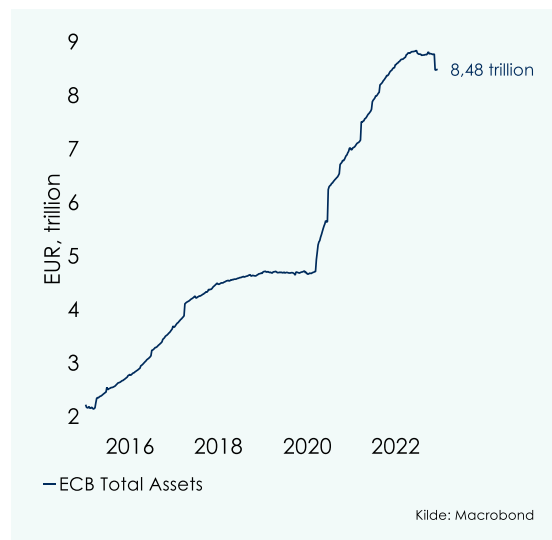
april er Fed's samlede aktiver blevet reduceret med USD 400 mia., hvilket også bidrager til den samlede stramning i pengepolitikken efter en årrække med QE. Sidst vi så en lignende reduktion i Fed's aktiver, var gennem 2018 og 2019, hvor Fed endte med at stoppe QT og genindføre QE sammen med rentesænkninger. I modsætning til i dag, var Fed ikke begrænset af stigende inflation i 2019, og en lignende "pivot" er dermed usandsynlig.

Fed indleder QT



Den europæiske centralbank fulgte efter med rentehævninger efter en betænkningstid på fire måneder. Efterfølgende har ECB hævet renten ad fire omgange til 2,5 %. Ligeledes har ECB også indledt QT, hvilket indtil videre har reduceret ECB's balance med EUR 360 mia.

ECB indleder QT



Udvikling på globale markeder i 2022

Renter

	USA	Tyskland	UK	Japan
3-månedes Tbill	431 bp	240 bp	346 bp	-5 bp
2-årige renter	369 bp	328 bp	289 bp	13 bp
10-årige renter	236 bp	261 bp	270 bp	35 bp
	EUR IG spænd	US HY spænd	EM stat spænd	
Kreditspænd	72 bp	186 bp	56 bp	

Aktier

	S&P 500	Stoxx 600	KAXCAP	Topix
Udviklede markeder	-19.4%	-12.2%	-12.6%	-5.1%
	Indien	Brasilien	Rusland	Kina
BRIC lande	5.0%	4.7%	-43.1%	-23.5%

Råvarer

	WTI	Ædelmetaller	Landbrugsvarer
Industrimetaller -6.8%	4.2%	0.8%	2.2%

Valuta

EURvsUSD	EURvsJPY	EURvsGBP	EURvsSEK	EURvsNOK	EURvsCHF
-6.1%	6.7%	5.3%	8.5%	4.8%	-4.9%

Bloomberg, BankInvest

Forventninger

Verdensøkonomien kommer ud af 2022 med, overordnet set, pæn økonomisk fremgang. Konsensus forventer BNP-vækst på 3% i 2022. Det er ganske vist lavere end gennemsnittet på 3,5% i perioden 2009-2019, men fremgangen kommer på toppen af BNP-vækst på 6% i 2021. Det dybe hug var i 2020 med tilbagegang på 3% pga. Covid-19 udbruddet. Men de sidste par år har løftet velstanden godt op over niveauet fra før krisen i 2020. Vi forlader også 2022 med ganske lave arbejdsløshedsrater i USA og Europa. Konkursniveauerne i erhvervslivet er generelt på lave niveauer.

Global BNP-vækstforventninger er faldet betydeligt for 2022 og 2023



Men her stopper den positive vinkel også. Facts er, at vækstmomentum er kraftigt aftagende, presset af rentestigninger, høj inflation, el- og gaspriser og geopolitisk usikkerhed. Ikke nok med at væksten i 2022 har skuffet iff. de mere positive forventninger i starten af 2022. Men vækstforventningerne for 2023 er også faldet markant fra initialt 3,5-3,75% til senest 2,1%. Det er mærkbare nedrevisioner.

Blandt de store lande og regioner er det først og fremmest forventningerne til væksten i USA og Europa, der er faldet meget. Konsensus blandt økonomerne peger nu på BNP-vækst i 2023 på bare 0,3% i USA og -0,1% i euroområdet. Det samme billede tegner sig for Danmark med forventet BNP-vækst på ca. 0% i 2023.

USA: BNP-vækstforventninger er nær 0% i 2023 = forventet stagnation

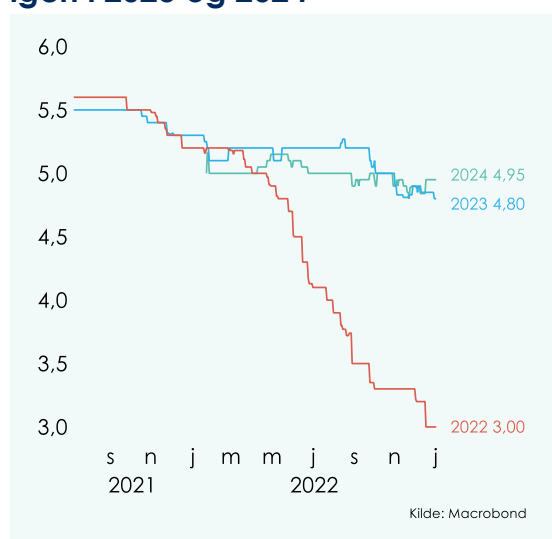


Eurozone BNP-vækstforventninger peger også på stagnation i 2023



Meget vigtigt ser Kina ud til at være i mod-fase til denne forventede *stagnation* i Vesten. Kina har set en markant vækststop-bremser i 2022 pga. omfattende covid-19 restriktioner og et markant pres på ejendomssektoren. Men landet har for nylig foretaget en klar opblødning af 'covid-zero' og har udrullet en vifte af stabiliserende og stimulerende tiltag for at støtte økonomien, herunder ejendomssektoren. Under fortsat ledelse af præsident Xi Jinping ser det ud til, at prioriteringen af økonomisk fremgang og jobs har fået nyt momentum. Det forlyder at Kinas top vil sætte et vækst mål på ca. 5% i 2023, og konsensus ligger ikke meget lavere for både 2023 og 2024. Hvis Kina kan komme i mål med højere vækst, kan dette være med til at lette presset *lidt* på de vestlige økonomier.

Kina har udsigt til vækstfremgang igen i 2023 og 2024



Det er vores egen forventning, at Kina vil se vækstacceleration og formodentlig nå 4-5% vækst i 2023. Den største risikofaktor her er, at Kina ikke kommer relativt hurtigt igennem den betydelige covid-19 smittebølge, der hærger gennem landet nu.

Kinas vækst vil i stigende grad være internt drevet. 'Made in China' vil også være 'Buy

in China'. I takt med at Kinas teknologiske formåen øges disse år, er kinesiske produkter i større grad i stand til at konkurrere med udenlandske produkter. Vi ser også en tendens til, at kinesere på mange områder begynder at foretrække kinesiske varer og services; brand-værdien ved at eje kinesisk er på vej op.

Derfor tror vi ikke, at Kinas fremgang vil ændre afgørende på de vestlige økonomiers udvikling i 2023. Vesten balancerer på kanten af recession med forskelle fra land til land.

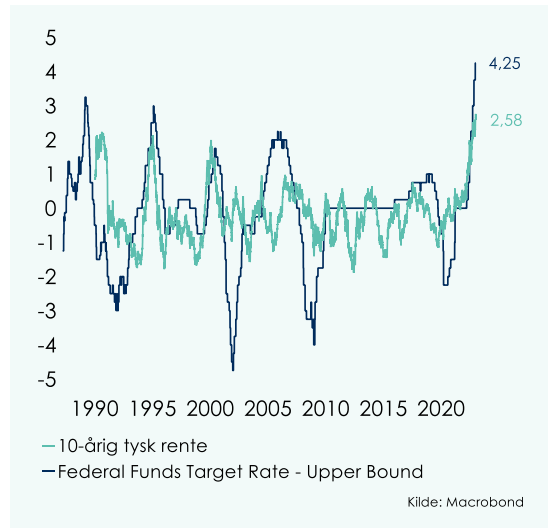
Et af de store spørgsmål er, hvor dyb og langvarig den økonomiske opbremsning bliver globalt. Det vil få konsekvenser på en lang række områder, herunder antal mistede jobs, indtjeningen i virksomhederne, antal konkurser og den offentlige sektors økonomi.

De afgørende parametre bliver udviklingen i reallønningerne, energiprisernes bevægelser, renteutviklingen og ren og skær psykologi i husholdningerne og i virksomhederne. Der er også Ukraine-Rusland-krigens både direkte og indirekte konsekvenser. Vores base case for krigen er desværre en form for status quo i stillingskrigen, om end vi i den grad vil håbe på positive overraskelser.

Det er vores vurdering, at risikoen først og fremmest peger på en dybere nedtur, end de nuværende konsensus-forventninger for USA og euroområdet peger på. Vi lægger særlig vægt på effekterne af de kraftigt stigende renter. Fx er renten på 10-årige tyske statsobligationer steget 2,6% point målt over en 12 måneders periode, jf. også figuren herunder. Renten på Fed Funds er steget markante 4,25% point, hvilket ikke er set siden 70'ernes og 80'ernes kamp mod høj inflation. Disse renteforhøjelser rammer ind i en global økonomi med en oppustet balance af passiver og aktiver. Brutto-gælden inkl.

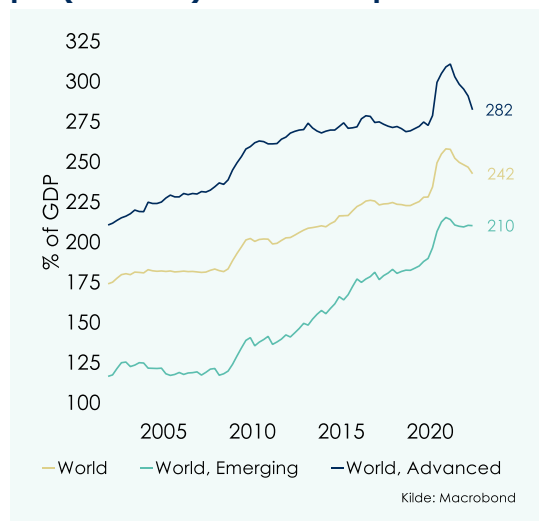
stat og privat sektor er vel at mærke faldet lidt ift. BNP.

Korte og lange renter: Store rentestigninger sidste 12 måneder



Men niveauet på 242% af BNP, ifølge BIS-data, er højere end nogensinde før, med undtagelse af den ekstraordinære stigning under coronakrisen i 2020.

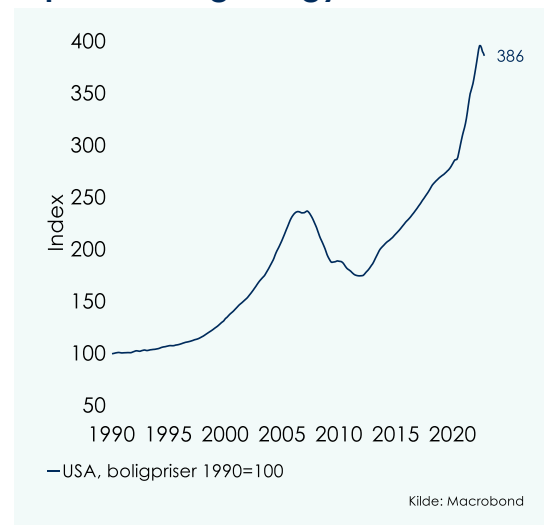
Global bruttogæld % af BNP ligger på (næsten) historisk top



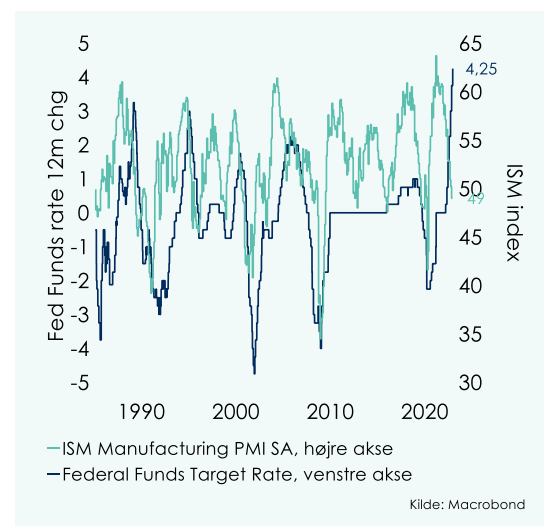
Det betyder ekstra sårbarhed over for rentestigningerne, selvfølgelig med store forskelle afhængigt af individuelle debitors refinansieringsprofil og kreditværdighed.

Kombinationen af kraftige rentestigninger, høj gæld og fortsat høje priser på mange aktiver, herunder ejendom, er en uheldig cocktail. Det indebærer, at risikoen for en større end ventet økonomisk tilbagegang er signifikant. Det vil ikke overraske os, hvis BNP-væksten i USA og Europa viser større røde tal i 2023, end prognoserne p.t. tilsiger.

USA: Boligpriserne ligger på markant top men er lige begyndt at falde



Markant FED-rentestigning peger på klart fald i ISM-indekset

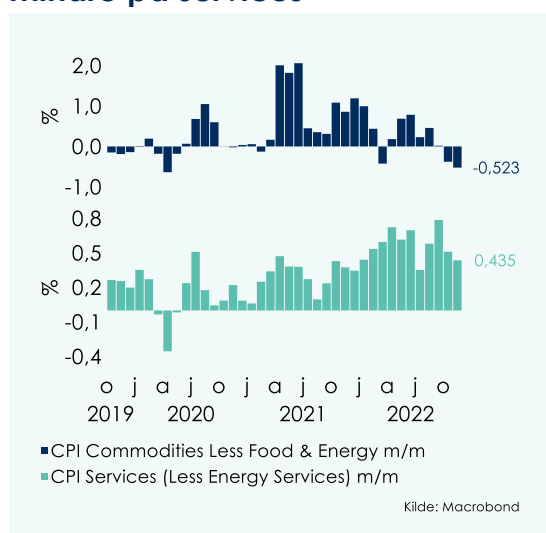


Spørgsmålet er også, hvor lang tid en sådan økonomisk nedgang vil vare. Time-lagget fra store renteforhøjelser i USA, og efterfølgende

cykliske bunde i ISM-indekset for industrien, viser alt mellem få måneder til flere år (se figur ovenfor).

Regner vi i grove termer med et lag på 9 måneder, kan scenariet meget vel forme sig således: FED sætter renten op sidste gang i marts til 5-5,25%. Dermed topper den årlige ændring i Fed Funds på 475bp, 0,5% point højere end aktuelt. ISM-indekset for den amerikanske industri, en god proxy for den bredere økonomi, når bunden sidst i 2023.

Core CPI på varer falder og stiger mindre på services

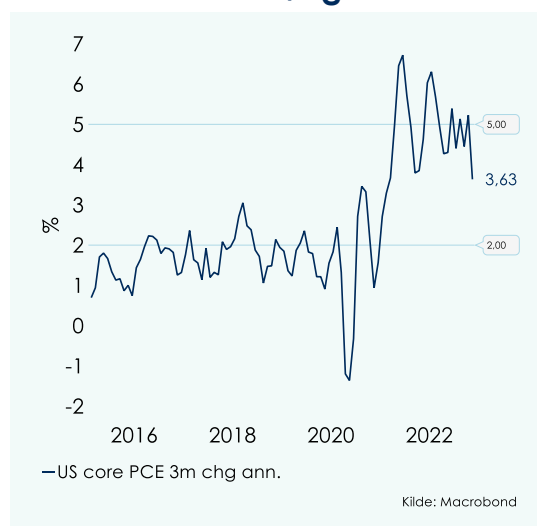


Det bringer os til pengepolitikken. Alle signaler fra FED og ECB peger på, at rentetoppen ikke er nået. Timing og rentetop vil afhænge af, hvor hurtigt inflationspresset aftager. Den gode nyhed er, at de månedlige prisstigninger er faldende på de fleste varer. Servicepriserne stiger fortsat en del, men ikke længere i samme tempo som for få måneder siden (se figur ovenfor for USA).

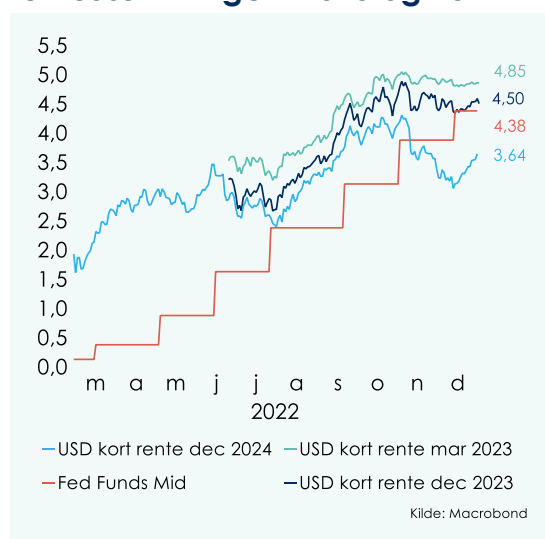
Vores base case er, at den løbende 3-måneders 'annualiserede' stigning i core PCE, FED's primære inflationsindikator, dykker under 3,5% medio 2023 og under 3% i slutningen af 2023. Vi tror, at det er nok til at sætte

FED på hold i Q2 2023 og til at aktivere rentesænkninger fra og med Q4.

Core PCE m/m annualiseret bør falde ned under 3% gennem 2023



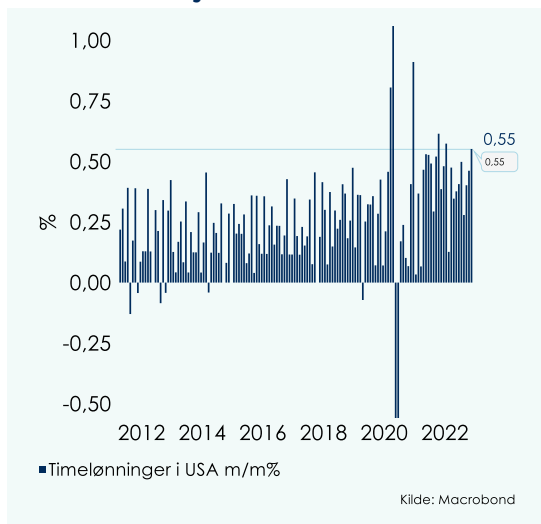
FED's korte rente: Markedet venter rentesænkninger i 2023 og 2024



Med udgangspunkt i en presset økonomi, og core PCE på vej under 3%, kan vi meget vel se rentesænkninger på 75bp i henholdsvis november og december 2023. Det vil kunne bringe Fed Funds renten ned under 4% igen. FED-medlemmernes såkaldte 'Median Dots' ligger vel at mærke på 5,125% ultimo 2023 og 4,125% ultimo 2024. Både vi og markedet er kritiske over for dette budskab.

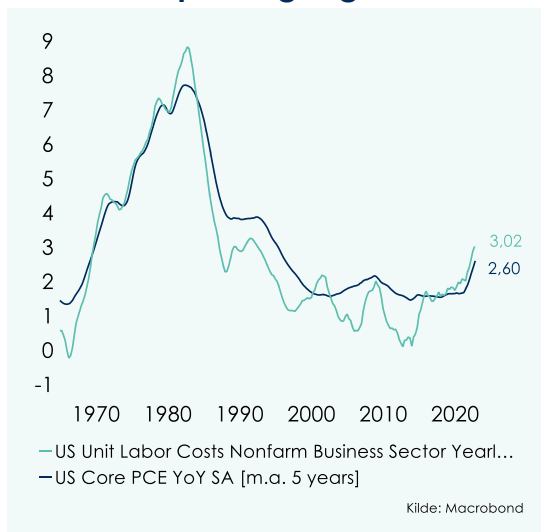
Skulle FED vælge at holde renten så højt, så længe, vil der højst sandsynligt være udsigt til en dybere recession.

USA: Lønstigningerne er senest steget til relativt høje 0,6% m/m



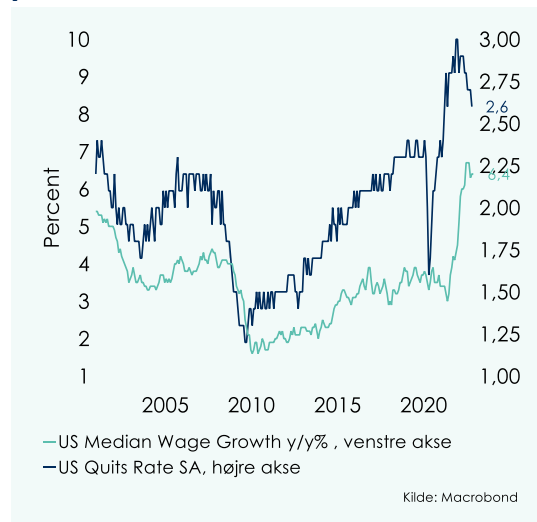
Den største risiko i vores base case for FED's pengepolitik er, at løninflationen ikke kommer ned. Den månedlige stigning i timelønningerne i USA er accelereret op på 0,6% m/m igen. Den kadence er uholdbar, idet det svarer til en løbende årlig lønstignings-takt på over 7%.

USA: Enhedslønomkostninger driver inflationen på langt sigt



Den amerikanske produktivitet skal løbe rigtig stærkt for at kompensere for dette og sikre, at enhedslønomkostningerne ikke stiger for meget. På langt sigt er den største drivkraft i kerneinflationen nemlig 'Unit Labour Costs', jf. figuren nederst t.v.

USA: Quit Rate falder, hvilket peger på faldende løninflation fremover



Givet et voksende pres på virksomhederne og arbejdsmarkedet taler sandsynligheden for, at lønudviklingen bliver mere afdæmpet igen. Vi ser fx allerede nu, at den såkaldte 'Quit Rate' i USA er på vej ned.

Arbejdstagerne er altså blevet mindre risikovillige, hvilket er en typisk adfærd på vejen ind i mere vanskelige økonomiske tider. Det er en tidlig indikation på, at også lønkravene vil vise sig mere moderate. Vi vurderer, at disse fænomener også gør sig gældende i mange andre lande, inkl. i Europa.

Den Europæiske Centralbank signalerer, ligesom FED, flere renteforhøjelser forude. Markedet priser, at den korte rente, aktuelt 2%, skal op på godt 3% i løbet af H1 2023. Det er ikke urealistisk. Efter det seneste møde 15. december står det klart, at ECB er drejet i yderligere høgeagtig retning ift. at

sikre inflationsmålet. Vi finder det sandsynligt, at ECB sætter renten op med 50bp på hver af møderne i februar og marts. Vi tror imidlertid, at ECB vil blive udfordret af en kombination af faldende inflation og økonomisk tilbagegang i H1 2023.

ECB: Vil den korte rente ligge over 3% i slutningen af 2023?



Inflationen i euroområdet vil falde kraftigt i 2023



Derfor er det sandsynligt, at ECB stopper med at sætte renten op i foråret. Vi regner med at se renten blive sat ned igen sent, men mærkbart, i 2023. Markedet priser en

kort rente på godt 3% ultimo 2023, hvilket vi mener er for højt. Vi ser den korte rente nærmere 2-2,5% igen, baseret på en klar forventning om stærkt faldende inflation.

De korte forwardrenter kan falde og trække lange renter ned



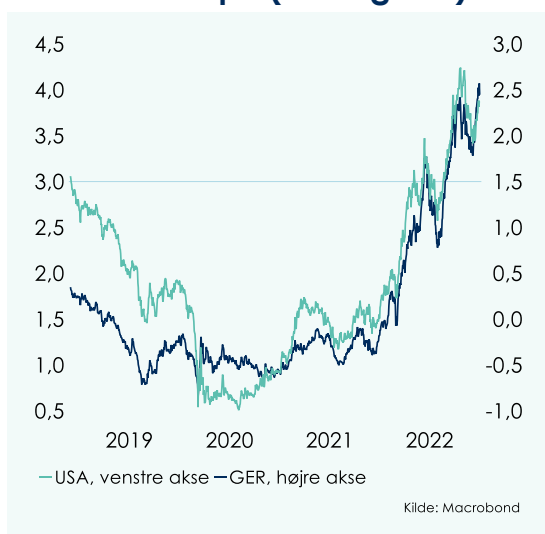
Vores forventning om faldende korte renter mod udgangen af 2023 og ind i 2024 taler også for faldende lange renter i 2023. Vi noterer os samtidig, at 'valuation' i lange amerikanske obligationer er mere attraktiv end i en lang årrække. 10-årig 'break-even inflation' i USA ligger omkring 2,3%.

USA: 10-årig realrente er positiv



Det niveau kan og vil bevæge sig op og ned. Men med det som udgangspunkt indebærer en nominal rente på senest 3,9% en positiv 'forventet' realrente på ca. 1,6%. Vi skal tilbage til 2010 for at se samme positive forventede realrente. Hvilket alt andet lige er attraktivt for investorerne.

Rentefald i USA vil også presse renten ned i Europa (10-årig stat)



Markedet priser i øjeblikket en 10-årig amerikansk rente på 3,84% på ét-års sigt. Vi forventer at se et 10-årigt amerikansk renteniveau i den nedre del af 3-3,5% intervallet ultimo 2023.

De lange tyske (og danske) renter har en høj positiv korrelation til de amerikanske renter. Med forventning om ECB-lempelser i slutningen af 2023, og lavere lange amerikanske renter, er der potentiale for lavere lange tyske, og dermed danske, renter. Udfordringen for de lange tyske og danske renter er, at 'realrenten' ikke er nær så attraktivt som i USA:

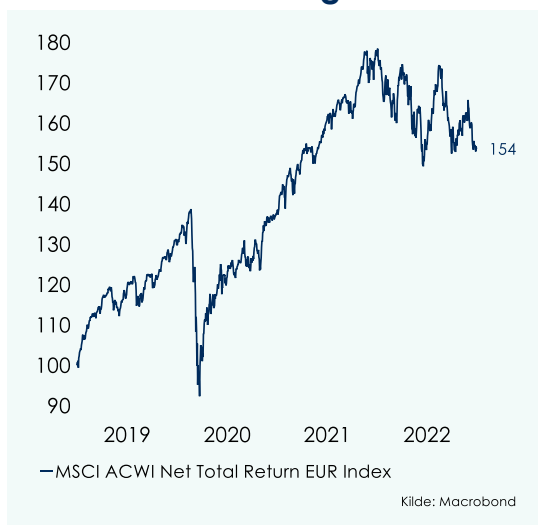
Tyskland: 10-årig 'realrente' er kun 0,2%, meget lavere end i USA



Markedet priser i øjeblikket et 10-årigt tysk renteniveau på 2,55% på ét-års sigt. Vi forventer at se et renteniveau under 2% og potentielt ned mod 1,5% ved udgangen af 2023.

Risikoen på de lange renter er, at vi tager fejl iff. centralbankernes ageren. Hvis de korte renter kommer højere op end forventet, og i en længere periode, vil de lange renter få sværere ved at komme ned i 2023.

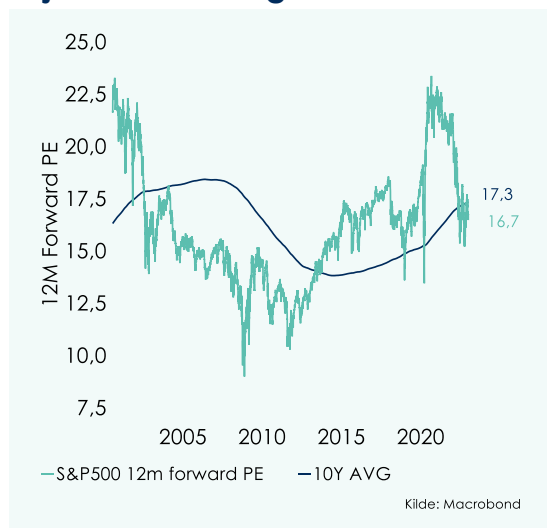
Globale aktier har givet negativt afkast i 2022 – efter et godt 2021



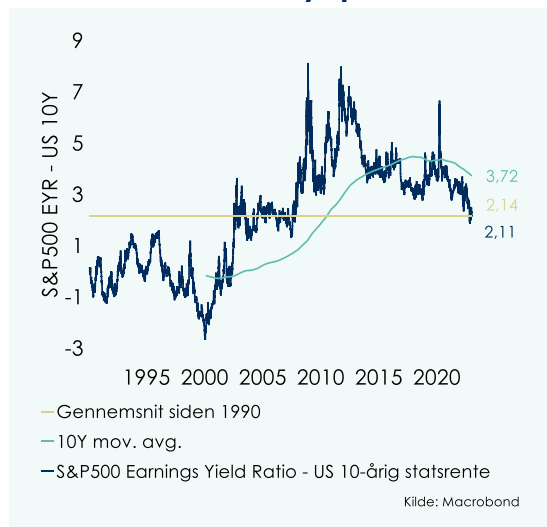
Aktiemarkedet har gennem 2022 været kraftigt udfordret af en kombination af stigende renter og faldende vækst- og indtjeningsperspektiver. Den kombination ser ud til at fortsætte ind i starten af 2023.

På nuværende tidspunkt er prisfastsættelsen på S&P500 relativ høj, særligt med udgangspunkt i en tid med betydelig økonomisk usikkerhed. 12m forward EPS handler på ca. 17, hvilket er på linje med de sidste 10 års gennemsnit men højere end det langsigtede gennemsnit på ca. 15.

12m forward P/E på S&P500 ligger på linje med 10-års gennemsnit

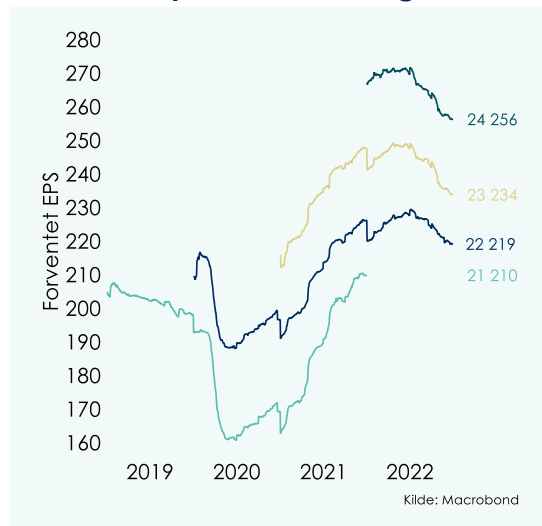


S&P500 er relativt dyrt på FED-model



S&P500 er relativt dyrt prisfastsat ift. renteniveauet, jf. også FED-modellen ovenfor. 'FED-spreadet' ligger senest på ca. 200bp, væsentlig lavere end de sidste 10 års gennemsnit på 372bp men på niveau med gennemsnittet siden 1990.

S&P500 EPS-forventninger er under voksende pres for 2023 og 2024



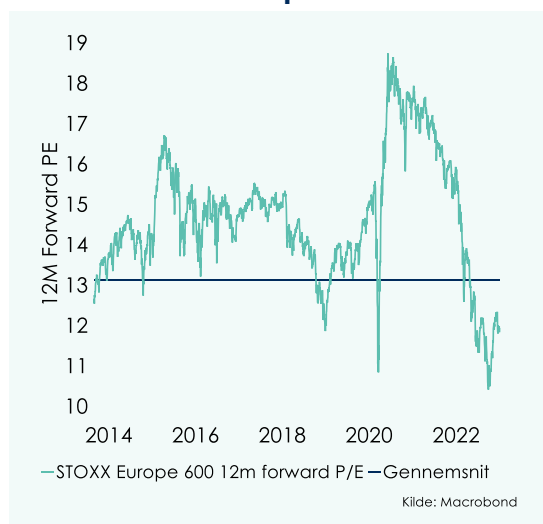
Indtjeningsforventningerne begynder at give sig mere tydeligt nu på de store indeks. Senest vurderer analytikerne, at S&P500 selskaberne henter 234 USD i indtjening pr. aktie i 2023 og 256 USD i 2024. Det er ned fra toppe på 250 USD og 275 USD. Den faldende trend vil sandsynligvis fortsætte i de kommende måneder. Vi forventer at se analytikerne gradvis nedjustere 2023 EPS til niveauet 200-220 USD. Kalkulerer vi med 2010 USD og tager udgangspunkt i fx P/E 16 taler vi om et indeksniveau på 3.360. Dette 'fair value' niveau er ca. 13% lavere end aktuelt. *Det er langt fra sikkert, at markedet skal ned og teste det niveau. Men risikoen er der ind i begyndelsen af 2023.*

Derimod ser vi mulighed for et højere niveau igen senere i 2023. Hvis markedet står i slutningen af 2023 og ser ind i et 2024 med fornyet vækst og indtjeningsfremgang, samt lavere renter, er situationen en helt anden.

Vi mener det er realistisk at se 2-cifret indtjningsvækst i 2024 ift. et svagt 2023. Tager vi udgangspunkt i et 2023 EPS-niveau på 210 USD og opererer med 15% højere EPS i 2024, vil 2024-niveauet være 242 USD. Ind i en fornyet optur vil der være basis for også et højere P/E-niveau igen. Fx vil P/E på 17 gange 242 svare til et kursniveau på 4.114. Det er ca. 7% højere end det aktuelle niveau.

Andre markeder uden for USA er noget mere attraktivt prisfastsat og kan derfor se P/E-niveauerne stige mere. Samlet set er det vores vurdering, at det globale aktiemarked vil give et moderat positivt afkast i 2023.

Europe Stoxx600 og andre markeder er mere attraktivt prisfastsat



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