

### Markedskommentar

Mens 1. kvartal først og fremmest var præget af kraftigt stigende aktiekurser, så vil 2. kvartal formentlig primært blive husket for betydelige rentefald affødt af ændrede forventninger til den amerikanske centralbank (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 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 adværer 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.

Globale aktier i MSCI World A/C steg i 2. kvartal med 2,1% (målt i danske kroner), mens den 10-årige tyske obligationsrente faldt 0,26 %-point til et rekordlavt niveau på -0,33% p.a. 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.

Overordnet set er klimaet mellem USA og Kina blevet væsentligt forværret gennem 2. kvartal. I starten af kvartalet var nyhedsbilledet fyldt med udmeldinger om positive fremskridt i forhandlingerne om en ny handelsaftale mellem Kina og USA, 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 teknologiske selskab Huawei (verdens største mobilnetværks-operatør og verdens tredje største mobilproducent).

Markederne genfandt imidlertid optimismen, da Beijing og Washington meddelte, at de to statsledere planlagde at mødes under G20 i slutningen af juni. Men blot en uge før mødet i Osaka meddelte det amerikanske Handelsministerium, at man havde tilføjet yderligere fem kinesiske teknologiske selskaber til den "Entity List" af selskaber, der er afskåret fra at købe amerikansk teknologi uden særlig godkendelse fra regeringen. Dette var ikke den bedste optakt til de to statslederes møde, men til stor lettelse for markederne besluttede de to supermagter på mødet at genoptage forhandlingerne om en ny handelsaftale.

#### Udsigterne for de finansielle markeder

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 være et vist tovtværkeri, hvor TINA og markedets særdeles optimistiske forventninger til amerikanske rentenedsættelser har trukket risikofyldte aktiver op. På den anden side står svagere vækstindikatorer og en stadig mere anstrengt prisfastsættelse af risikofyldte aktiver.

I dette lys forekommer buen (præmissen for risikofyldte aktiver) at være hårdt spændt. I tilfælde af en væsentlig eskalering af handelskrigen, er det vanskeligt at se hvilket kavaleri, der skal komme til undsætning, da markedet allerede har indpriset væsentlige rentenedsættelser. Med andre ord: Vi håber at buespil 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.

### Kommentarer for obligationer og aktier

#### Obligationer

2. kvartal 2019 vil formodentlig gå over i historien som det første kvartal, hvor forventningen til renteændringer fra den amerikanske centralbank (FED) gik fra ingen rentestigninger til markante rentefald... indenfor samme kvartal! Denne ændrede forventning medførte kraftigt faldende renter både i USA og i Europa inklusiv Danmark.

Baggrunden for de ændrede renteforventninger til FED skyldes flere faktorer, men den overvejende er udsigten til lavere vækst og fortsat lav inflation. At markedet nu forventer rentesænkninger på mere end 1 %-point, virker dog meget optimistisk.

Både de korte og de lange renter faldt i 2. kvartal. I USA var det klart største fald i den korte del af rentekurven, mens det modsatte var tilfældet i Europa. Dermed så investorerne både en udfladning af rentekurven (Europa) og en stejling af samme i USA. I Europa er rentekurven for obligationer med 2-10 års løbetid nu stort set helt flad, og investorer får derfor nu næsten samme (negative) rente på både kort og langt sigt.

#### Danske aktier

Det brede danske aktieindeks OMXC Copenhagen All Share GI steg i 2. kvartal med 0,9% og har i 1. halvår af 2019 givet et afkast på 14,7%. Puljen med danske aktier har dermed klaret sig bedre end indekset både i kvartalet og i 1. halvår, da puljen gav et afkast på 3,2 % i 2. kvartal, og 16,8% i 1. halvår. Puljen har dermed givet et merafkast i 1. halvår på 2,1 % i forhold til indekset.

Puljens afkast blev positivt påvirket af overvægtene i Tryg og Topdanmark, samt undervægtene i Ambu, Pandora og Danske Bank. I negativ retning trak særligt overvægtene i NNIT, Lundbeck og ISS, samt undervægtene i ALK Abello og Rockwool.

#### Internationale aktier

Aktier i det brede verdensindeks MSCI World A/C steg i 2. kvartal 2,1% (målt i danske kroner), og er i første halvår af 2019 steget med 16,7%. Afkastet i det brede indeks for europæiske aktier endte 1. halvår med en stigning på 16,3% (målt i danske kroner), altså på niveau med verdensindekset, mens det brede amerikanske aktieindeks endte højere end verdensindekset med en stigning på hele 19,0% (målt i danske kroner).

Puljen med internationale aktier steg i 2. kvartal med 2,2%, men har i 1. kvartal ikke kunnet følge med afkastet i det brede verdensindeks, da puljen sluttede 1. halvår af med et afkast på 15,7%, hvilket er 1,0% dårligere end afkastet for verdensindekset.

### Puljens afkast

	Bruttoafkast	Omkostninger	Nettoafkast
1. kvartal 2019	4,15 %	0,00 %	4,15 %
2. kvartal 2019	1,08 %	-0,01 %	1,08 %
3. kvartal 2019	0,00 %	0,00 %	0,00 %
4. kvartal 2019	0,00 %	0,00 %	0,00 %
<b>Afkast i 2019</b>	<b>5,24 %</b>	<b>-0,01 %</b>	<b>5,23 %</b>

### Bogførte værdier

	1.000 kr.
Renter af kontanter	-0,0
Renter af obligationer	89,2
Kursreguleringer på obligationer	408,2
<b>Resultat før omkostninger</b>	<b>497,4</b>
Handelsomkostninger	-0,0
Øvrige omkostninger	-0,5
<b>Puljens samlede resultat</b>	<b>496,9</b>

### Aktivsammensætning

	Gennemsnit 2019		Ultimo 2. kv. 2019	
	1.000 kr.		1.000 kr.	
Obligationer	9.748	99,2 %	9.747	99,0 %
Kontant	74	0,8 %	95	1,0 %
<b>Aktiver i alt</b>	<b>9.822</b>	<b>100,0 %</b>	<b>9.841</b>	<b>100,0 %</b>

### Puljens fordeling på varighed

	Optionsjusteret	Officiel
< 2	59,2 %	0,0 %
2 - 5	9,4 %	0,0 %
5 - 10	14,8 %	5,8 %
> 10	16,7 %	94,2 %
<b>Puljens samlede varighed</b>	<b>4,0</b>	<b>18,4</b>

## Puljens afkast

	Bruttoafkast	Omkostninger	Nettoafkast
1. kvartal 2019	13,79 %	-0,15 %	13,64 %
2. kvartal 2019	3,29 %	-0,11 %	3,18 %
3. kvartal 2019	0,00 %	0,00 %	0,00 %
4. kvartal 2019	0,00 %	0,00 %	0,00 %
<b>Afkast i 2019</b>	<b>17,08 %</b>	<b>-0,27 %</b>	<b>16,82 %</b>

## Bogførte værdier

	1.000 kr.
Renter af kontanter	0,0
Udbytter fra aktier	725,5
Kursreguleringer på aktier	5.082,3
<b>Resultat før omkostninger</b>	<b>5.807,7</b>
Handelsomkostninger	-89,4
Øvrige omkostninger	0,4
<b>Puljens samlede resultat</b>	<b>5.718,7</b>

## Aktivsammensætning

	Gennemsnit 2019		Ultimo 2. kv. 2019	
	1.000 kr.		1.000 kr.	
Aktier	38.155	98,6 %	38.203	98,8 %
Kontant	542	1,4 %	462	1,2 %
<b>Aktiver i alt</b>	<b>38.696</b>	<b>100,0 %</b>	<b>38.665</b>	<b>100,0 %</b>

## Puljens fordeling på brancher

Industri & energi	21,6 %
Medicinal	31,8 %
Finans	12,5 %
Ejendomme	0,0 %
Forbrugsvarer & basisvarer	14,2 %
Materialer & forsyning	13,2 %
IT og telekom	6,7 %

### Puljens afkast

	Bruttoafkast	Omkostninger	Nettoafkast
1. kvartal 2019	2,13 %	0,00 %	2,13 %
2. kvartal 2019	2,33 %	0,00 %	2,32 %
3. kvartal 2019	0,00 %	0,00 %	0,00 %
4. kvartal 2019	0,00 %	0,00 %	0,00 %
<b>Afkast i 2019</b>	<b>4,46 %</b>	<b>0,00 %</b>	<b>4,46 %</b>

### Bogførte værdier

	1.000 kr.
Renter af kontanter	0,0
Renter af obligationer	60,4
Kursreguleringer på obligationer	97,5
<b>Resultat før omkostninger</b>	<b>157,8</b>
Handelsomkostninger	0,0
Øvrige omkostninger	-0,1
<b>Puljens samlede resultat</b>	<b>157,7</b>

### Aktivsammensætning

	Gennemsnit 2019		Ultimo 2. kv. 2019	
	1.000 kr.		1.000 kr.	
Obligationer	3.646	98,0 %	3.617	98,4 %
Kontant	74	2,0 %	58	1,6 %
<b>Aktiver i alt</b>	<b>3.720</b>	<b>100,0 %</b>	<b>3.674</b>	<b>100,0 %</b>

### Puljens fordeling på varighed

	Optionsjusteret	Officiel
< 2	0,0 %	0,0 %
2 - 5	0,0 %	0,0 %
5 - 10	24,8 %	22,4 %
> 10	75,2 %	77,6 %
<b>Puljens samlede varighed</b>	<b>9,5</b>	<b>10,1</b>

## Puljens afkast

	Bruttoafkast	Omkostninger	Nettoafkast
1. kvartal 2019	9,40 %	-0,19 %	9,21 %
2. kvartal 2019	2,01 %	-0,15 %	1,86 %
3. kvartal 2019	0,00 %	0,00 %	0,00 %
4. kvartal 2019	0,00 %	0,00 %	0,00 %
<b>Afkast i 2019</b>	<b>11,40 %</b>	<b>-0,34 %</b>	<b>11,06 %</b>

## Bogførte værdier

	1.000 kr.
Renter af kontanter	-0,1
Renter af obligationer	580,2
Kursreguleringer på obligationer	2.624,2
Udbytter fra inv.foreninger	2.916,1
Kursreguleringer på inv.foreninger	8.893,4
<b>Resultat før omkostninger</b>	<b>15.013,9</b>
Handelsomkostninger	-47,4
Øvrige omkostninger	-399,9
<b>Puljens samlede resultat</b>	<b>14.566,6</b>

## Aktivsammensætning

	Gennemsnit 2019		Ultimo 2. kv. 2019	
	1.000 kr.		1.000 kr.	
Obligationer	68.291	48,1 %	68.125	48,6 %
Aktier	0	0,0 %	0	0,0 %
Investeringsforeninger	72.020	50,7 %	71.789	51,2 %
Kontant	1.621	1,1 %	295	0,2 %
<b>Aktiver i alt</b>	<b>141.932</b>	<b>100,0 %</b>	<b>140.209</b>	<b>100,0 %</b>

## Puljens fordeling på varighed (obligationer)

	Optionsjusteret	Officiel
< 2	57,8 %	0,0 %
2 - 5	9,5 %	0,0 %
5 - 10	15,5 %	5,3 %
> 10	17,3 %	94,7 %
<b>Puljens samlede varighed</b>	<b>4,2</b>	<b>18,7</b>

## Puljens fordeling på regioner (obligationer og aktier)

Europa	73,0 %
Nordamerika	13,4 %
Asien	5,1 %
Udviklingslande	8,1 %

## Puljens fordeling på brancher (aktier)

Industri & energi	15,0 %
Medicinal	13,4 %
Finans	15,6 %
Ejendomme	2,6 %
Forbrugsvarer & basisvarer	21,2 %
Materialer & forsyning	8,3 %
IT og telekom	23,5 %

## Puljens afkast

	Bruttoafkast	Omkostninger	Nettoafkast
1. kvartal 2019	13,75 %	-0,25 %	13,51 %
2. kvartal 2019	2,48 %	-0,27 %	2,21 %
3. kvartal 2019	0,00 %	0,00 %	0,00 %
4. kvartal 2019	0,00 %	0,00 %	0,00 %
<b>Afkast i 2019</b>	<b>16,23 %</b>	<b>-0,51 %</b>	<b>15,72 %</b>

## Bogførte værdier

	1.000 kr.
Renter af kontanter	0,0
Udbytter fra inv.foreninger	305,0
Kursreguleringer på inv.foreninger	1.504,3
<b>Resultat før omkostninger</b>	<b>1.809,3</b>
Handelsomkostninger	0,0
Øvrige omkostninger	-55,7
<b>Puljens samlede resultat</b>	<b>1.753,6</b>

## Aktivsammensætning

	Gennemsnit 2019		Ultimo 2. kv. 2019	
	1.000 kr.		1.000 kr.	
Aktier	0	0,0 %	0	0,0 %
Investeringsforeninger	11.764	94,5 %	11.803	95,3 %
Kontant	690	5,5 %	576	4,7 %
<b>Aktiver i alt</b>	<b>12.455</b>	<b>100,0 %</b>	<b>12.379</b>	<b>100,0 %</b>

## Puljens fordeling på regioner

Europa	29,4 %
Nordamerika	46,4 %
Asien	9,9 %
Udviklingslande	13,5 %

## Puljens fordeling på brancher

Industri & energi	13,5 %
Medicinal	10,4 %
Finans	15,9 %
Ejendomme	3,1 %
Forbrugsvarer & basisvarer	22,3 %
Materialer & forsyning	7,3 %
IT og telekom	27,1 %

### Puljens afkast

	Bruttoafkast	Omkostninger	Nettoafkast
1. kvartal 2019	0,85 %	0,00 %	0,85 %
2. kvartal 2019	-0,31 %	-0,02 %	-0,33 %
3. kvartal 2019	0,00 %	0,00 %	0,00 %
4. kvartal 2019	0,00 %	0,00 %	0,00 %
<b>Afkast i 2019</b>	<b>0,53 %</b>	<b>-0,02 %</b>	<b>0,52 %</b>

### Bogførte værdier

	1.000 kr.
Renter af kontanter	0,0
Renter af obligationer	20,8
Kursreguleringer på obligationer	-8,8
<b>Resultat før omkostninger</b>	<b>12,1</b>
Handelsomkostninger	-0,0
Øvrige omkostninger	-0,4
<b>Puljens samlede resultat</b>	<b>11,7</b>

### Aktivsammensætning

	Gennemsnit 2019		Ultimo 2. kv. 2019	
	1.000 kr.		1.000 kr.	
Obligationer	2.063	90,7 %	2.060	91,5 %
Kontant	212	9,3 %	190	8,5 %
<b>Aktiver i alt</b>	<b>2.275</b>	<b>100,0 %</b>	<b>2.251</b>	<b>100,0 %</b>

### Puljens fordeling på varighed

	Optionsjusteret	Officiel
< 2	62,6 %	0,0 %
2 - 5	37,4 %	11,6 %
5 - 10	0,0 %	25,8 %
> 10	0,0 %	62,6 %
<b>Puljens samlede varighed</b>	<b>0,6</b>	<b>10,8</b>



## Puljernes afkast efter omkostninger for de seneste 10 år

	Korte obligationer	Danske obligationer	Indeksobligationer	Mixpulje	Danske aktier	Internationale aktier
2009	5,14 %	5,86 %	8,35 %	17,76 %	52,57 %	17,14 %
2010	4,07 %	8,38 %	5,52 %	15,58 %	35,84 %	18,90 %
2011	4,01 %	10,64 %	11,67 %	0,43 %	-15,15 %	-3,46 %
2012	2,73 %	5,82 %	6,53 %	10,80 %	30,43 %	11,42 %
2013	0,40 %	-2,05 %	-4,16 %	12,23 %	33,91 %	25,28 %
2014	1,35 %	10,51 %	5,69 %	12,37 %	24,04 %	19,08 %
2015	0,66 %	-0,04 %	3,04 %	12,85 %	36,72 %	19,55 %
2016	1,98 %	6,19 %	3,85 %	2,72 %	2,21 %	3,08 %
2017	1,36 %	2,81 %	4,34 %	7,24 %	16,66 %	7,66 %
2018	0,51 %	2,16 %	5,95 %	-4,45 %	-10,16 %	-6,84 %

## Puljernes gennemsnitlige årlige afkast efter omkostninger

	Korte obligationer	Danske obligationer	Indeksobligationer	Mixpulje	Danske aktier	Internationale aktier
1 år	0,51 %	2,16 %	5,95 %	-4,45 %	-10,16 %	-6,84 %
3 år	1,28 %	3,71 %	4,71 %	1,72 %	2,32 %	1,12 %
5 år	1,17 %	4,26 %	4,57 %	5,94 %	12,68 %	8,04 %
7 år	1,28 %	3,56 %	3,55 %	7,51 %	17,93 %	10,83 %

OBS! Ovenstående afkast kan ikke anvendes som en pålidelig indikator for puljernes fremtidige afkast.

### Forklaring til udvalgte tabeller

---

#### **Puljens afkast:**

Tabellen viser puljens afkast før omkostninger (bruttoafkast), omkostninger og afkast efter omkostninger (nettoafkast) for hvert kvartal og for året til dato.

#### **Bogførte værdier:**

Tabellen viser, hvordan puljens afkast i kroner er fremkommet fordelt på forskellige afkastkomponenter og omkostningstyper.

Handelsomkostninger dækker over den kurtage, som puljen betaler, når der købes og sælges værdipapirer i puljen.

Øvrige omkostninger dækker over depotgebyrer, øvrige gebyrer relateret til puljens værdipapirbeholdning og omkostninger i de investeringsforeninger, som puljen har investeret i, f.eks. administrationsomkostninger, omkostninger til forvaltere og transaktionsomkostninger.

#### **Puljens fordeling på varighed:**

Tabellen viser, hvordan puljens obligationsbeholdning fordeler sig inden for fire forskellige varighedsintervaller.

Varighed er et udtryk for obligationers kursfølsomhed ved renteændringer. Jo højere varighed, des større kursudsving ved renteændringer. En høj varighed er derfor lig med en høj renterisiko, mens en lav varighed er lig med en lav renterisiko.

Puljens samlede varighed viser, hvor meget værdien af puljens obligationsbeholdning forventes at falde ved en rentestigning på 1 %-point.

Den optionsjusterede varighed tager i modsætning til den officielle varighed højde for den konverteringsrisiko, der er på konverterbare obligationer. Når kursen på konverterbare obligationer kommer over 100, udnytter låntagere i stigende grad konverteringsretten og indfrier deres lån. Den optionsjusterede varighed er derfor et bedre mål for puljens renterisiko end den officielle varighed.

### Disclaimer

---

Dette materiale er udarbejdet af Skandinaviska Enskilda Banken AB, Copenhagen Branch, CVR-nr. 19956075. Skandinaviska Enskilda Banken AB, Copenhagen Branch ("SEB") er en del af Skandinaviska Enskilda Banken AB (publ), someretsvenskaktieselskab, der er underlagt tilsyn af Finansinspektionen i Sverige og delvist af Finansstilsynet i Danmark.

Dette materiale er udarbejdet alene til orientering for de kunder, som materialet er udleveret til. Materialet er ikke tiltænkt som markedsføring af Skandinaviska Enskilda Bankens puljer men tjener alene som analyse af specifikke finansmarkeder og udviklingen i de enkelte puljer. Materialet bør ikke ligge til grund for specifikke investeringsbeslutninger. Hvis du ønsker at foretage konkrete investeringer på baggrund af materialet, bedes du tage kontakt til din rådgiver. Hvis materialet henviser til resultater og investeringsanalyser, bedes du læse den fulde rapport samt eventuelle disclaimere. Råd og information i materialet er baseret på kilder, som Skandinaviska Enskilda Banken har vurderet pålidelige. Skandinaviska Enskilda Banken er ikke ansvarlige for fuldstændigheden eller nøjagtigheden af oplysningerne og for direkte eller indirekte tab, som kan opstå på grund af fejl eller mangler heri.

Historisk udvikling og afkast er ingen garanti for fremtidige afkast. Markedsværdien på finansielle instrumenter kan både stige og falde, og det historiske afkast af et finansielt instrument er ikke en sikker indikation på fremtidige afkast. Finansielle instrumenter, som er placeret eller investeret i udenlandske markeder, påvirkes også af svingning i valutakurser, som kan få værdien af instrumentet til at stige eller falde. Copyright © 2016 • Skandinaviska Enskilda Banken.