

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 rapids flows through the center of the valley, surrounded by dense green forests and grassy fields. The overall scene is bright and natural.

Kvartalsrapport
Q1 2024

ØKONOMISK & FINANSIELT SCENARIE

(Redaktionen afsluttet 2.april 2024, Nicolas Tousgaard)

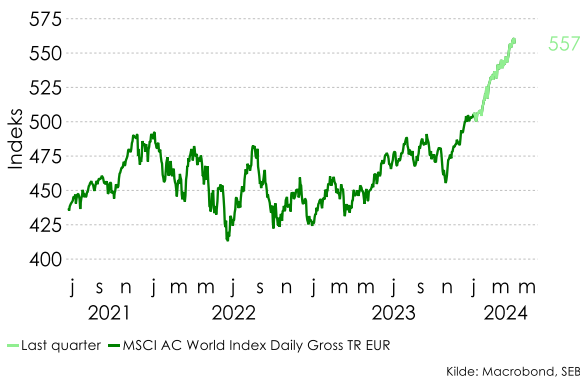
AKTIER ER STEGET KRAFTIGT FRA ÅRETS START

Efterårets aktiestigninger er fortsat i 1. kvartal, men uden medvinden fra lavere renter. Vækstforventningerne opjusteres kontinuerligt i USA, og recessionsfrygten er aftaget væsentligt. Yderligere vækst rammer dog en økonomi, som i forvejen er presset på kapacitetsudnyttelsen, og risikerer at presse inflationsforventningerne op. I Europa og Kina er vækstforventningerne noget mere afdæmpede, men det går den rigtige vej, og det understøtter stigende indtjeningsforventninger.

Det, som kan sikre en balance mellem vækst og normalisering af inflation, er produktivitetsvækst, og her har markederne taget kunstig intelligens til sig, som et mirakelmiddel. Og kunstig intelligens vil løfte produktiviteten – spørgsmålet er hvor hurtigt det vil ske.

Aktiemarkederne er steget markant siden slutningen af oktober sidste år. En del af disse stigninger er velbegrundede – ikke mindst opjusteringer af forventet indtjeningsvækst. Men dele af aktiemarkedet begynder at se dyrt ud, ligesom inflationsrisikoen er forøget. Selv om vi ikke forventer en større nedtur på aktiemarkederne lige nu, så forekommer risikoen at være eleveret. Vi har derfor taget toppen af aktiekseponeringen, om end der efter omlægningen fortsat er en lille overvægt af aktier.

Udviklingen i globale aktier

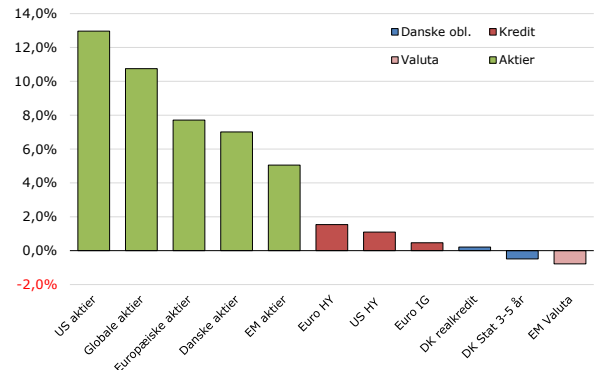


Globale aktier i MSCI World AC endte med en stigning på 10,8% i 1. kvartal, målt i DKK. Stigningerne var særligt koncentrerede indenfor teknologirelaterede aktier, og dermed steg aktiemarkederne i USA og Japan mere end resten af verden.

Den 10-årige amerikanske obligationsrente steg 32bp til 4,2% p.a. i 1. kvartal, mens den 2-årige rente steg 37bp til 4,6%. I Tyskland steg den 10-årige tyske 27bp til 2,3%. Fornyet opadgående pres på inflationen i USA og Europa har rykket forventningerne til timingen og omfanget af rentenedsættelser, hvilket har givet et opadgående pres på længere renter. Stigende renter betød, at afkast på statsobligationer generelt var negative i kvartalet. Dansk realkredit leverede dog et stærkt afkast, da Nykredits realkreditindeks steg 0,2% efter et fald i OAS på 15bp til 95bp.

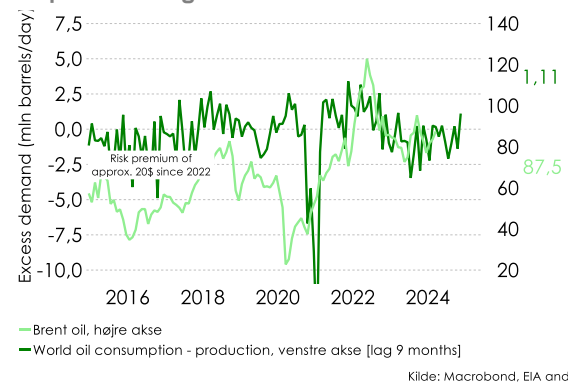
OAS på europæiske IG-virksomhedsobligationer faldt 24bp til 114bp. Kreditspændet på amerikansk High Yield faldt 24bp til 299bp, og ligger dermed på laveste niveau siden Rusland invaderede Ukraine. De betydelige spændindsnævninger betød, at kreditobligationer generelt gav et positivt afkast. Afkastet på global High Yield var 1,5% i 1. kvartal, hedged til DKK.

Afkast på forskellige aktiver i 1. kvartal (DKK)



Prisen på Brent-råolie steg 13,5% til 87,5\$/tønde i kvartalet; dels som følge af uroen i det Røde Hav, men i løbet af marts steg olieprisen yderligere efter nyheder om, at Ukraine angriber olielagre i Rusland. OPEC-landene har fastholdt deres produktionsloft, og med bedring i global økonomi betyder det, at der i marts måned blev produceret mindre olie, end der blev efterspurgt. Figuren nedenfor viser at udbud/efterspørgselsituationen stemmer overens med en oliepris på 90\$/tønde (inklusive en præmie på ca. 20\$/tønde som følge af sanktioner på russisk olie). Prisen på europæisk naturgas faldt 9,2% til 27,7€/MWh, men ender dog kvartalet 20% højere end niveauet medio februar. De europæiske naturgaslagre er fortsat ekstraordinært høje for denne tid på året.

Olieprisen er steget i 1. kvartal

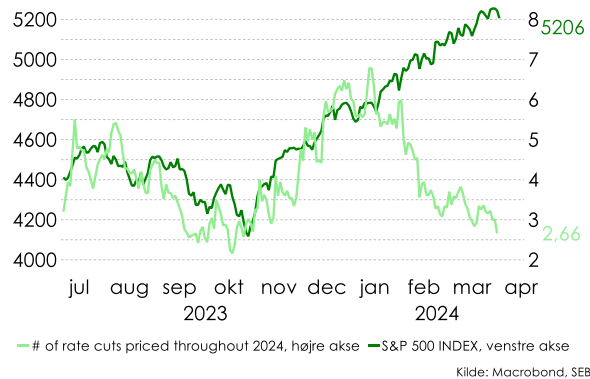


STYRKET KONSENSUS OM BLØD LANDING I USA

Den positive stemning på markederne fra årets start er en fortsættelse af den optimisme, vi har set siden udgangen af oktober måned, hvor den amerikanske centralbank (FED) første gang luftede tankerne om at lempe pengepolitikken. Mens aktiekursstigningerne fra oktober til udgangen af januar i høj grad hang sammen med antallet af forventede rentenedsættelser i løbet af 2024, så er den sammenhæng brudt sammen i 1. kvartal. Markedet er gået fra at forvente

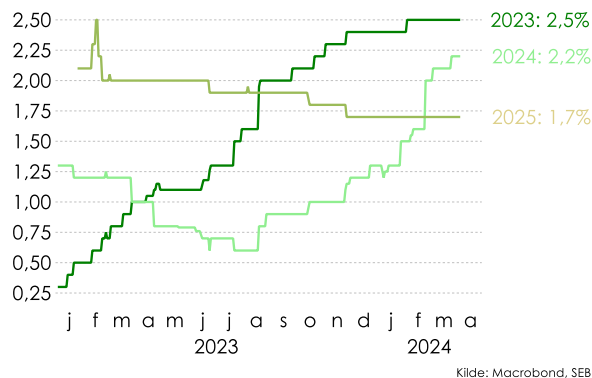
6 rentenedsættelser til færre end 3, men aktiemarkederne er fortsat med at stige.

Udsigt til rentenedsættelser var katalysator for aktiekursstigninger, men sammenhængen er brudt sammen



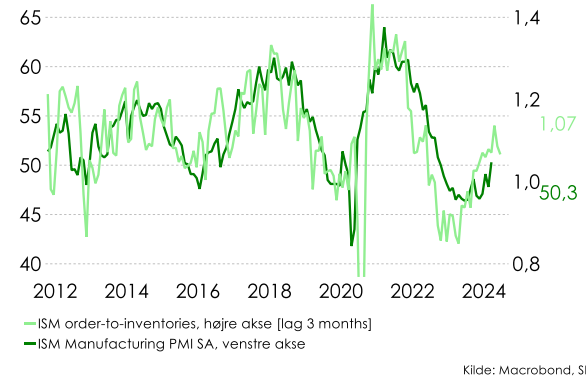
En af årsagerne til den fortsatte optimisme på markederne er, at vækstforventningerne er fortsat op, uagtet at FED ikke vil stimulere væksten lige så kraftigt som tidligere forventet. Økonomer adspurgt af Bloomberg er gået fra i januar at forvente en 2024-vækst på 1,25% til senest at forvente en vækst på 2,2%. Vækstforventningerne er med andre ord kontinuerligt blevet opjusteret. Økonomerne må dermed siges at have endeligt overgivet sig til forventningen om en blød landing af amerikansk økonomi, forstået på den måde at FED vil lykkes med at finjustere pengepolitikken i en mere lempelig retning, uden en kraftig stigning i inflation eller arbejdsløshed, som trækker væksten ned.

Forventet BNP-vækst peger mod "no landing" i USA



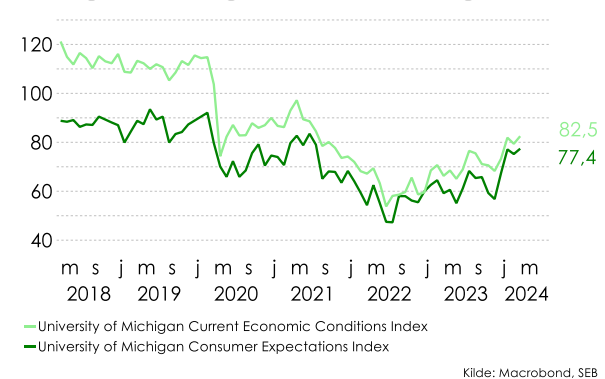
De vækstforventninger, som på nuværende tidspunkt er konsensus, er faktisk i overkanten af det, der kan opfattes som en blød landing. I perioden fra finanskrisen frem til covid voksede den amerikanske økonomi gennemsnitligt med 2,4% om året, så vækstforventningerne til 2024 er snarere et normalt år, end en blød landing. Vækstoptimismen har fået medvind fra flere datapunkter i den amerikanske økonomi. ISM-indekset for fremstillingssektoren er gradvist steget, som forholdet mellem ordrer og lagre gennem længere tid har signaleret ville ske. Fremstillingssektoren er en langt mindre del af vestlig økonomi end tidligere, men er fortsat et godt konjunkturbarometer. Og det peger på fremgang.

ISM indekset for fremstillingssektoren er steget



Også forbrugerne i USA har vist sig at være mere resistente over for stigende renter end frygtet. Forbrugertilliden ligger fortsat lavere end niveauet inden covid, men trods højere rentekomkostninger og høj inflation har vi set forbrugertilliden været stigende gennem længere tid. Lav arbejdsløshed og forventning om en normalisering af inflationen har været medvirkende til at holde forbrugertilliden oppe.

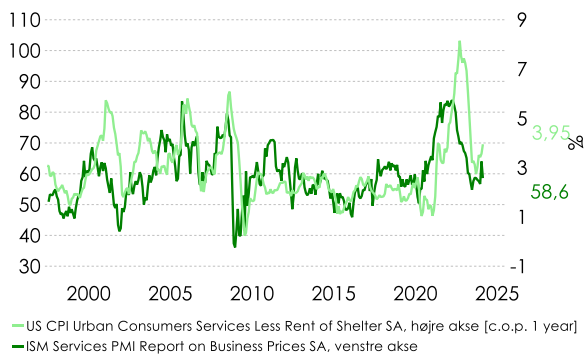
Forbrugertilliden stiger trods høje renter og inflation



INFLATIONEN REACCELERER

De stærke data i første kvartal er sammenfaldende med en amerikansk økonomi, som i forvejen oplever fuld beskæftigelse og pres på kapacitetsudnyttelsen i en bred forstand. Årets start har derfor budt på en reacceleration i inflationen, særligt indenfor servicesektoren. Den seneste amerikanske inflationsrapport viste en årlig stigning i servicepriserne (udenfor boligområdet) på 3,95%, og priskomponenten i ISM-indekset for servicesektoren bekræfter tendensen til fornyet opadgående pres på forbrugerpriserne. Priskomponenten i ISM Service indekset har været noget svingende, men viser ikke tegn på aftagende inflation.

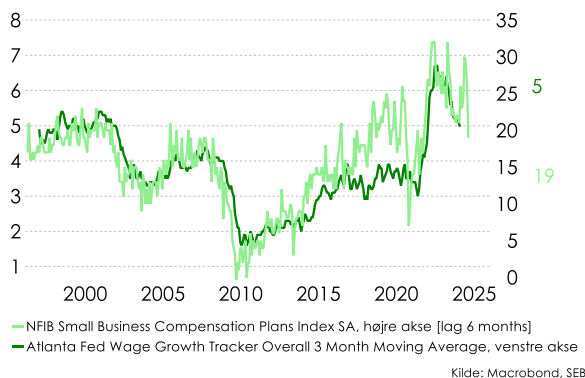
Servicepriserne stiger igen – bliver det problem for FED?



Kilde: Macrobond, SEB

Vi ser efter vores overbevisning ikke ind i en ny inflationskrise, som den vi så i 2022. De seneste stigninger i inflationen er derimod en påmindelse om, at det er vanskeligt at få inflationen helt tilbage i målzonen omkring 2% uden at øge arbejdsløsheden betydeligt. Signalerne fra de mindre små virksomheder i USA har været ret stærke i retning af, at de planlægger at sætte lønningerne op. Eller sådan var det i hvert fald frem til februar, hvor vi pludselig så et markant fald i "compensation plans" – de forventede lønstigninger. Det er endnu for tidligt at sige, om der er tale om en vending, som netop åbner op for den meget fine balancegang, hvor økonomien kan vokse og inflationen normaliseres samtidig, eller om der blot er tale om naturlig variation i månedlige data. Under alle omstændigheder er løninflationen fortsat høj og vanskeliggør en normalisering af inflationen.

NFIB Compensation plans pegede mod lønstigninger

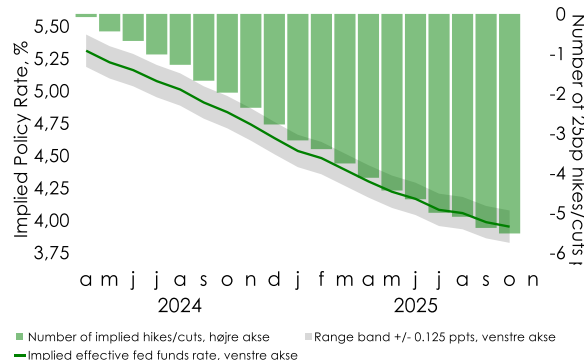


Kilde: Macrobond, SEB

FED OG ECB FASTHOLDER UDSIGT TIL LAVERE RENTER

Trods fornyet inflationspres har FED og ECB fastholdt forventningerne om rentelepelse i løbet af året. Mens ECB's Lagarde på rentemødet den 7. marts kraftigt henviste til juni måned, så var FED's Powell mindre tilbøjelig til at kommentere på timingen for første lempelse. FED cheferne forventer dog, at man vil sætte renten ned 3 gange i løbet af 2024 og yderligere 3 gange i 2025, hvilket giver et renteniveau ultimo 2025 på 3,75-4,0%; 1,5% lavere end det nuværende niveau, og sammenfaldende med hvor markedet regner med, at rente vil ligge.

Markedsforventningerne flugter med FED's egne

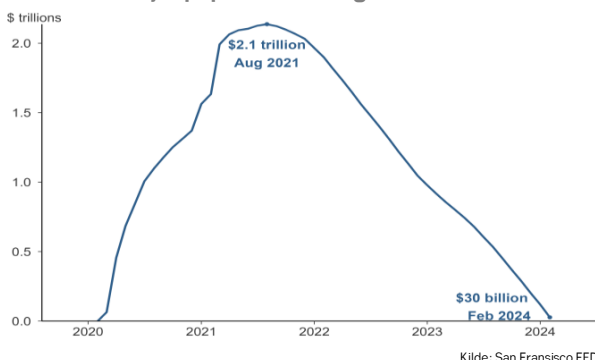


Kilde: Macrobond

Men hænger det sammen at sætte renten ned, når inflationen er højere end ønsket, ikke falder som ventet, og der er kapacitetspres i økonomien? Der er ikke noget klart svar, men der findes en tynd rød tråd, som kan surre al den økonomiske ballast fast. Men det er en skrøbelig tråd, og ikke meget skal gå galt, før skibet kommer ud af kontrol igen.

Opdaterede tal fra San Francisco FED viser, at opsparringen fra de omfattende corona-hjælpepakker var opbrugt ved udgangen af februar måned. Det er en opsparring, som har holdt de amerikanske forbrugere oven vande trods stigende leveomkostninger.

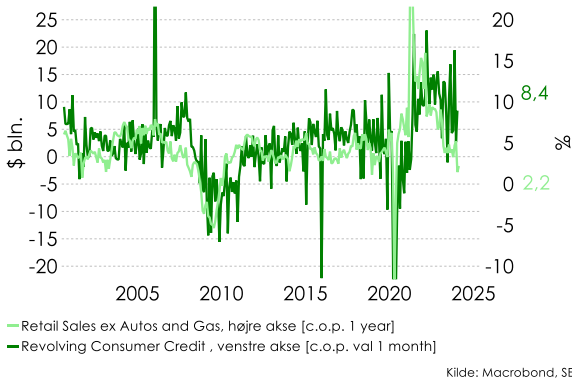
Pandemiens hjælpepakker er brugt



Kilde: San Francisco FED

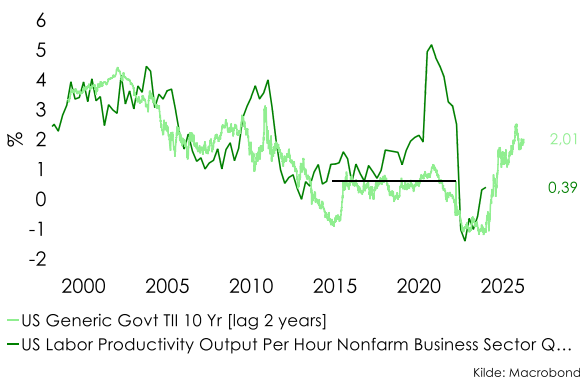
I takt med at opsparringen er brugt, har vi set at gældsætningen blandt forbrugerne er steget, samtidig med at detailhandlen har været svag. Det er et tegn på, at den ellers så købelystne amerikanske forbruger er under pres, og skal bruge hjælp fra centralbanken for at kunne holde forbruget, og dermed væksten, oppe. Underforstået naturligvis, at centralbanken ikke skal gøre inflationspresset værre ved at overophede økonomien.

Gældsætningen stiger og forbruget er svagt



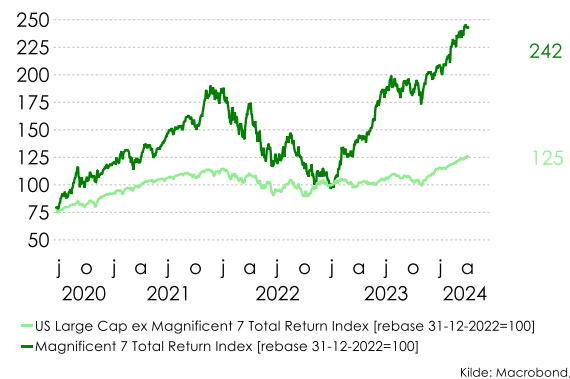
Den gyldne tråd som skal binde fuld kapacitetsudnyttelse og lavere renter sammen, uden inflation, er produktivitetstigninger. 10-årige realrenter handler omkring 2%, hvilket historisk set betyder, at man kan forvente produktivitetstigninger på samme niveau over tid.

10-årige realrenter peger mod højere produktivitet



Hvad skal drive denne produktivitetstigning? Obligationsmarkederne svarer måske ikke på den del af spørgsmålet, men det gør aktiemarkederne. Selskaber relateret til kunstig intelligens er steget kraftigt fra årets start, eksemplificeret ved de såkaldte Magnificent 7 (Alphabet, Amazon, Apple, Meta, Microsoft, Nvidia og Tesla), der alle i vid udstrækning er relateret til kunstig intelligens. Det er langt fra de eneste aktier, som er steget, men deres betydelige vægt i ledende indeks gør, at netop de aktier er under stor bevågenhed. Regnskaberne fra chip-producenten Nvidia og andre teknologiselskaber viser, at der er omsætning bag euforien, hvilket taler for, at der ikke er tale om en boble. Det store spørgsmål er naturligvis, om efterspørgslen efter kunstig intelligens også vil løfte produktivitet på kort sigt? Historien peger på, at det tager tid for nye teknologier at arbejde sig ind under huden, og der er derfor en risiko for, at det vil tage længere tid end det markederne regner med.

Teknologiaktier er steget betydeligt fra årets start



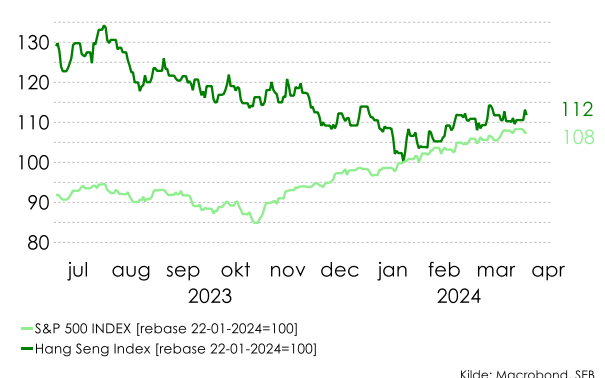
I mellemtiden skal vi huske på, at netop produktivitetstigningen er den røde tråd, som binder fortsat vækst, i forvejen høj kapacitetsudnyttelse, lavere renter og aftagende inflation sammen. Og som har gjort, at aktiemarkederne i høj grad har fjernet fokus på antallet af rentenedsættelser for nu, som nævnt indledningsvist.

KINESISKE AKTIER REBOUNDER

I den første del af stigningerne i globale aktier havde kinesiske aktier svært ved at følge med udviklingen. Fra slutningen af oktober frem til udgangen af januar steg S&P 500 18%, mens aktierne på Hong Kong-børsen faldt 11%. Siden er det dog gået noget bedre for de kinesiske aktier, som siden den 22. januar er steget 12%, mens S&P 500 i samme periode er steget 8%.

En af årsagerne til at de kinesiske aktier ikke kunne følge med i første omgang er, at der hersker betydelig usikkerhed omkring kinesiske teknologiaktier i kølvandet på kraftig regulering af sektoren i 2020-2021. Reguleringen har skubbet Kina og kinesiske virksomheder bagud i det internationale kapløb. Samtidig har vestlige myndigheder lukket ned for en række kinesiske tech-virksomheder af frygt for spionage. Det fremstår fortsat som en betydelig modvind for kinesiske aktier.

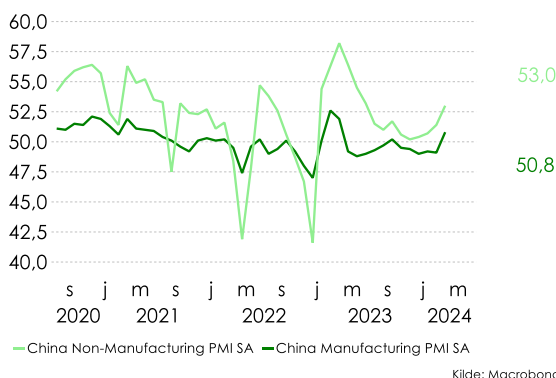
Kinesiske aktier har performeret godt siden januar



Mens kinesiske aktier ikke er blevet mere attraktive i en regulatorisk eller geopolitisk sammenhæng, så er der sket en del med vækstforventninger, som hidtil har været

svage, efter gentagne politiske tiltag er gledet ud i sandet. PMI-indeksene indenfor såvel fremstillings- som servicesektoren er dog steget i løbet af første kvartal. Det har givet fornyet håb om, at væksten kan være i gang igen, og trækker investorer til (relativt) billige kinesiske aktier.

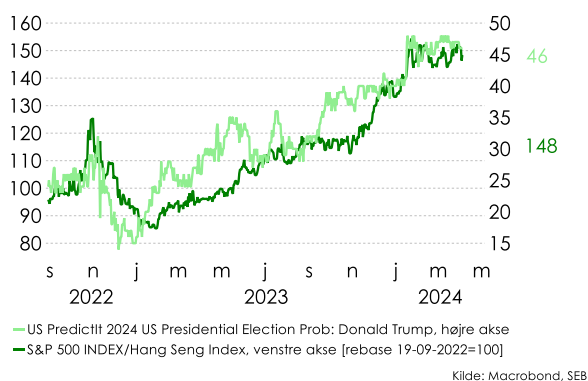
Kinesiske PMI-indeks har peget op i Q1



Det amerikanske præsidentvalg er endnu et usikkerhedsmoment for kinesiske aktier. Hverken Biden eller Trump ønsker at styrke Kinas position internationalt, men belært af erfaringerne fra Trumps tidligere embedsperiode ved vi, at han kører en hård stil overfor Kina. Udsigten til at Trump kan genvinde Det Hvide Hus har holdt investorer fra at købe op i kinesiske selskaber. Som figuren nedenfor viser, har betting-odds længe peget på en stigende sandsynlighed for, at Trump vil vinde præsidentvalget. Han er fortsat ikke favorit, men det er tæt løb. Sandsynligheden ser dog ud til at være stagneret og er i hvert fald ikke en stigende modvind for de kinesiske aktier.

Alt i alt er der fortsat meget som peger på risiko for modvind til kinesiske aktier. Men de er (relativt) billige, og modvinden tager ikke til i styrke – faktisk peger PMI-indeksene i den rigtige retning.

Risiko for Trump som præsident tynger kinesiske aktier

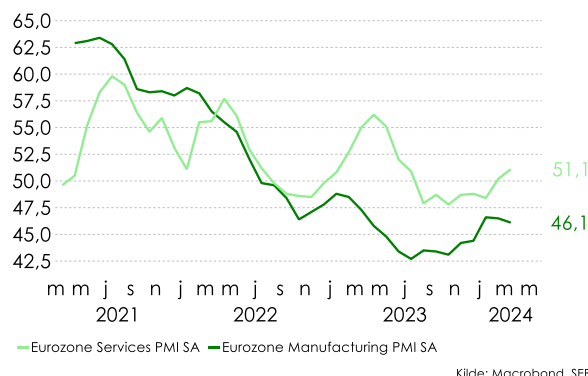


EUROPÆISK ØKONOMI FREMSTÅR SVAG

Også i Europa er væksten udfordret og har været det længe. Industrisektoren er hårdt ramt af, at kineserne i stigende grad foretrækker kinesiske biler frem for de europæiske modeller. Det presser industriproduktionen i særligt Tyskland, men via underleverandører er det noget, som kan

mærkes i hele Europa. PMI-indekset for servicesektoren ligger fortsat langt under 50 og vidner om en meget presset industrisektor. Servicesektoren har dog vist fremgang i kvartalet og er gået fra tilbagegang til fremgang i løbet af første kvartal.

Europæisk industri under pres, mens servicesektoren har oplevet moderat fremgang



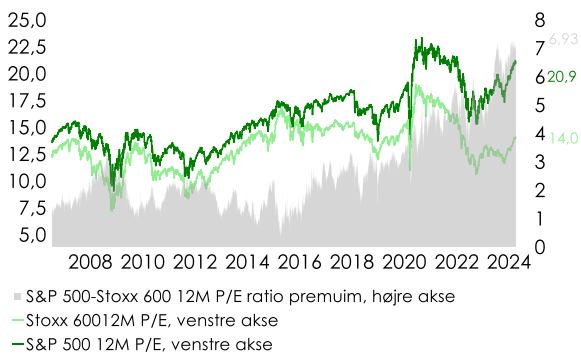
Rentenedsættelser fra ECB vil understøtte væksten, og hvis inflationen fortsætter med at vise en nedadgående trend, er det sandsynligt, at ECB vil sætte renten ned før FED – sandsynligvis til juni. Kerneinflationen i eurozonen ligger fortsat over målzonen, men tendensen er klart aftagende. Også selv om lønvæksten i eurozonen fortsat er høj.

Europæisk inflation konvergerer mod 2%



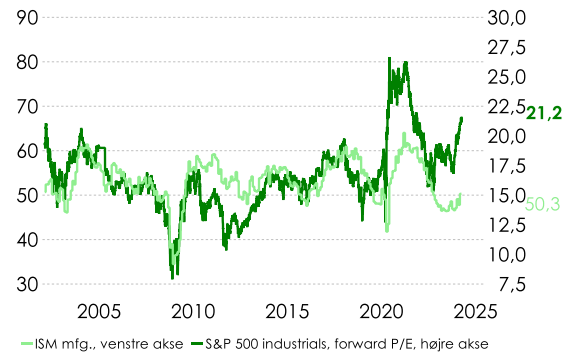
Investorer i europæiske aktier har dog bemærket, at det går trægt med væksten. 12 måneders forventet P/E på det amerikanske S&P 500 er på 20,9, mens europæiske Stoxx 600 handler til en 12M forventet P/E på 14,0. Det er ikke ualmindeligt, at amerikanske aktier er dyrere end de europæiske – det skyldes blandt andet de mange væksttunge tech-aktier. Men forskellen i værdiansættelsen ligger på et meget højt niveau, og selv om værdiansættelse ikke er nogen god rettesnor for markedsudviklingen på kort sigt, så åbner det spørgsmålet: Hvor stor skal den præmie være, før investorerne samler de europæiske aktier op til fordel for de amerikanske?

Amerikanske aktier er dyre relativt til europæiske



Kilde: Macrobond

Prisdannelsen på aktier er blevet meget anstrengt

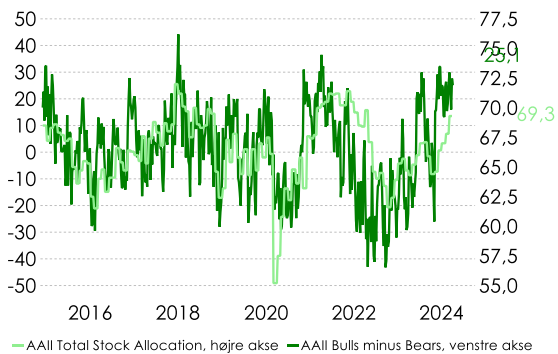


Kilde: Macrobond, SEB

ALLOKERINGSOVERVEJELSER

Vækstforventningerne opjusteres, og selskaberne tjener penge, så der er fortsat god grund til at eje aktier. Vi ser også, at surveys på tværs af private og institutionelle investorer peger på, at investorerne er optimister. Faktisk i en sådan grad, at det næsten ikke kan blive mere positivt. En af grundene til at fastholde en overvægt i aktier har været, at positioneringen ikke har fulgt med. De seneste data viser dog, at investorer i stigende grad har tilpasset porteføljerne til de mere positive forventninger, og købspresset må derfor ventes at være mindre aggressivt fremadrettet.

Optimismen er rekordhøj, og allokeringen er snart med



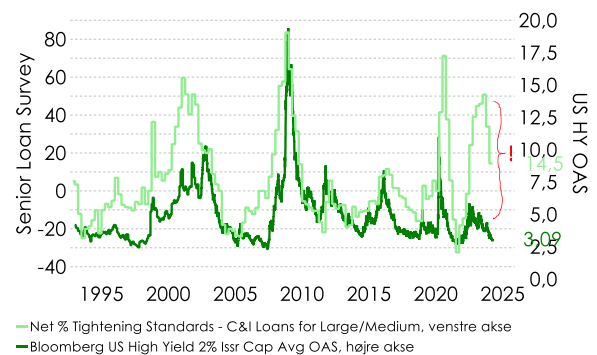
Kilde: Macrobond, SEB

De betydelige stigninger på aktiemarkederne siden oktober har været koncentreret omkring teknologiaktier, men har alligevel løftet værdiansættelsen på aktier i en bred forstand. Eksempelvis handler amerikanske industriaktier til en forward P/E på 21,2, hvilket er højt i en historisk kontekst, men især er højt i forhold til den underliggende konjunktur. ISM-indekset for fremstillingssektoren har nok sneget sig over 50, men værdiansættelsen er at sammenligne med et ISM-indeks over 65. Det er dyrt, og en konsekvens af, at investorer har ønsket at eje de store amerikanske selskaber, men ofte køber dele af markedet med. Som beskrevet ovenfor er de meget høje værdiansættelser et amerikansk fænomen, og hverken europæiske eller EM-aktier forekommer at være lige så dyre.

Værdiansættelse er ikke et egnet mål til at time markedet, men maner alligevel til forsigtighed. Vi valgte derfor i marts måned at reducere aktieovervægten yderligere, men fastholder dog en overvægt i aktier relativt til benchmark på de balancerede porteføljer. Med et stærkt vækstbillede og stabile renter i sigte mener vi fortsat, at aktier kan stige, og fastholder en overvægt. Risikobilledet har dog ændret sig til det mere negative, da investorerne ikke kan blive mere positive, og man ikke kan sige at aktier er billige. Derfor er overvægten mindre end tidligere.

Andelen af High Yield obligationer i porteføljerne ligger fortsat under benchmark. Vi ser ikke nogen umiddelbart forestående nedtur i aktivklassen, men High Yield obligationerne er simpelthen blevet for dyre. Det betyder, at man som investor ikke bliver kompenseret i tilstrækkelig grad via kreditspændet for den risiko, man tager. Det er eksemplificeret ved den historiske sammenhæng mellem kreditstramninger og kreditspænd. Som det fremgår af grafen nedenfor, så er denne sammenhæng brudt helt sammen i forbindelse med de seneste stramninger på kreditgivningen, som ikke har ramt kreditspænd i samme omfang.

Amerikansk High Yield: Kreditspænd og kreditvilkår

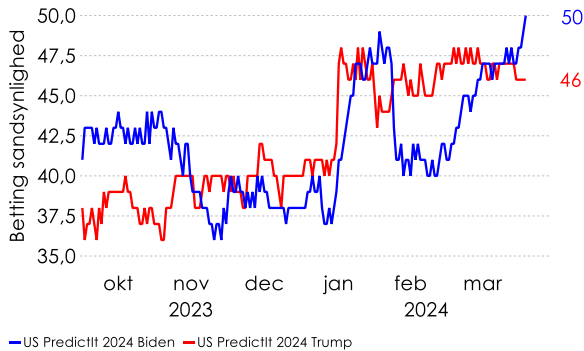


Kilde: Macrobond, SEB

Økonomi og markeder bevæger sig på en meget fin balance, hvor stærke vækstdata puster til inflationsforventninger og skubber renter op, mens svag vækst puster til recessionsrisikoen. Det er vel analyseret i markedet og dermed et "known unknown". Her finder vi også det amerikanske præsidentvalg, som finder sted i november måned. Trump har vundet den republikanske nominering, mens Biden søger genvalg som siddende præsident. Trump fører i meningsmålingerne, men betting-markeder peger på

størst sandsynlighed for en Biden-sejr. Trump og Biden har vidt forskellige økonomiske agendae, men begge søger at understøtte økonomien. Trump via skattelettelser og Biden via offentlige investeringer, men begge kandidater ventes at øge gælden betragteligt.

Betting-markederne hælder til Biden som præsident



Kilde: Macrobond, SEB

Afkastforventningerne for statsobligationer er fortsat fornuftigt, selv om markedet har "taget forskud" på de kommende rentenedsættelser. Dette pressede obligationskurserne op og renterne ned i slutningen af året, men markedet har fundet en ny ligevægt, som byder på et fornuftigt afkast.

Obligationsmarkederne har fundet en ny ligevægt



Kilde: Macrobond, SEB

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)	Mar 2024	Q1 2024	YTD 2024
Obligationer			
Bloomberg Eurozone Sovereign Bond Index (EUR)	1,04%	-0,65%	-0,65%
Bloomberg US Treasury Bond Index (USD)	0,64%	-0,96%	-0,96%
Bloomberg Germany Sovereign Bond Index (EUR)	0,95%	-1,40%	-1,40%
Bloomberg Japan Sovereign Bond Index (JPY)	-0,14%	-0,59%	-0,59%
Bloomberg Denmark Sovereign Bond Index (DKK)	1,18%	-0,47%	-0,47%
Bloomberg Denmark Sovereign Bond Index 1 to 3 Year (DKK)	0,32%	0,01%	0,01%
Bloomberg Denmark Sovereign Bond Index 1 to 5 Year (DKK)	0,44%	-0,23%	-0,23%
ML Global HY Index TR Local (XXX)	1,07%	1,94%	1,94%
ML Global HY Constrained Index TR Hedged (DKK)	0,93%	1,53%	1,53%
JPMorgan EMBI Global Diversified Hedged (DKK)	1,95%	1,54%	1,54%
Nykredit Dansk Mortgage Bond (DKK)	0,80%	0,21%	0,21%
Aktier			
MSCI AC World (net div) (DKK)	3,48%	10,81%	10,81%
MSCI North America (net div) (DKK)	3,53%	12,67%	12,67%
MSCI Europe (net div) (DKK)	4,08%	7,77%	7,77%
TOPIX TR INDEX (DKK)	3,55%	12,62%	12,62%
MSCI Emerging Markets (net div) (DKK)	2,82%	4,84%	4,84%
OMXC Copenhagen All Share GI (DKK)	5,14%	15,74%	15,74%
OMXC Copenhagen All Share Capped GI (DKK)	2,18%	7,01%	7,01%
Valuta mod DKK			
EUR	0,06%	0,06%	0,06%
USD	0,33%	2,41%	2,41%
JPY	-0,85%	-4,67%	-4,67%

Disclaimer

Dette materiale er udarbejdet af SEB Asset Management, Danmark, filial af SEB Asset Management AB, Sverige ("SEB AM). SEB AM 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 AM har vurderet pålidelige. SEB AM 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 AM 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 i, 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 eller medarbejdere i datterselskaber af SEB kan udføre forretninger, have, etablere, ændre eller have afsluttet positioner i finansielle instrumenter, som er omtalt i materialet.

SEB AM har ophavsretten til publikationen, som er til kundens personlige brug og ikke til offentliggørelse noget sted.

SEB Asset Management, Danmark, filial af SEB Asset Management AB, Sverige, Bernstorffsgade 50, 1577 København V