

**Økonomisk Finansielt  
Scenarie**  
Kvartalsrapport  
Juni 2019

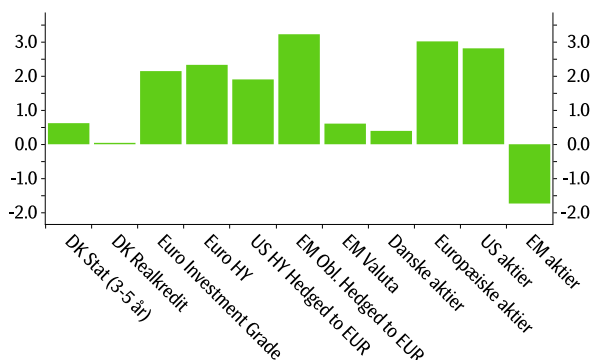
## ØKONOMISK & FINANSIELT SCENARIO

(Redaktionen afsluttet 1. juli 2019)

### TINA SPÆNDER BUEN!

Mens Q1 først og fremmest var præget af det usædvanligt stærke "rebound" i aktier, så vil Q2 formentlig primært blive husket for betydelige rentefald affødt af ændrede forventninger til Federal Reserve (FED). Derimod synes stigningerne i risikofyldte aktiver ikke at have været ledsaget af mindre økonomisk-politisk usikkerhed. Derfor er det også nærliggende at konkludere, at TINA har haft en finger med i spillet: TINA står som bekendt for "There Is No Alternative" (... til risikofyldte aktiver, fordi forrentningen af sikre aktiver er miserabel). Med andre ord: Efterspørgslen efter risikofyldte aktiver er paradoksalt nok drevet af den usikkerhed for global økonomi, som presser de risikofrie renter ned. Det er netop også pga. TINA, at centralbankerne ofte advarer om risikoen for opbygning af spekulative bobler. Sådanne advarsler fra centralbankerne synes dog forstummet: Måske fordi både den Europæiske Central Bank (ECB) og FED overvejer at sænke renterne og genoptage opkøbsprogrammer.

### Afkast på udvalgte aktiver i 2. kvartal 2019 (DKK)



Kilde: Macrobond

Globale aktier i MSCI World A/C er steget 2,1% (målt i DKK) i Q2. Den 10-årige tyske obligationsrente faldt 26bp til et rekordlavt niveau på -0,33% p.a. Mens rentestrukturen i Tyskland fladede (2-10: -11bp), så stejlede den amerikanske rentestruktur (2-10Y: +11bp) på markante fald i pengemarkedsrenterne. Den rentespændingsnævring, man så i den korte ende af rentestrukturen, var formentlig også forklaringen på, at euroen blev styrket med 1,4% overfor dollaren. De faldende renteniveauer har været en udfordring for det danske realkreditmarked gennem hele første halvår, hvor varigheden på de konverterbare obligationer er faldet kontinuerligt, og har resulteret i historisk store konverteringer til juli-terminen.

De overskyggende temaer for de finansielle markeder har været

- **handelskrigen** mellem USA og Kina samt
- **pengepolitiske udsigter**,

Disse temaer, samt

- tiltagende **geopolitiske spændinger**, og
- de væsentligste **indikatorer for global økonomi**

diskuteres i det efterfølgende.

### STATUS PÅ KONFLIKTEN MELLEM USA OG KINA

Overordnet set er klimaet mellem USA og Kina blevet væsentligt forværret gennem Q2. I starten af kvartalet var nyhedsbilledet fyldt med udmeldinger om positive fremskridt i forhandlingerne, og såvel Xi som Trump forventede, at en aftale ville være på plads i starten af maj. Men få dage inden meddelte USA, at man afbrød forhandlingerne, og i stedet for sanktionerede det vigtige teknologiselskab Huawei (verdens største mobilnetværksoperatør og verdens tredje største mobilproducent). Selvom man sidste år gjorde noget tilsvarende mod teleselskabet ZTE, så udgør aktionen mod Huawei en væsentlig optrapning, og var den primære katalysator for de aktiekursfald, man så gennem maj måned. At global økonomi er stærkt integreret, og forsyningslinjerne stærkt komplekse, blev illustreret ved, at japanske Softbanks chip-selskab, ARM, som er lokaliseret i London, ikke længere ønsker at sælge til Huawei. Da ARM's produkter blandt andet indeholder komponenter fra amerikanske selskaber, er man bange for at salg til Huawei kan bringe selskabet i unåde hos de amerikanske myndigheder.

Markederne genfandt imidlertid optimismen, da Beijing og Washington meddelte, at de to statsledere planlagde at mødes under G20 i slutningen af juni. Dette var således en indikation på, at sandsynligheden for at man genoptager forhandlingerne er forøget. Men blot en uge før mødet i Osaka meddelte det amerikanske Handelsministerium, at man har tilføjet yderligere fem kinesiske teknologiselskaber til den "[Entity List](#)" af selskaber, som afskæres fra at købe amerikansk teknologi uden særlig godkendelse fra regeringen. Det drejer sig om: Higon - THATIC, Sugon, Chengdu Haiguang Integrated, Circuit og Chengdu Haiguang Microelectronics Technology (væsentlige aktører indenfor udviklingen af supercomputere). Dette var ikke den bedste optakt til de to statslederes møde i Osaka. Dette blev også bemærket af Hu Xijin (lederskribenten på det statskontrollerede Global Times, China), ligesom den kinesiske valuta (CNY) blev svækket overfor USD.

### Tweet fra Global Times' Hu Xijin den 22. juni



Hu Xijin 胡锡进 @HuXijin\_GT · Jun 22

The US blacklisted 5 more Chinese companies, a blow to the atmosphere of China-US Osaka summit. Many Chinese now think the Trump administration is not trustful. A deal may be useless even if it is reached. The latest move of US government will strengthen such a view.

Kilde: [https://twitter.com/HuXijin\\_GT](https://twitter.com/HuXijin_GT)

Mødet mellem Xi Jinping og Donald Trump fandt sted lørdag den 30. juni - dvs. lige før deadline for denne publikation. Til stor lettelse besluttede de to supermagter at genoptage forhandlingerne. Desuden afstår USA fra at lægge nye afgifter på de resterende 330 mia. \$ af importerede varer fra Kina. Desuden har Trump fjernet

noget af presset på Huawei, hvilket har givet intern kritik fra "høgene" i Kongressen.

Et af de store spørgsmål er netop, om det overhovedet er realistisk at forvente en større aftale på handelsfronten uden en tilbagerulning af sanktionerne på Huawei (og førnævnte selskaber indenfor supercomputers). Det vil ikke være en overraskelse, hvis en tilbagerulning er et ufravigeligt krav fra Beijing: Huawei er formentlig det vigtigste teknologiselskab i Kina, og det er afhængigt af amerikanske underleverandører. Det gælder ikke mindst forsyningen af halvledere, hvor Intel og Nvidia er markedsdominerende pga. teknologiske forspring.

## U-VENDING I AMERIKANSK PENGEPOLITIK?

Den amerikanske centralbank kan være på vej til at lave en decideret (læs: "hasarderet") u-vending i pengepolitikken: I efteråret 2018 var man fortsat i gang med de mere eller mindre mekaniske renteforhøjelser. Herefter signalerede man, at det var tid til at "vente-og-se". Og senest har markedet inddiskonteret betydelige rentelepelsler fra FED. Dette er illustreret i udviklingen i fed funds futures med udløb december næste år.

### Forventninger til FED's styringsrente ultimo 2020



Kilder: Federal Reserve og SEB Investment Management

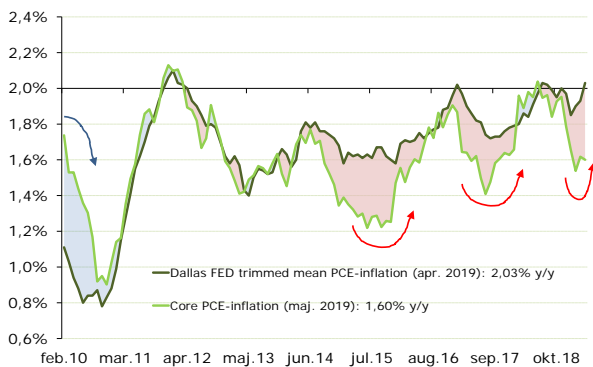
Grafen skærer y-aksen i 2,5%. Dette er gjort fordi median-estimatet for den langsigtede styringsrente blandt FED-cheferne ligger på 2,50% (dvs. en langsigtet ligevægtsrealrente på 0,5%). Dette er også identisk med den aktuelle styringsrente, og ofte også benævnt som et "neutralt" niveau for styringsrenten. Med andre ord, så vil rentelepelsler fra det nuværende niveau virke stimulerende på økonomien. Derfor er det også opsigtssvækkende, at markedet synes at inddiskontere rentelepelsler på ca. 120bp frem mod slutningen af 2020. Vil FED virkelig levere dette i fraværet af en betydelig økonomisk nedtur undervejs?

Selvom FED-chef Jerome Powell, på [FOMC-mødet i juni](#), bemærkede at "... many on the Committee do see a strengthened case, eight of those strengthen case for cutting rates", så er det vores overbevisning, at der er overvejende sandsynlighed for, at FED kommer til at skuffe markedet. Det vil være vanskeligt at begrunde behovet for så markante rentelepelsler når:

- **Prisstabilitet:** Kerneinflationen lå i maj på 1,6% y/y. Markedsforventningerne peger på, at denne vil stige til 1,7% ultimo 2019 og 2,0% (= FED's prisstabilitetsmålsætning) ultimo 2020. Som vist i grafen nedenfor, synes den seneste afmatning i den underliggende PCE-deflator at være af midlertidig karakter.
- **Beskæftigelse/arbejdsmarked:** Arbejdsløsheden på 3,6% i maj var den laveste i 50 år! Selvom andre arbejdsmarkedsindikatorer peger på, at arbejdsløshedsprocenten formentlig undervurderer størrelsen af den reelle ledige kapacitet på arbejdsmarkedet, så er der trods alt skabt 21,4 millioner nye jobs i indeværende højkonjunktur. Derfor er det heller ikke overraskende, at mange virksomheder peger på, at det er vanskeligt at finde ledig kvalificeret arbejdskraft.
- **Økonomisk vækst:** Markedskonsensus peger på en økonomisk vækst på 2,5% i 2019 og 1,8% i 2020. [FED's langsigtede estimat](#) for økonomisk vækst ligger på 1,9%. Dette er at betragte som deres estimat for den (ikke-inflationsdrivende) økonomiske vækstrate. Med andre ord, så forekommer markedets vækstforventninger at være for høje til at motivere pengepolitiske lempelser på nuværende tidspunkt. Men PMI-indikatorerne peger ned af. Så hvis FED måtte beslutte sig for at sænke renten, så vil det formentlig blive motiveret med "tegn på vækstafmatning".
- **Finansielle vilkår:** FED kan undertiden vælge at kompensere for en forværring af de finansielle vilkår, som virksomheder og husholdninger står overfor. Men disse er stærke: Aktiemarkedet er på et historisk højt niveau og kreditspændene på virksomhedsobligationer historisk lave. Desuden peger FSLO ([FED's Senior Loan Officers Survey](#)) på, at der fortsat er en overvægt af banker, som lemper kreditvilkårene.

I grafen nedenfor har vi suppleret FED's foretrukne inflationsmål, PCE-deflatoren eksklusiv fødevarer og energi, med "Dallas FED trimmed mean PCE-inflation". I denne statistik udelades observationer med de mest ekstreme bevægelser. Hensigten med dette er, at ende op med en inflationsstatistik som er endnu mindre påvirket af midlertidige bevægelser i den ene eller anden retning end kerneinflationen er det. I de med lyserødt skraverede områder er Dallas FED's inflationsmål højere end PCE-deflatoren, og man vil derfor forvente et "rebound" i sidstnævnte. I bekræftende fald vil det give yderligere næring til postulatet om, at der ikke er behov for rentelepelsler på nuværende tidspunkt.

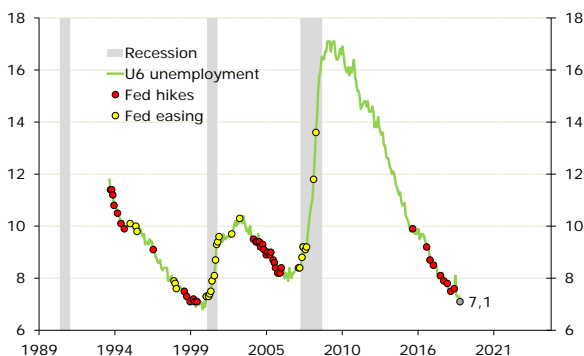
### Amerikansk kerneinflation: Støj fra volatile komponenter?



Kilder: Bureau of Economic Analysis og Federal Reserve Bank of Dallas

I grafen nedenfor, har vi vist det bredere mål for arbejdsløshed (U6), som udover de officielt arbejdsløse (U3) inkluderer marginalt tilknyttede til arbejdsmarkedet samt personer der arbejder deltid af økonomiske årsager (men ville arbejde fuldtid, hvis det var muligt). Dette arbejdsløshedsmål (7,1 pct. i maj) nåede helt ned i 6,8 pct. i oktober 2000.

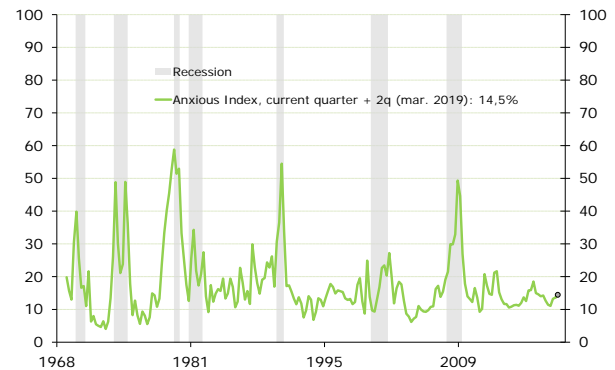
### Amerikansk arbejdsløshed (U6) og FED's renteændringer



Kilder: Bureau of Labor Statistics, NBER og Federal Reserve Bank

Indledningen af de seneste to lempelses-forløb fra FED fandt sted henholdsvis 2 og 3 måneder før en recession indtraf (i marts 2001 og december 2007). At der skulle være en recession lige om hjørnet er ikke hovedscenariet, og tillægges heller ikke stor sandsynlighed i Philadelphia FED's Survey of Professional Forecasters. Her viser det såkaldte "Anxious index" sandsynligheden for en recession om to kvartaler.

### Markedets vurdering af recessionssandsynligheder



Kilde: Federal Reserve Bank of Philadelphia

Nogen vil måske pege på, at de vækstforventninger vi ser i diverse rundspørger er forældede, og tegner et for optimistisk billede set i lyset af udviklingen i PMI-indikatorerne for den amerikanske fremstillingssektor. Det tror vi dog ikke er tilfældet.

- Blinde vinkler:** For det første er fremstillings- og landbrugssektoren specielt påvirket af handelskrigen, men servicesektoren i overvejende grad er sluppet fri for negative effekter herfra. Derfor er PMI for fremstillingssektoren, som kun udgør cirka 10% af den samlede økonomi, lige nu særdeles usikre indikatorer for den samlede økonomi.
- Aktiemarkedet:** For det andet er der ikke noget i udviklingen på aktiemarkedet, som tyder på en væsentlig vækstafmatning. Aktiemarkedet er i rekordniveau (trods handelskrig og planer om regulering af superstar virksomheder).

Desuden kan man argumentere for, at det vil være en farlig strategi for FED, at begynde at styre pengepolitikken i forhold til Trump's tweets om handelspolitik.

Som makroøkonomiske og finansielle indikatorer ser ud ved udgangen af Q2 synes der at være overvejende belæg for, at holde styringsrenten i ro gennem hele 2019. Selvom markedet har inddiskonteret tre lempelser af 25bp, og dette dermed lægger et "pres" på FED for at lempe, så forekommer det ikke sandsynligt, at FED kommer til at lempe så meget som markedet forventer. Sådanne lempelser forudsætter formentlig, at forhandlingerne mellem USA og Kina kører af sporet. I fraværet af en eskalering af handelskrigen forventer vi derfor, at FED kommer til at skuffe markedet!

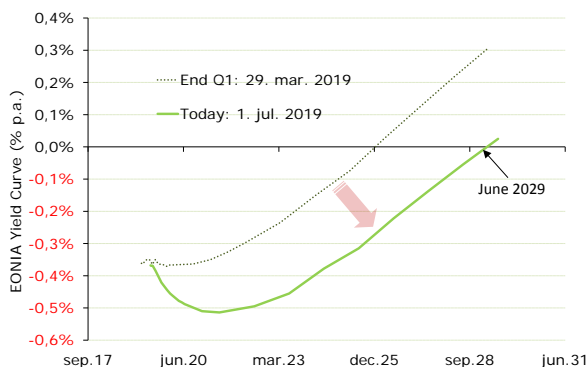
### ECB: STYRINGSRENTE OVER NUL ..... I ÅR 2029!

Mens der er mulighed for "policy mistakes" i den amerikanske centralbank, så er ECB havnet i en særdeles vanskelig situation på værst tænkelige tidspunkt: I modsætning til USA, så har man set markant faldende inflationsforventninger i Eurozonen, hvor den økonomiske vækst også er væsentligt svagere. Der er med andre ord behov for nye økonomiske stimuli, Men ECB har flere problemer:

- **Negative renter:** Pengemarkeds- og obligationsrenter er i forvejen negative. Derfor er der en risiko for, at de skadelige effekter af yderlige rentelepels vil overstige de positive effekter.
- **Våd ammunition:** ECB stoppede obligationsopkøbsprogrammet ultimo 2018. Det gjorde man ikke fordi inflationen var tilbage på sporet, men fordi man begyndte at løbe ind i en række snærende begrænsninger (maksimalt tilladte køb af et lands gæld, fordeling af opkøb i forhold til "capital keys" og risikoen for skævvridning af markedet). I juni sagde Mario Draghi, at man kan genoptage opkøbsprogrammet. Det er muligt, at man kan justere på nogle rammer, og fortsat vride nogle opkøb ud af programmet. Det er også sandsynligt, at dette vil have en positiv effekt på aktivpriser ("asset-price inflation"), men langt mere tvivlsomt om det vil have en positiv effekt for økonomien ("consumer price inflation"). Endelig må man stille spørgsmålet: Hvis der virkelig er mere ammunition tilbage, hvorfor anvendte man den så ikke på mødet i juni?
- **Vagtskifte:** Mario Draghi's embedsperiode udløber ultimo oktober. Draghi, der om nogen er symbolet på den lempelige pengepolitik, står altså allerede med det ene ben ude. Skulle han blive afløst af Tysklands Jens Weidmann. Må sandsynligheden for en genoptagelse af opkøbsprogrammet falde.
- **Valuta:** Mens man næppe kan stimulere den økonomiske vækst med pengepolitiske lempelser fra de nuværende niveauer, så kan man håbe på at skabe inflation via euro-svækkelse. I et scenarie hvor FED lemper tre gange i løbet af 2019, og ECB sidder på hænderne, vil man formentlig se en ikke-ønsket eurostyrkelse. Dette vil blot forværre problemerne for ECB.

En ECB, der synes trængt op i kroger, er nødt til at sige til markederne, at man fortsat kan gøre mere. Men spørgsmålet er, om sådanne løfter efterhånden klinger hult hos markeds-deltagerne. Da man senest holdt møde den 6. juni lå de langsigtede inflationsforventninger på rekordlave 1,24%. Dette er et lavere niveau, end da man lancerede opkøbsprogrammerne i januar 2015 og marts 2016. Alligevel undlod man at gøre noget.

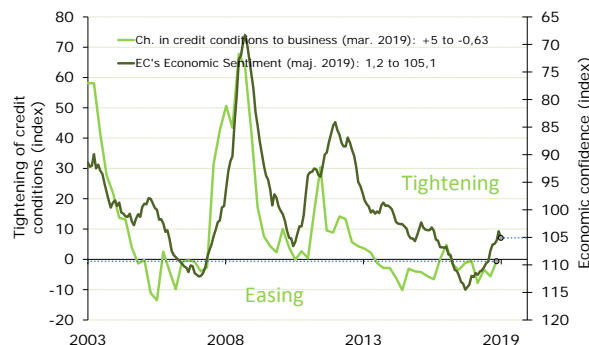
### Forventninger til ECB's styringsrente



Kilder: ECB og SEB Investment Management

Den seneste [Bank Lending Survey](#) fra ECB viste, at bankernes kreditvilkår overfor virksomheder var uændret i Q1 (hvilket er en forværring i forhold til Q4), samt at kreditvilkårene overfor husholdningerne blev strammet. Blandt de større lande er kreditvilkårene strammest i Italien. Men det var hos de tyske og spanske banker, at man så forværringen i Q1.

### Kreditvilkår i Eurozonen og tillid hos virksomheder

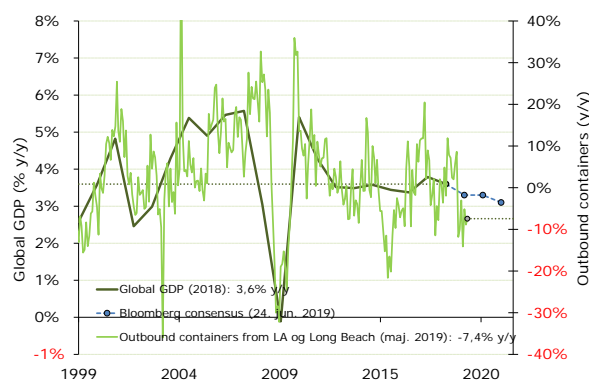


Kilder: ECB og EU-Kommissionen

### LIDT SVAGERE ØKONOMISKE NØGLETAL GENNEM Q2

Forventet global vækst er faldet med 0,1 til 3,3% i løbet af Q2. Det skyldes næsten udelukkende aftagende vækstforventninger i Tyskland, Tyrkiet og Brasilien. En tidlig indikator på vækstafmatning kan være containertrafikken ud af amerikanske havne. Og som grafen nedenfor viser, så har der været tale om en signifikant forværring de seneste måneder. Problemet med denne indikator er imidlertid, at den formentlig kan være biased, fordi man ikke transporterer serviceydelser i containere!

### Global vækst og container-trafik



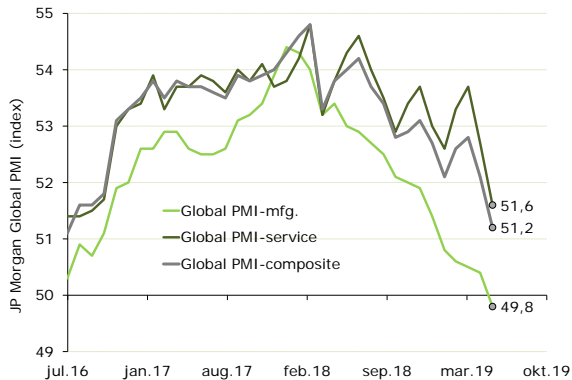
Kilder: IMF, Bloomberg, Port of Los Angeles og Port of Long Beach.

Tillidsindikatorer peger på, at afmatningen indenfor service er noget mindre end afmatningen indenfor fremstilling. Men der HAR også fundet en afmatning i global service sted – dog noget mindre end i fremstillingssektoren.

Tillidsindikatorerne er væsentlige input, fordi de ikke offentliggøres med samme forsinkelse som reale økonomiske data. Men udfordringen med dem er blandt andet, at de vil være særdeles følsomme over enkelte politiske begivenheder, som eksempelvis Trumps tweets,

sanktioner mod teknologiselskaber og/eller topmødet i Osaka.

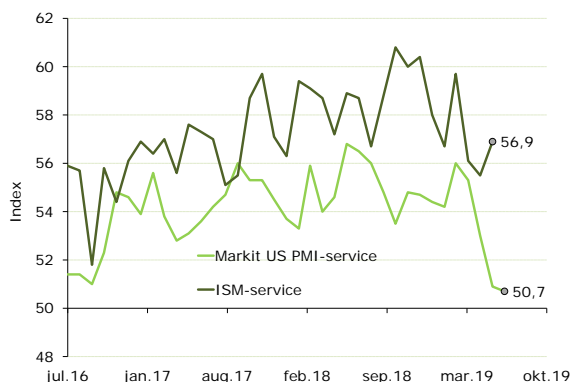
### Udviklingen i globale PMI-indikatorer de seneste 3 år



Kilde: IHS Markit

Gennem Q2 er PMI-service faldet 1,7p. til 51,6. Lidt overraskende meddelte Markit i forbindelse med offentliggørelsen, at den amerikanske service-sektor bidrog med det største fald. Dette står i nogen kontrast til ISM-service indekset samt NFIB Small Business Confidence (som også er domineret af service).

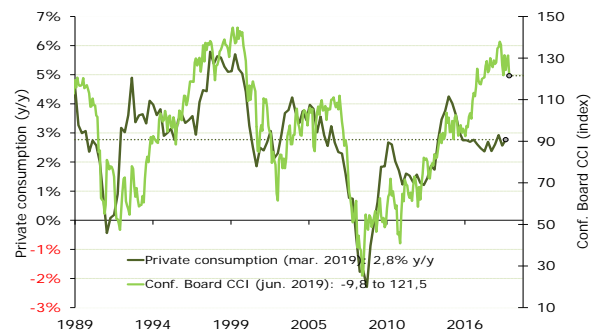
### Udviklingen i PMI-indikatorer for USA's servicesektor



Kilder: Institute for Supply Management (ISM) og IHS Markit

Markedsmæssigt har PMI-statistikken fra ISM betydeligt mere bevågenhed end statistikken fra Markit. En betydelig afmatning i ISM-service ville formentlig give anledning til vækstnedjusteringer hos mange, og dermed også nedjusteringer af forventningerne til virksomhedernes indtjeningsvækst. Hidtil har amerikansk detailhandel og forbrugertillid været stærk, og peget på en robust vækst i privatforbruget (som udgør cirka 70% af BNP).

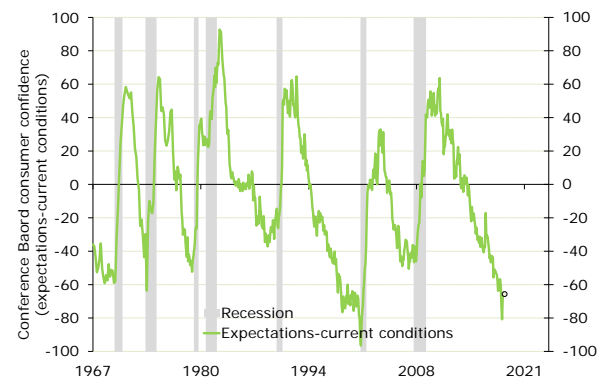
### Amerikansk forbrugertillid – Part I



Kilder: Conference Board og Bureau of Economic Analysis

Man kan altid diskutere, hvilke indikatorer der er mest relevante. Ser man i stedet for den overordnede forbrugertillid på forskellen mellem husholdningernes forventninger og husholdningernes vurdering af den aktuelle situation, tegner der sig et noget mere dystert billede. Grafen nedenfor illustrerer, at forventningerne (der først og fremmest skal drive forbrugs-/opsparingsbeslutningerne) kan ligge på et meget lille sted, sammenlignet med vurderingen af aktuel situation.

### Amerikansk forbrugertillid – Part II



Kilder: Conference Board og NBER.

Conference Board's forbrugertillidsstatistik for maj viste desuden større fald i købelystindeksene for biler og andre større forbrugsgoder. Dette er konsistent med udviklingen i statistikens beskæftigelsesindikatorer, hvor væsentligt færre amerikanere nu vurderer, at der er rigeligt med jobs.

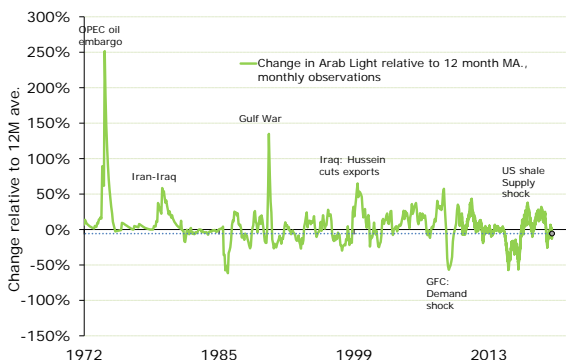
### IRAN: SKAL VI VÆRE BEKYMRET?

På den politiske front er der nok at holde øje med: Brexit og valg af ny regeringsleder i Storbritannien, et tilsyneladende jordskred i Tysklands politiske landskab (De Grønne er nu største parti i meningsmålingerne), en vanskelig politisk situation i Tyrkiet samt potentielt sammenstød mellem EU's budgetregler og populisme i Italien. Men det, som synes at have tiltrukket størst opmærksomhed på vej ud af Q2, er spændingerne mellem Iran og USA/Saudi Arabien.

Krisen blev løftet til nye højder, da Iran den 20. juni skød en amerikansk militærdroner ned. Iranerne hævdede (naturligvis), at dronen befandt sig over iransk luftrum,

mens amerikanerne siger at det skete i internationalt luftrum. Ikke desto mindre forlød det, at Trump dagen efter havde beordret et angreb på Iran – et angreb som i sidste øjeblik blev aflyst. I stedet har USA varslet nye økonomiske sanktioner mod det persiske præstedømme. De finansielle markeder ser først og fremmest på udviklingen gennem "olielinserne". Og her må reaktionen indtil videre siges at være moderat: Prisen på Brent er "blot" steget 7,3% siden 20. juni. Og i grafen nedenfor, hvor den aktuelle oliepris sættes i forhold til den gennemsnitlige oliepris i de foregående 12 måneder, er der absolut intet nyt chok at spore!

### Choks på oliemarkedet



Kilder: IMF, Bloomberg, Port of Los Angeles og Port of Long Beach.

Det kan naturligvis ændre sig. Men der er ikke desto mindre to grunde til at være forsigtig med, at lade det påvirke investeringerne. For det første har den amerikanske skifferolie haft en betydelig stabiliserende effekt på oliemarkedet. Skulle råolieprisen stige, som følge af usikkerhed om iransk olie, vil flere amerikanske skifferfelter blive rentable, og produktionen forøget. Den anden årsag er, at konsekvenserne for de finansielle markeder af tidligere konflikter har været moderate og vanskelige at forudsige. Derfor ser man også normalt, at disse kriser fylder væsentligt mere i medierne end i priserne på finansielle aktiver.

Tabel: Geopolitiske kriser og aktiemarkedet

Krise	Krise og aktienedtur		
	År	Dage	Tab
Cuba-krisen	1962	7	-6,3%
Amerikansk operation i Cambodia	1970	15	-7,8%
Yom Kippur og olieembargo	1973	60	-17,3%
Iransk gidselskrise	1979	5	-2,6%
Amerikansk invasion af Panama	1989	6	-2,9%
Irak invaderer Kuwait	1990	21	-13,6%
Amr. ambassader i Kenya og Tanzania	1998	7	-2,5%
9/11	2001	10	-11,6%
Arabisk Forår når til Libyen	2011	24	-6,4%
Ruslands annektering af Krim	2014	12	-5,6%
<b>Median</b>		<b>11</b>	<b>-6,4%</b>

Kilder: Bloomberg og SEB Investment Management

### ALLOKERINGSOVERVEJELSER

Udsigterne for risikofyldte aktiver er lige nu behæftet med betydelig usikkerhed. Det skyldes ikke mindst handels- og teknologikrigen mellem USA og Kina. Desuden synes der at

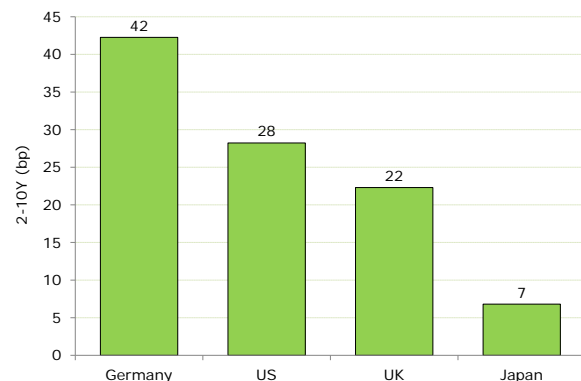
været et vist tovtrækkeri, hvor TINA og markedets særdeles optimistiske forventninger til amerikanske renteleppler har trukket risikofyldte aktiver op. På den anden side står svagere vækstindikatorer og en stadig mere anstrengt prisfasttættelse af risikofyldte aktiver.

*I dette lys forekommer buen (præmissen for risikofyldte aktiver) at være hårdt spændt: I tilfælde af en væsentlig eskalation af handelskrigen, er det vanskeligt at se hvilket kavaleri, der skal komme til undsætning, da markedet allerede har inddiskonteret væsentlige renteleppler. Med andre ord: Vi håber at buepilen bliver planmæssigt affyret, men der er også en risiko for, at strengen sprænger!*

Forudsætningen for at TINA vil holde en hånd under markederne er, at vi ikke ser en substantiel afmatning i global økonomi, og følgelig negativ indtjeningsvækst hos virksomhederne.

Negative statsobligationsrenter gør ondt på langsigtede investorer/opsparende. Men disse indeholder trods alt en væsentlig formuebeskyttelse, som aktier og andre risikofyldte aktiver ikke kan tilbyde. Og trods den seneste tids fladning af rentestrukturen, er det en lille trøst, at rentestrukturen fortsat har en positiv hældning – ikke mindst i Tyskland/Danmark.

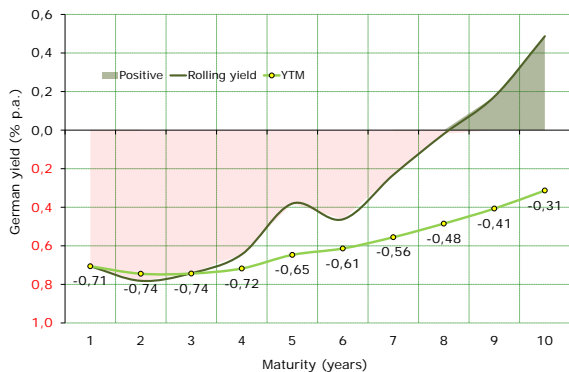
### Hældning på rentestrukturer den 28. juni 2019



Kilde: Bloomberg

Den positive hældning på rentestrukturen betyder også, at det forventede afkast på længere løbetider fortsat er positivt (trods negativ effektiv rente). Det såkaldte "rolling yield" viser det forventede afkast (effektive forrentning) under antagelse af uændret rentestruktur: Det vil sige at man "ruller" ned af rentekurven, når eksempelvis en 10-årig obligation, i løbet af de næste 12 måneder, bliver til en 9-årig obligation på lavere renteniveau.

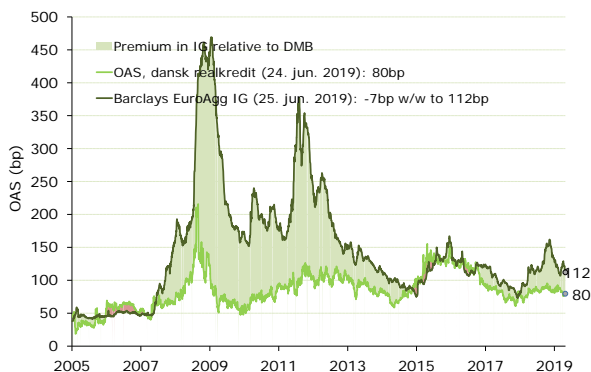
### Forventet forrentning af tyske statsobligationer



Kilder: Bloomberg og SEB Investment Management

Og på konverterbare obligationer har vi tilmed fortsat en hæderlig risikopræmie (OAS). Det forventede afkast på realkreditobligationer er derfor fortsat attraktivt, så længe man ikke forventer at merafkastet udhules af markante rentefald (varighedsreduktion og konvertering) eller markante rentestigninger (varighedsforøgelse og tiltagende kurstab).

### OAS på danske realkreditobligationer og europæisk IG

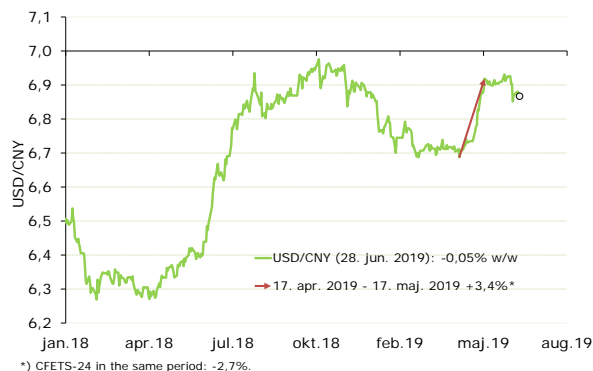


Kilder: Barclays og SEB Investment Management

En væsentlig forværring af den økonomisk-politiske risiko vil formentlig udløse en risikoreduktion i form af aktienedjustering. Omvendt vil en risikoforøgelse, i tilfælde af positivt nyt, formentlig først og fremmest ske via øget eksponering til kreditobligationer. Begge dele vil naturligvis afhænge af prisdannelsen og vores forventninger til aktivklasserne på det pågældende tidspunkt.

Som beskrevet i sidste måned, så er en af de væsentligste indikatorer, for vores vurdering af risiko relateret til handelskrigen, udviklingen i den kinesiske valuta (CNY). Svækkes denne til et niveau over 7 overfor USD, vil det være et negativt signal.

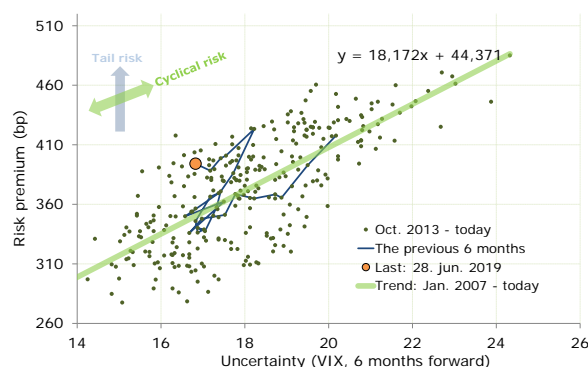
### Udvikling i den kinesiske valuta (CNY) overfor dollar (USD)



Kilde: Bloomberg

Skulle dette ske, vil man først se det i faldende P/E-niveauer på aktier. Det vil både ske som følge af øget usikkerhed/risiko og på forventning til aftagende indtjeningsvækst hos virksomhederne. Først med en betydelig forsinkelse, vil det kunne ses i analytikernes indtjeningsforventninger (grafen) samt realøkonomiske nøgletal. Desuden vil man se en ubehagelig bevægelse mod nordøst i nedenstående graf!

### Risiko (forventet volatilitet) og risikopræmier i S&P 500



Kilder: Bloomberg og SEB Investment Management



## 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)	Jun 2019	Q2 2019	YTD 2019
<b>Obligationer</b>			
Bloomberg Eurozone Sovereign Bond Index (EUR)	2,30%	3,38%	5,99%
Bloomberg US Treasury Bond Index (USD)	0,92%	3,01%	5,18%
Bloomberg Germany Sovereign Bond Index (EUR)	1,05%	2,00%	4,16%
Bloomberg Japan Sovereign Bond Index (JPY)	0,64%	0,94%	2,44%
Bloomberg Denmark Sovereign Bond Index (DKK)	1,78%	2,41%	5,63%
Bloomberg Denmark Sovereign Bond Index 1 to 3 Year (DKK)	0,12%	0,05%	0,16%
Bloomberg Denmark Sovereign Bond Index 1 to 5 Year (DKK)	0,23%	0,25%	0,68%
ML Global HY Index TR Local (XXX)	2,42%	2,69%	9,62%
ML Global HY Constrained Index TR Hedged (DKK)	2,14%	1,92%	8,08%
JPMorgan EMBI Global Diversified Hedged (DKK)	3,08%	3,15%	9,47%
Nykredit Dansk Mortgage Bond (DKK)	-0,09%	0,04%	2,53%
<b>Aktier</b>			
MSCI AC World (net div) (DKK)	4,21%	2,14%	16,69%
MSCI North America (net div) (DKK)	4,58%	2,68%	19,04%
MSCI Europe (net div) (DKK)	4,37%	2,99%	16,26%
TOPIX TR INDEX (DKK)	1,29%	-1,11%	7,56%
MSCI Emerging Markets (net div) (DKK)	3,91%	-0,83%	11,03%
OMXC Copenhagen All Share Gl (DKK)	2,76%	0,91%	14,70%
OMXC Copenhagen All Share Capped Gl (DKK)	2,02%	1,81%	14,64%
<b>Valuta mod DKK</b>			
EUR	-0,05%	-0,02%	0,02%
USD	-2,20%	-1,42%	0,40%
JPY	-1,44%	1,27%	2,24%

## Disclaimer

Dette materiale er udarbejdet af SEB Investment/SEB Asset Management Sales, en enhed i 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 fremtidlige 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, Danmark, filial af Skandinaviska Enskilda Banken AB (publ), Sverige, Bernstorffsgade 50, 1577 København V*