

The background of the entire page is an aerial photograph of a scenic landscape. A winding asphalt road with white dashed lines curves through a lush green valley. A river with white water rapids flows through the center of the valley, surrounded by dense green forests and grassy fields. The overall scene is vibrant and natural.

Økonomisk Finansielt Scenarie

Kvartalsrapport
Q3 2022

ØKONOMISK & FINANSIELT SCENARIE

(Redaktionen afsluttet 3. oktober 2022, Frank Velling)

HVORNÅR ER NOK, NOK?

Årets tredje kvartal var i overvejende grad "mere af det samme" som katalyserede markederne i årets første halvdel: Normalisering og stramning af pengepolitikken, udfordringer på energimarkederne i Europa samt udbredt pessimisme blandt husholdninger og virksomheder. I Europa har ECB og SNB (Schweiz) forladt de negative renter, mens FED er i gang med de hurtigste rentestramninger i nyere tid. De specielle udfordringer med usædvanlig høj inflation betyder dog, at der fortsat er stor usikkerhed med hensyn til den nødvendige dosering af pengepolitiske stramninger. I Storbritannien skabte den nye regering historisk uro på rentemarkedet, og Bank of England måtte gribe ind, for at stabilisere.

Vi forventer fortsat betydelig uro og nervøsitet på de finansielle markeder på kort sigt. Ikke mindst er der risiko for, at den kommende regnskabsæson kan give anledning til nedjustering af forventet indtjeningsvækst. Desuden vurderer vi, at risikobilledet taler til fordel for dollar-denominerede aktier.

Udviklingen i globale aktier



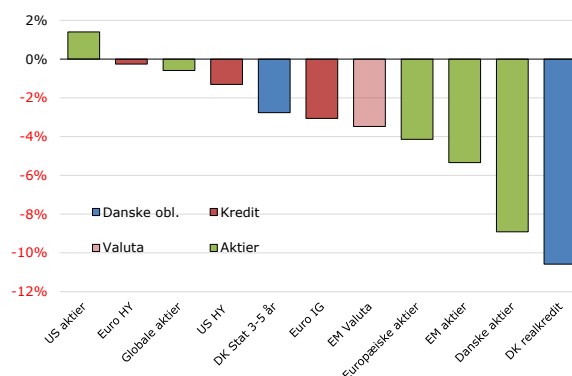
Kilder: Bloomberg og SEB

Mens globale aktier i MSCI World AC endte med et fald på 7,3% i tredje kvartal, så faldt det "kun" 0,6% målt i DKK. Dollaren er først og fremmest styrket af pengepolitikken, men den specielle europæiske eksponering til krigen i Ukraine har formentlig også bidraget. Prisen på Brent-råolie faldt 23,4% til 88,0\$/tønde.

Den 10-årige amerikanske obligationsrente steg 82bp til 3,83% p.a. i 3. kvartal, mens den 2-årige rente steg 132bp til 4,28%. Break-even inflationen på 10-årige TIPS faldt 19bp til 2,15% p.a., hvilket betyder at den 10-årige realrente steg 99bp til 1,64% p.a. Den 10-årige tyske rente steg 77bp til 2,11%. Nykredits realkreditindeks faldt 9,5% i 3. kvartal, og er dermed faldet 23,0% år-til-dato. OAS på dansk realkredit steg 20bp til 1,63bp i årets 3. kvartal.

OAS på europæiske IG virksomhedsobligationer steg 7bp til 225bp. Kreditspændet på amerikansk High Yield faldt 16bp til 554bp. Stigningen i de underliggende renter blev opvejet af kraftig dollarstyrkelse, så Global High Yield faldt 1,2% i 3. kvartal (i DKK).

Afkast på forskellige aktiver i 3. kvartal (DKK)

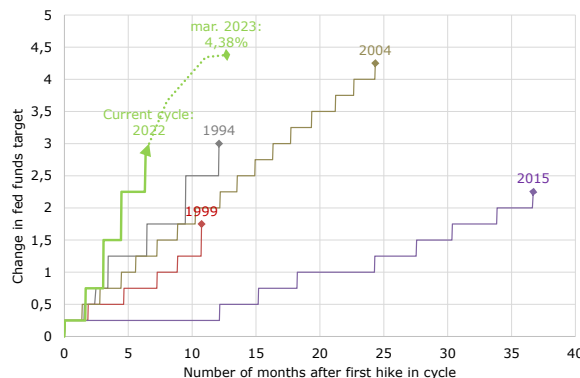


Kilder: Bloomberg og SEB

HISTORISK KRAFTIG ACCELERATION FRA FED

Hastigheden/accelerationen i FED's renteforhøjelser i indeværende rentestramningsforløb er den kraftigste man har set i nyere tid. På nuværende tidspunkt har man strammet lige så meget, som fra 1994-1995, men på den halve tid. Og markedsforventningerne peger på, at FED først stopper med renteforhøjelser i marts 2023, når renten er nået op på cirka 4,50%.

FED's rentestramningsforløb i historisk perspektiv

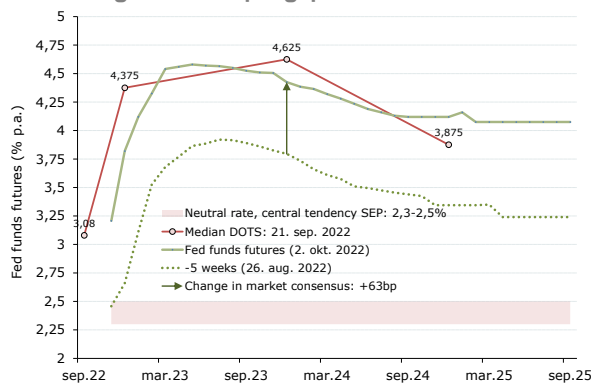


Kilder: Bloomberg og SEB

Udfordringerne for FED er velkendte: Et overophedet arbejdsmarked og en lønvækst i omegnen af 5% p.a. På FOMC-mødet den 21. september opdaterede man de kvartårlige økonomiske fremskrivninger (SEP: "[Summary of Economic Projections](#)"). Ifølge disse peger FED-cheferne (medianen) på, at arbejdsløsheden vil stige til 4,4% næste år, samt at kerneinflationen vil være aftagende fra 4,5% ultimo 2022 til 3,1% ultimo næste år.

Det er efterhånden gået op for markedet, at FED har indtaget en mere høgeagtig position i forhold til pengepolitikken. Markederne noterede da også på det seneste FOMC-møde, at man ikke skal forvente renteleppler allerede i anden halvdel af 2023. De såkaldte "DOTS", som er en del af SEP, pegede på, at renten først topper omkring 4,6% i 2023, og først sænkes i 2024 (se graf nedenfor).

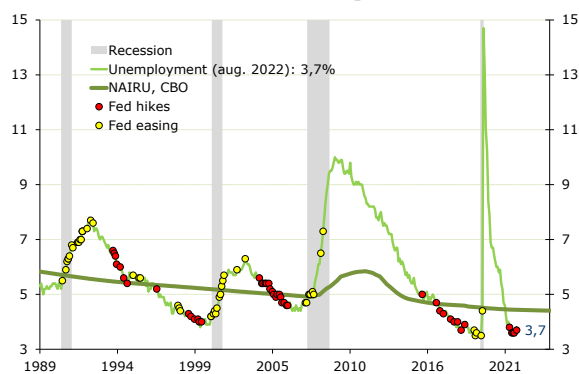
Forventninger til FED's pengepolitik



Kilder: Bloomberg, Federal Reserve og SEB

Grafen ovenfor viser også, at forventningerne til mere aggressive renteforhøjelser er øget betydeligt gennem de seneste 5 uger. Ikke desto mindre er der fortsat betydelig usikkerhed mht. den såkaldte "terminal rate", og dermed hvor meget man skal stramme pengepolitikken, for at have vished for, at kerneinflationen er på vej mod prisstabilitetsmålsætningen på 2%. Ikke mindst vil der være usikkerhed mht., om det vil lykkes FED at orkestrere en "blød landing" for amerikansk økonomi. Tvivlen vil gå på, om man kan få løn- og kerneinflation tilstrækkeligt ned, hvis arbejdsløsheden "kun" stiger til 4,4% (som SEP peger på), eller at arbejdsløsheden skal væsentligt højere op, og man dermed kan imødesee en kraftigere økonomisk nedtur?

Amerikansk arbejdsløshed, FED og recessioner



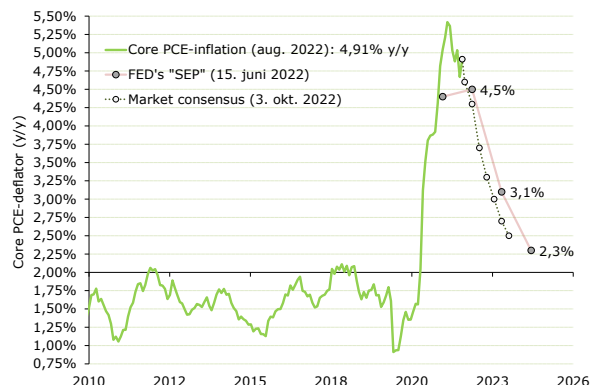
Kilder: Bureau of Labor Statistics, CBO, Federal Reserve, NBER og SEB

Markedsmæssigt er det dog positivt, at der ikke længere synes at være forventninger til, at et forløb med rentelepser indledes allerede næste år. Indtil da vil der være overordentlig stor fokus på inflationsrapporter samt beskæftigelsesrapporter. I sidstnævnte vil markedet specielt hæfte sig ved lønudvikling samt deltagelsesgraden på arbejdsmarkedet.

FED's foretrukne inflationsindikator, "core PCE-deflator", viste i august en stigning på 4,9% y/y. Dette er noget mindre, end core CPI, hvor boligkomponenten har en dobbelt så høj vægt. Halvdelen af boligkomponenten udgøres af det såkaldte "owners-equivalent rent". Dette er en rundspørge til boligejere, hvor de bliver bedt om at give et bud på, hvad det ville koste at leje deres eget hus. Ud

over at være en noget usikker målestok for leveomkostninger, så er der også en betydelig træghed i denne statistik. Dette er en væsentlig forklaring på, at det kan tage længere tid at få bragt kerneinflationen ned.

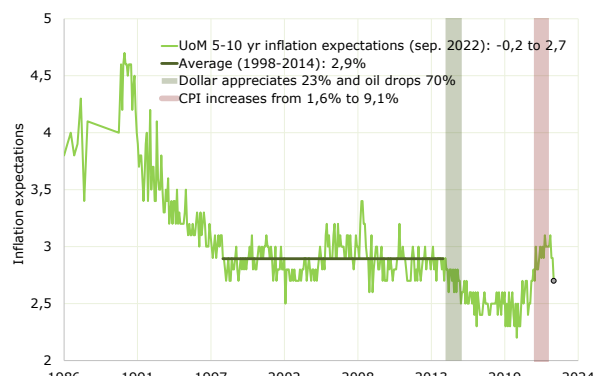
Forventet amerikansk kerneinflation



Kilder: Bureau of Economic Analysis, Federal Reserve, Bloomberg og SEB

En generel bekymring hos de større centralbanker er, at høj inflation vil bide sig fast i inflationsforventningerne. Derfor har Powell også tidligere peget på, at en af de indikatorer man følger, er de langsigtede inflationsforventninger i forbrugertillidsundersøgelsen fra University of Michigan.

Langsigtede inflationsforventninger hos husholdninger



Kilder: University of Michigan, NBER og SEB

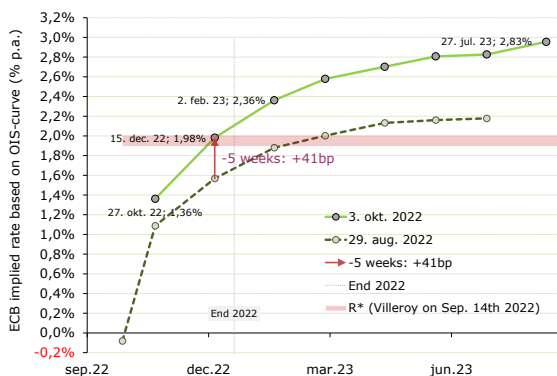
Derfor er det også fortrøstningsfuldt for FED og de finansielle markeder, at husholdningernes langsigtede inflationsforventninger er begyndt at falde. Det samme gælder de mindre virksomheder, når de bliver adspurgt om deres prisplaner for de kommende 3 måneder i de månedlige surveys fra brancheorganisationen NFIB. Her toppede forventningerne helt tilbage i november 2021, og er aftaget kraftigt siden maj.

ECB HAR FLERE UDFORDRINGER END FED

Markante renteforhøjelser fra FED sætter andre centralbanker under pres: Hvis man vælger ikke at følge med, risikerer man øget inflation pga. valutavækkelse overfor dollaren. Men ECB har også mere fundamentale udfordringer. Følsomheden overfor krigen i Ukraine er

væsentligt større – ikke mindst pga. den historiske afhængighed af energi fra Rusland. Det betyder også, at de europæiske virksomheder og husholdninger er hårdere ramt end de amerikanske. Flere ledende medlemmer af ECB's Styrelsesråd har peget på, at man godt er klar over, at den aktuelt høje inflation primært er udbudsdrevet, men at man ikke kan forsvare, at have en lempelig pengepolitik på et tidspunkt, hvor inflationen er markant højere end prisstabilitetsmålsætningen. Pengepolitikken betegnes som "lempelig", når styringsrenten er lavere end den neutrale rente. Den neutrale rente kan ikke observeres, men kun estimeres med betydelig usikkerhed. ECB's Francois Villeroy sagde i august, at han vurderer at den neutrale (nominelle) rente ligger tæt på, men lige under, 2%. Dette synes også at være nogenlunde på linje med øvrige estimater. Derfor forekommer det også naturligt, når markedet forventer at styringsrenten vil blive bragt op på 2% inden nytår.

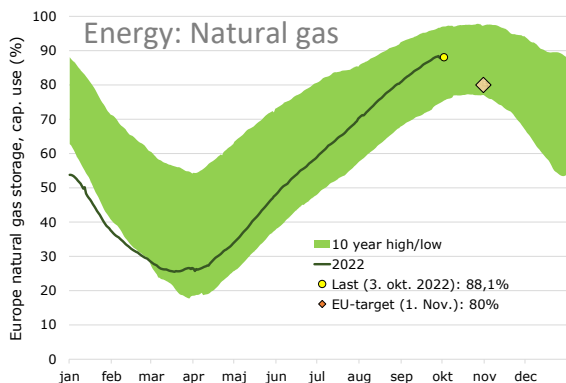
Forventninger til ECB's pengepolitik



Kilder: Bloomberg, ECB og SEB

Som vist i grafen, så peger de aktuelle markedsforventninger på, at man vil fortsætte rentestramningerne på de første to møder i 2023. Vi tvivler imidlertid på, at ECB vil være i stand til det. Når nytåret ringes ind, vil de fundamentale problemer på energi-markederne ikke være løst. Og trods en usædvanlig hurtig opbygning af naturgaslagre, vil der være en risiko for, at man må rationere energi senere på vinteren.

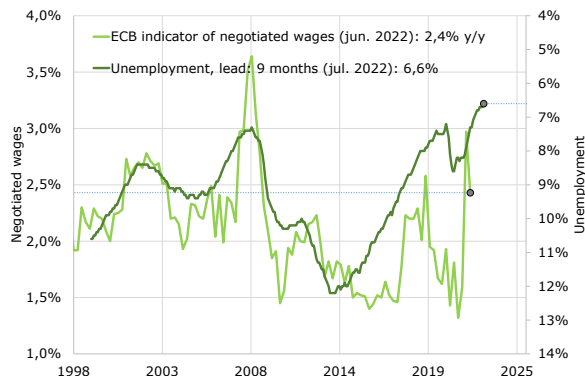
Prisudvikling på europæisk naturgas



Kilder: GIE-AGSI, EU-Kommissionen og SEB

Desuden vil den økonomiske afmatning være noget kraftigere end i USA, og regionen vil med stor sandsynlighed befinde sig i recession. Nogle lande vil naturligvis være hårdere ramt end andre, og uenigheden blandt medlemmerne af ECB's Styrelsesråd vil stige. I modsætning til FED, så kan ECB dog trøste sig med, at der ikke er nogen tegn på løninflation i Eurozonen.

Arbejdsløshed og lønudvikling i Eurozonen



Kilder: Eurostat, ECB og SEB

Og trods markante stigninger i leveomkostningerne, er det næppe sandsynligt, at lønmodtagere over en bred kam, vil kunne forhandle sig frem til betydelige lønstigninger på et tidspunkt med stigende ledighed.

Husholdningernes inflationsforventninger



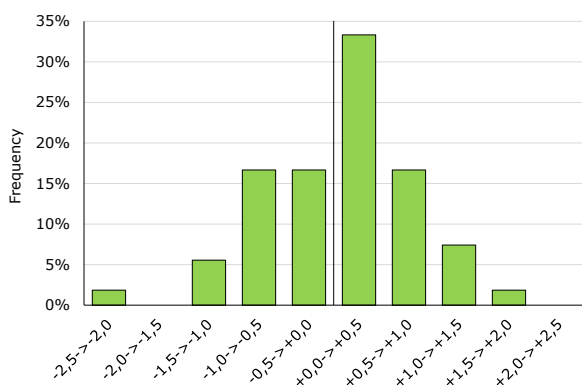
Kilder: EU Kommissionen, Eurostat og SEB

Og at dømme ud for ovenstående graf, så synes det heller ikke at være forventningen hos husholdningerne i Eurozonen.

EKSTRAORDINÆRT USIKRE VÆKSTPROGNOSER

Med rekordhøj inflation, historisk store rentestigninger, ekstreme bevægelser i energipriser samt mange nationale stimuluspakker er usikkerheden omkring den økonomiske vækst naturligvis større end normalt. Ultimo 3. kvartal ligger markedets vækstforventninger for USA omkring 0,8% i 2023, mens de i Eurozonen ligger omkring 0,2% (dog noget højere prognoser fra ECB, IMF og EU Kommissionen). Markedets forventninger varierer imidlertid fra -2,2% til +1,8% (54 adspurgte banker).

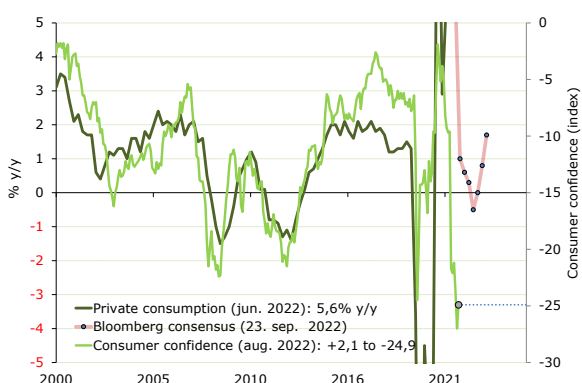
Vækstprognoser for 2023: Bloomberg-survey



Kilder: Bloomberg og SEB

Median-prognosen ultimo september ligger på 0,2%. Vækstindikatorerne i 3. kvartal har overvejende været svage. Eksempelvis er PMI-composite for Eurozonen faldet fra 52,0 i juni til 48,2 i september. Desuden faldt forbrugertilliden til laveste niveau nogensinde. Sammenhængen mellem forbrugertillid og privatforbrug synes dog at være noget upålidelig i øjeblikket.

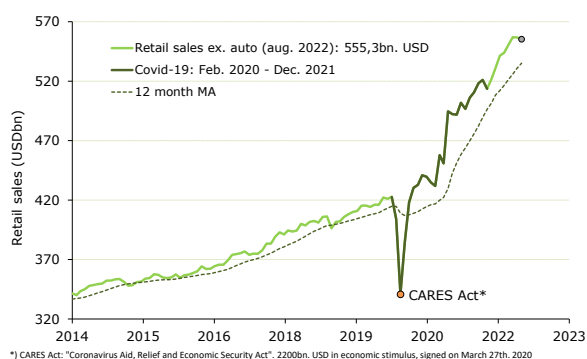
Privatforbrug og forbrugertillid i Eurozonen



Kilder: Eurostat, EU-Kommission og SEB

I USA er billedet ligeledes uklart. Eksempelvis betyder CARES Act fra 2020, at detailhandlen er væsentligt stærkere end det forbrugertilliden "normalt" ville indikere.

Amerikansk detailhandel



Kilder: Bureau of Economic Analysis og SEB

Amerikanske virksomheder og husholdninger har været forskånet for de samme stigninger i priserne på elektricitet og naturgas, som man ser i Eurozonen. Desuden forekommer arbejdsmarkedet noget stærkere. Med den øjeblikkeligt lave produktivitetsvækst, er det vanskeligt for virksomhederne at undlade, at sende regningen for høje lønomkostninger videre til kunderne. Og som omtalt, er dette et af FED's største problemer/udfordringer.

Markedsforventninger peger dog på, at der er en vis tiltro til, at man vil være i stand til at håndtere de aktuelle inflationsproblemer uden en hård landing, jf. nedenstående tabel.

Forventninger til økonomisk vækst

Table: Consensus growth estimates

Region	2021	2022	2023	2024	Recession	Weight
	03.10.22	03.10.22	03.10.22	03.10.22	probabil.	(GDP)
Global	5,80	2,90	2,50	3,00	...	100,00%
North America	5,58	1,75	0,85	1,65	...	...
• USA	5,70	1,60	0,80	1,60	50,0%	22,71%
W. Europe	5,51	3,02	0,46	1,80	...	...
• Germany	2,85	1,50	-0,20	1,90	77,5%	3,93%
• France	7,00	2,50	0,50	1,69	60,0%	2,66%
• Italy	6,50	3,30	0,40	1,50	75,0%	1,85%
• Spain	4,80	4,46	1,60	2,20	50,0%	1,34%
• UK	7,50	3,50	-0,20	1,45	60,0%	3,34%
• Denmark	3,80	3,00	0,90	1,80	...	0,37%
EMEA	5,69	-0,39	1,05	2,78	...	...
• Russia	4,35	-6,00	-3,00	1,70	90,0%	1,32%
• Turkey	11,00	4,65	3,00	3,30	30,0%	0,83%
• Poland	5,60	4,10	1,30	3,20	60,0%	0,73%
• South Africa	2,80	7,85	4,05	3,00	...	0,38%
Asia ex. Japan	7,09	3,47	5,00	4,83	...	...
• China	8,10	3,30	5,10	4,95	20,0%	21,36%
• South Korea	3,40	1,90	2,10	3,10	52,0%	1,69%
• Indonesia	3,60	5,20	5,00	5,05	5,0%	1,37%
• Taiwan	6,00	3,20	2,60	2,70	10,0%	0,80%
Japan	1,65	1,60	1,50	1,15	...	4,59%
LatAm	7,37	3,17	1,38	2,19	...	...
• Brazil	4,60	2,52	0,90	1,92	20,0%	1,79%

Kilder: Bloomberg og SEB

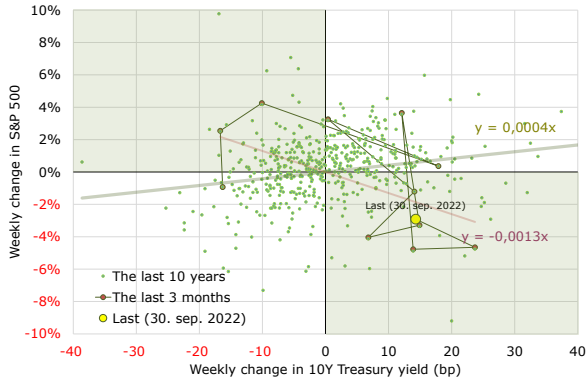
De seneste PMI-statistikker for USA peger på en stærkere servicesektor. Desuden var tilgangen af nye ordrer på varige forbrugsgoder eksklusive fly og forsvar overraskende stærke i august.

ALLOKERINGSOVERVEJELSER

Globale aktier har korrigeret med 27,1% (dog "kun" 15,6% i DKK) siden toppen den 16. november 2021. Dette skyldes en multipel-kontraktion på 28,4% og en stigning i indtjeningsforventningerne på 1,3%. Den 10-årige amerikanske rente er steget 227bp i år (og den tyske med 229bp).

Målt på ugentlige ændringer, ser man fortsat negativ korrelation mellem obligationsrenter og aktier. Dette er en indikation på, at aktiemarkedet fortsat er styret af obligationsmarkedet, herunder de markant stigende renter og usædvanligt høje rentevolatilitet.

Korrelation mellem S&P 500 og 10-årig Treasury rente



Kilder: Bloomberg og SEB

Derfor er det også oplagt at svare på spørgsmålet om obligationsrenter: Hvornår er nok, nok? Obligationsrenter kan siges at være en konsekvens af tre faktorer:

- 1) **Den reale neutrale rente:** Ændres ikke fra dag-til-dag
- 2) **Forventet fremtidig inflation:** At dømme ud fra break-even inflationen på inflationsindekserede obligationer, så har forventningerne været moderat faldende.
- 3) **Term-premium:** Den "præmie", man som investor skal have for at købe retten til en betaling i fremtiden, frem for at få pengene i hånden nu. Den er påvirket af flere forskellige forhold: Normaliseringen af pengepolitikken (afslutning af QE og efterfølgende start på QT) lægger et pres op ad på renterne. Det samme gør stigende budgetunderskud alt-andet-lige. Det så man ikke mindst i slutningen af august, da den britiske regering fremlagde en finanspolitisk stimuluspakke (lavere skatter) på 45 mia. £. Endelig er der en flowfaktor: Renter som alt-andet-lige presses ned, af økonomisk usikkerhed og "flight-to-safety".

Indtil videre, har normaliseringen af pengepolitikken været en overordentlig vigtig faktor. I USA har man set, at den 10-årige realrente er steget fra -1,1% i årets begyndelse til +1,64% ultimo august. Dette er væsentligt over det niveau, som var gældende i årene op til Covid-19, og på linje med den reale vækstrate, som FED synes at sigte efter. Det er derfor også overvejende sandsynligt, at vi har set det værste af denne normalisering.

Den 10-årige realrente og realøkonomisk vækst i USA

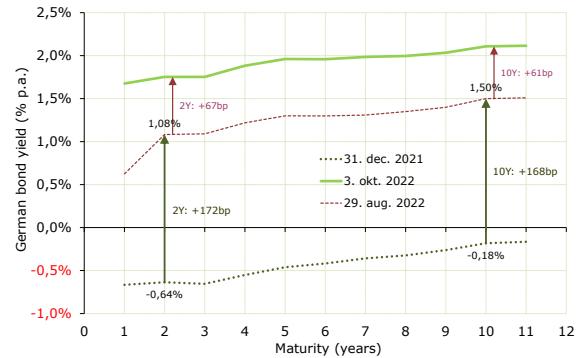


Kilder: Bloomberg, Census Bureau, CBO og SEB

Mens man tidligere på året overvejende så rentestigninger over hele løbetidsspektret, så har man i slutningen af

august set en stigende tendens til, at fladning/invertering af rentekurverne i USA og Tyskland.

Rentestrukturen i Tyskland



Kilder: Bloomberg og SEB

Også i Eurozonen, hvor vækstudsigterne er noget svagere, har man set en betydelig normalisering af de 10-årige realrenter.

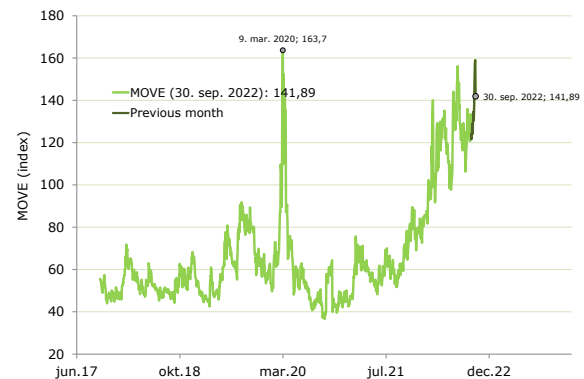
Den 10-årige realrente i Eurozonen og økonomisk vækst



Kilder: Bloomberg, Eurostat og SEB

Mens der fortsat er betydelig usikkerhed om pengepolitik og de korte renter, så er det vores vurdering, at vi er meget tæt på at se toppen af de lange obligationsrenter. Den ekstreme rentevolatilitet er dog et tegn på, at usikkerheden på kort sigt fortsat er betydelig.

Implicit volatilitet på Treasuries



Kilder: Bloomberg og SEB

På kort sigt synes risikobilledet desværre fortsat at være tiltet mod yderligere uro, men også yderligere dollarstyrkelse. Derfor har vi i slutningen af september taget toppen af aktieeksponeringen, og tiltet porteføljerne mere i retning af amerikanske aktier. En opjustering af aktier fordrer, at vi har større sikkerhed for, at obligationsrenterne har toppet, og at markedet har inddiskonteret en hård vinter for europæiske virksomheder (og husholdninger).

AFKASTUDVIKLINGEN

I den følgende tabel har vi opsummeret afkastene på udvalgte aktivtyper. Endelig vises udviklingen for udvalgte valutaer mod danske kroner.

Afkast for udvalgte aktivtyper

Ændring i procent (benchmark valutaenhed)	Sep 2022	Q3 2022	YTD 2022
Obligationer			
Bloomberg Eurozone Sovereign Bond Index (EUR)	-3,83%	-5,05%	-16,69%
Bloomberg US Treasury Bond Index (USD)	-3,45%	-4,35%	-13,09%
Bloomberg Germany Sovereign Bond Index (EUR)	-3,95%	-4,64%	-15,32%
Bloomberg Japan Sovereign Bond Index (JPY)	-1,08%	-0,64%	-3,57%
Bloomberg Denmark Sovereign Bond Index (DKK)	-4,98%	-5,41%	-19,36%
Bloomberg Denmark Sovereign Bond Index 1 to 3 Year (DKK)	-1,03%	-1,73%	-4,38%
Bloomberg Denmark Sovereign Bond Index 1 to 5 Year (DKK)	-1,28%	-2,05%	-5,48%
ML Global HY Index TR Local (XXX)	-4,29%	-1,16%	-16,06%
ML Global HY Constrained Index TR Hedged (DKK)	-4,52%	-1,65%	-17,16%
JPMorgan EMBI Global Diversified Hedged (DKK)	-6,75%	-5,31%	-25,43%
Nykredit Dansk Mortgage Bond (DKK)	-7,80%	-9,51%	-23,03%
Aktier			
MSCI AC World (net div) (DKK)	-7,21%	-0,58%	-13,69%
MSCI North America (net div) (DKK)	-6,90%	1,40%	-12,72%
MSCI Europe (net div) (DKK)	-6,31%	-4,13%	-17,41%
TOPIX TR INDEX (DKK)	-7,12%	-0,65%	-12,78%
MSCI Emerging Markets (net div) (DKK)	-9,41%	-5,65%	-15,47%
OMXC Copenhagen All Share Gl (DKK)	-10,41%	-7,38%	-18,21%
OMXC Copenhagen All Share Capped Gl (DKK)	-12,41%	-8,91%	-23,98%
Valuta mod DKK			
EUR	-0,03%	-0,02%	-0,03%
USD	2,62%	6,70%	16,05%
JPY	-1,72%	0,15%	-7,67%

Disclaimer

Dette materiale er udarbejdet af Skandinaviska Enskilda Banken, Danmark, filial af Skandinaviska Enskilda Banken AB (publ), Sverige ("SEB"). SEB er en del af Skandinaviska Enskilda Banken AB (publ), som er et svensk aktieselskab, og er underlagt tilsyn af Finansinspektionen i Sverige og delvist af Finanstilsynet i Danmark.

Dette materiale er udarbejdet alene til orientering for de investorer, som materialet er udleveret til. Publikationen er ikke et tilbud om eller en opfordring til at købe eller sælge finansielle instrumenter. Alle råd og informationer i materialet er baseret på kilder, som SEB har vurderet pålidelige. SEB er ikke ansvarlig for fuldstændigheden eller nøjagtigheden af oplysningerne og for direkte eller indirekte tab, som kan opstå på grund af fejl eller mangel heri. Investorerne opfordres til at udøve et eget skøn over, hvorledes der skal investeres, og publikationens informationer, beregninger, vurderinger og skøn træder ikke i stedet for investors egen vurdering. SEB er ikke ansvarlig for det økonomiske udfald af placeringer eller andre tiltag, der er sket på basis af information i dette materiale. Markedsværdien på finansielle instrumenter kan både stige og falde, og historiske afkast er ikke en sikker indikation på fremtidige afkast. Finansielle instrumenter som hører hjemme, eller investerer i, udenlandske markeder påvirkes også af udsving i valutakurser, som kan få værdien på instrumentet at stige eller falde. SEB, datterselskaber af SEB samt medarbejdere i SEB kan udføre forretninger, have, etablere, ændre eller afsluttet positioner i finansielle instrumenter, som er omtalt i materialet. SEB har ophavsretten til publikationen, som er til kundens personlige brug og ikke til offentliggørelse noget sted.

Skandinaviska Enskilda Banken Denmark, Danmark, filial af Skandinaviska Enskilda Banken AB (publ), Sverige, Bernstorffsgade 50, DK-1577 Copenhagen V