

The background of the entire page is an aerial photograph of a natural landscape. A river with white water rapids flows through a dense forest of green trees. A paved road with white dashed lines winds through the forest, curving around the river. The overall scene is lush and green, suggesting a natural and sustainable environment.

# Økonomisk Finansielt Scenarie

Kvartalsrapport  
Q4 2022

## ØKONOMISK & FINANSIELT SCENARIE

(Redaktionen afsluttet 2. januar 2023, F. Velling og team)

### CENTRALBANKER BREMSER OPTUR

2022 vil gå over i historien som et meget vanskeligt år for de finansielle markeder, men i hovedparten af 4. kvartal var markederne dog generelt positive, primært baseret på de aftagende inflationsindikatorer. Uheldigvis fik de to toneangivende centralbanker, Fed og ECB, dog stoppet denne optur medio december med overraskende "hawkish" udmeldinger.

Hilsenen fra den amerikanske centralbank Fed den 14. december 2022 var en rentestigning på 50 bp, hvilket var lavere end de tidligere 75 bp, men samtidigt kom der en melding om, at rentetoppen fortsat ligger omkring 5%. Pressemødet understregede yderligere, at inflationen ikke er kommet under kontrol, om end den seneste udvikling har været mere positiv. Den amerikanske centralbank fortsætter dermed renteforhøjelserne ind i 2023.

Den europæiske centralbank ECB valgte den 15. december 2022 også at hæve renten med 50 bp, således at styringsrenten nu er på 2,00%. På pressemødet var centralbankchef Lagarde dog yderst "hawkish" og markerede, at renteforhøjelserne fortsætter ind i 2023, samt at ECB vil begynde at nedbringe obligationsbeholdningerne (QT) allerede fra marts 2023.

På den økonomiske front har man set lidt pænere vækstindikatorer. I Europa (Tyskland) steg således både IFO og ZEW-indeksene, og det var medvirkende til, at det foreløbige sammensatte PMI-indeks for eurozonen i december steg fra 47,8 til 48,8. Stadig under det vigtige niveau på 50, der angiver den formodede grænse for recession, men dog en klar fremgang.

I USA var de finansielle vækstindikatorer mere blandede i slutningen af kvartalet, men også her så man stigninger i Forbrugertilliden, Philly Fed og Chicago PMI. Det amerikanske arbejdsmarked er stærkt med fortsat vækst i beskæftigelsen, selvom stigningstakten gik lidt ned i december. Arbejdsløsheden ligger også stabilt lavt på 3,7% for december 2022.

Markederne har i perioden været præget af faldende volatilitet frem til medio december og samtidigt mere risikoappetit. Aktiemarkederne er steget, men renterne er også steget. Således ligger de 10-årige tyske statsrenter omkring 2,50% ultimo 2022, hvilket er det højeste niveau de seneste 10 år.

Energipriserne er faldet markant de seneste måneder siden toppen i slutningen af august. Det har været med til at reducere frykten for en meget hård opbremsning i økonomien.

### Udviklingen i globale aktier (MSCI World) de seneste 2 år



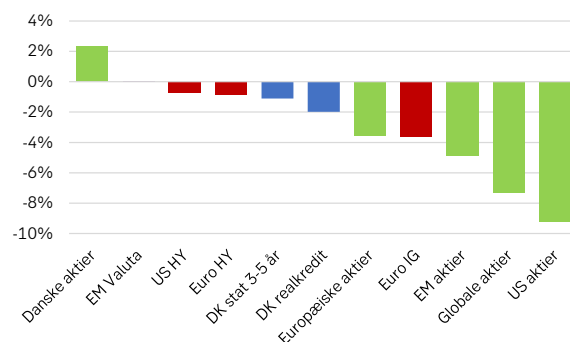
Kilder: Bloomberg og SEB

Globale aktier i MSCI World AC faldt med -7,3% i december (målt i DKK), hvor amerikanske aktier tabte til europæiske og EM-aktier. Prisen på europæisk naturgas faldt 47% i december, mens Brent-råolie steg 0,6% til 86\$/tønde.

Den 10-årige amerikanske obligationsrente steg 24 bps til 3,88% p.a., mens den 2-årige rente steg 12 bps til 4,43%. Den 10-årige tyske rente steg 34 bps til 2,46%. Nykredits realkreditindeks faldt 2%, primært drevet af renteutviklingen.

Kreditspændet på amerikansk High Yield steg 21 bps til 469 bps. Samlet set betød det, at Global High Yield faldt 0,4% (i DKK).

### Afkast på forskellige aktiver i december (DKK)

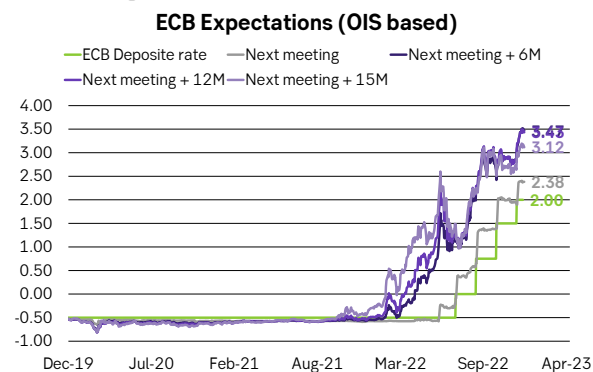


Kilder: Bloomberg og SEB

### DEN FORVENTEDE FREMTIDIGE ECB RENTE STIGER

Som nævnt var centralbankmødet det vigtigste, der skete i slutningen af perioden. Hvor markedet i slutningen af november begyndte at ændre holdning til den fremtidige udvikling for ECB's styringsrente, gik det helt modsat efter mødet i december. Således steg overnight renteswaps mellem fremtidige ECB møder, hvilket er illustreret af figuren nedenfor. Ved udgangen af december følte markedet sig sikker på, at styringsrenten skulle op i 3,5%, hvilket er en del højere end tidligere vurderet.

## Forventninger til ECB



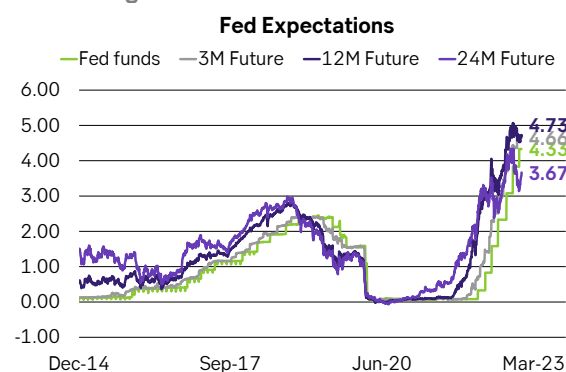
Kilder: Bloomberg, ECB og SEB

## KLAR RETORIK FRA FED

På FOMC-mødet den 14. december 2022 valgte Fed som ventet at hæve renten med 50 bps. På pressemødet gav centralbankchef Powell efterfølgende udtryk for, at pengepolitikken hellere skal strammes for meget end for lidt. Renterne steg på baggrund af mødet. Centralbankchef Powell bekræftede, at Fed sætter tempoet i renteforhøjelserne ned, men at renteforhøjelserne fortsætter. Finansmarkederne forventer yderligere renteforhøjelser på 50 bps på de kommende FOMC-møder.

Af Fed fund futures, som indikeret i grafen nedenfor, ses det, at markedet forsat priser en "terminal"-rente på ca. 4,75%, om end renten forventes inden for to år at blive sat ned til omkring 3,5%-3,75%.

## Forventninger til Fed

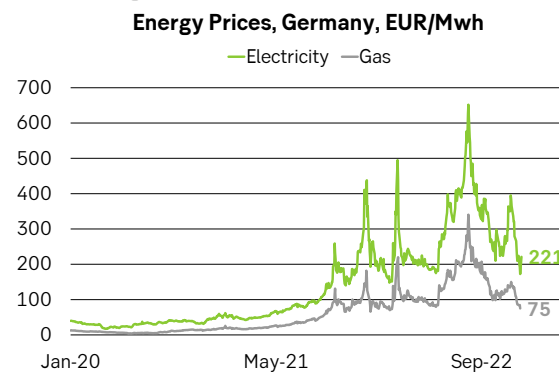


Kilder: Bloomberg, Federal Reserve og SEB

## ENERGIPRISER

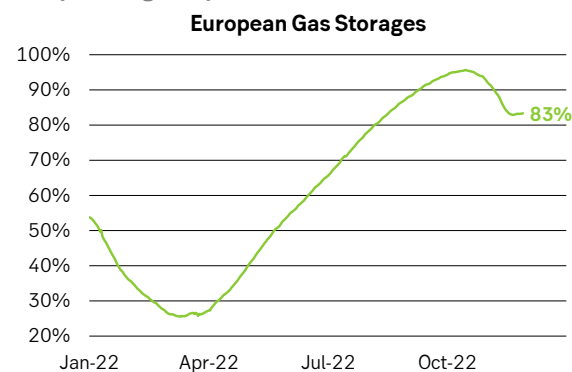
Europæiske energipriser har vist en klar nedadgående retning i den seneste del af perioden. Elpriserne er således faldet i december efter at have været steget i november. Det varme vejr i slutningen af december kombineret med stor spareiver har været en vigtig faktor for den lavere efterspørgsel. Ser man på gasdepoterne i Europa, begyndte de at falde i takt med, at temperaturen faldt, og forbruget steg, men på det seneste kan man se en mindre stigning i lagrene. At gaslagrene bliver øget midt i fyringssæsonen, er ikke normalt, men det illustrerer, at myndighederne nu tænker mere langsigtet. Dette fremgår af den anden figur nedenfor.

## Tyske energipriser



Kilder: Bloomberg, og SEB

## Europæiske gasdepoter



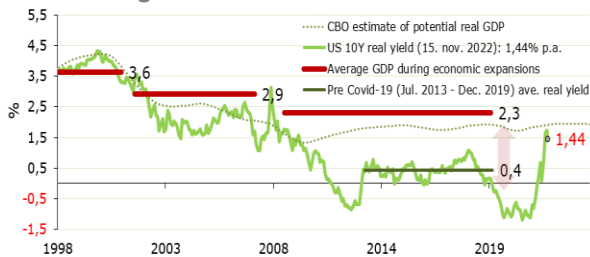
## ALLOKERINGSOVERVEJELSER

Som tidligere beskrevet vurderer vi fortsat, at aktiemarkedet formentlig er forbi bunden (den 13. oktober), og at lange obligationsrenter har nået et "fair niveau". Sidstnævnte er en nødvendig om end ikke tilstrækkelig forudsætning for at tro på, at aktierne rent faktisk er forbi bunden. En væsentlig del af de fald, man så i årets første 9 måneder, skyldes således de markant stigende realrenter.

Bagsiden af inflationsmedaljen er, at det har været nødvendigt at dæmpe væksten. Den kommende tid bliver derfor præget af en kamp mellem det positive bidrag til aktiemarkedet fra inflationsudvikling på den ene side og det negative bidrag fra en økonomisk afmatning og mulig recession på den anden. Den kamp kommer sandsynligvis til at bølge lidt frem og tilbage og skabe en del volatilitet, men vi ser recessionen som midlertidig og tror derfor, at det positive bidrag fra forventede lavere renter ender med at få den største effekt. Den seneste rentestigning fra medio til ultimo december slår en smule skår i denne positive vurdering, men får os ikke til at ændre holding.

I november vurderede vi, at de lange obligationsrenter (realrenter) havde nået niveauer, som er konsistente med realøkonomisk vækstpotentiale, og dermed at risikoen for yderligere markante stigninger i obligationsrenterne var reduceret. Vi ser stadig et "fair niveau" for nominelle 10-årige renter i USA på 3,5-4,5% og i Tyskland på 1,5-2,5%. I skrivende stund er de tyske 10-årige renter omkring 2,5%, som klart ligger i den høje del af intervallet.

### Realrenter og realøkonomisk vækst i USA



Kilder: GIE-AGSI, EU-Kommissionen og SEB

Vi har ikke nævnt krigen i Ukraine i ovenstående, men det er absolut ikke fordi, at vi har glemt den eller undervurderer dens indflydelse på markederne. Udviklingen i krigen kan flytte markedet i både positiv og negativ retning, men pt. er udfaldet ekstremt vanskeligt at have en holdning til.

### AFKASTUDVIKLINGEN

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

Ændring i procent (benchmark valutaenhed)	Dec 2022	Q4 2022	YTD 2022
<b>Obligationer</b>			
Bloomberg Eurozone Sovereign Bond Index (EUR)	-4,58%	-2,13%	-18,46%
Bloomberg US Treasury Bond Index (USD)	-0,52%	0,72%	-12,46%
Bloomberg Germany Sovereign Bond Index (EUR)	-4,32%	-2,97%	-17,83%
Bloomberg Japan Sovereign Bond Index (JPY)	-1,33%	-1,94%	-5,44%
Bloomberg Denmark Sovereign Bond Index (DKK)	-5,09%	-1,11%	-20,26%
Bloomberg Denmark Sovereign Bond Index 1 to 3 Year (DKK)	-1,10%	-1,00%	-5,34%
Bloomberg Denmark Sovereign Bond Index 1 to 5 Year (DKK)	-1,67%	-1,44%	-6,84%
ML Global HY Index TR Local (XXX)	-0,11%	5,02%	-11,84%
ML Global HY Constrained Index TR Hedged (DKK)	-0,42%	4,20%	-13,68%
JPMorgan EMBI Global Diversified Hedged (DKK)	0,04%	7,07%	-20,16%
Nykredit Dansk Mortgage Bond (DKK)	-1,98%	4,79%	-19,34%
<b>Aktier</b>			
MSCI AC World (net div) (DKK)	-7,34%	0,77%	-13,03%
MSCI North America (net div) (DKK)	-9,21%	-1,77%	-14,27%
MSCI Europe (net div) (DKK)	-3,53%	9,56%	-9,51%
TOPIX TR INDEX (DKK)	-2,65%	3,99%	-9,30%
MSCI Emerging Markets (net div) (DKK)	-4,90%	0,71%	-14,87%
OMXC Copenhagen All Share GI (DKK)	2,34%	17,94%	-3,53%
OMXC Copenhagen All Share Capped GI (DKK)	0,25%	15,61%	-12,12%
<b>Valuta mod DKK</b>			
EUR	-0,02%	0,01%	-0,02%
USD	-3,54%	-8,20%	6,54%
JPY	2,01%	0,71%	-7,02%

Kilder: Bloomberg og SEB

# 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