

Markedskommentar

Kære Læser!

Temaer på de finansielle markeder

Det kan virke ganske forunderligt, at et så lille og i økonomisk forstand ubetydeligt land som Grækenland tiltrækker sig så megen opmærksomhed som tilfældet. Javel, krisen i Grækenland har store menneskelige konsekvenser for grækerne og potentielt set store politiske konsekvenser for hele Europa. Men der synes at være andre og vigtigere problemer at beskæftige sig med for de finansielle markeder. Derfor ikke et ord mere om Grækenland herfra!

Efter et første kvartal 2015 med kraftigt stigende obligations- og aktiekurser måtte man forvente et vist ophold i festen på finansmarkederne. Årets andet kvartal bød således på stigende renter og faldende kurser på stort set alle aktivklasser. Det faktum, at dollaren igennem kvartalet samtidig er svækket med knap 4% over for euro og dermed danske kroner, har ikke gjort kvartalsafkastene bedre for danske investorer med udenlandske aktiver.

Årsagen til de stigende lange renter skal formentlig findes i en kombination af stigende inflationsforventninger i USA og Europa og en almindelig reallokering af investorernes midler. Dette er naturligt efter at markederne igennem flere år kun har kendt én vej – stigende aktivpriser uanset hvor man så hen, fordi likviditeten er så rigelig. Investorerne har brugt 2. kvartal til at indlede processen mod normale allokeringer i porteføljerne, og det har bl.a. betydet et udsalg af sikre rentebærende aktiver som f.eks. danske realkreditobligationer.

Men på trods af de negative afkast i kvartalet, så har danske investorer fortsat haft et forrygende 2015 indtil nu: Afkastet på aktiemarkederne i årets første kvartaler svinger mellem knap 10%

i USA til godt 25% i Danmark og Japan. Ikke så ringe endda! Selv obligationsmarkederne har leveret attraktive afkast med globale High Yield obligationer som topscorer med positive afkast i 2. kvartal og samlet afkast i 1. halvår på 3,25%. Kun de sikre og bedst ratede obligationsmarkeder i Nordeuropa har oplevet negative afkast i 2015, men dette kommer efter de nærmest overnaturligt høje afkast i 2014.

Et økonomisk "snapchat" fra 2. kvartal viser, at det går fremad i Europa, mens USA i lighed med sidste år mærker effekten af en usædvanlig kold vinter. Dette billede bekræftes af udviklingen i estimerne for væksten i Europa, der gradvist er blevet opjusteret, mens det modsatte har været tilfældet i USA. På overfladen kunne det ligne en historie om økonomisk konvergens på tværs af Atlanten. Det er dog langt fra tilfældet. Trods den midlertidige opbremsning først på året befinder amerikansk økonomi sig stadig et gear over den europæiske, og der er udsigt til yderligere acceleration herfra. Dette bekræftes af tal fra 1. juli for det såkaldte ISM konjunktur indeks, der indikerer yderligere vækst i USA. Den amerikanske økonomis indbyggede dynamik, der i høj grad skyldes demografiske forhold, er således intakt.

Danmark

Valgkampen op til det danske folketingsvalg var en kærkommen lejlighed til at få genopfrisket vores viden om den aktuelle økonomiske situation i Danmark. Graden af optimisme afhænger naturligvis af, om man er i regering eller i opposition, men faktum er, at det faktisk går godt i dansk økonomi. Væksten i 1. kvartal er opgjort til 1,7% målt i forhold til samme periode året før, og Nationalbanken har i deres seneste prognose udsendt den 22. juni fastholdt deres estimat for en samlet vækst i 2015 på 2,0%. Dermed ligger Danmark godt til i europæisk sammenhæng. Væksten i Euro-området ventes i 2015 at nå 1,4%, mens

Disclaimer

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 investeringsrådgiver. 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 kapitalforvalteren har vurderet pålidelige. Hverken pengeinstitutterne i Lokal Puljepension eller dennes kapitalforvalter er 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 © 2011 • Skandinaviska Enskilda Banken.

Markedskommentar

væksten i USA ventes at ligge på samme niveau som i Danmark, dvs. 2,0%.

Året startede som bekendt med europæisk valutauro og deraf følgende spekulativ interesse for den danske krone. Nationalbanken fik dog med stor dygtighed og negative renter afvist interessen. I 2. kvartal er valutastrømmen vendt, således at investorerne har solgt danske kroner mod valuta. Nationalbanken har dog ikke ændret de toneangivende pengemarkedssatser, der fortsat er negative.

I 2. kvartal er den danske valutareserve faldet fra kr. 737,1 mia. ved indgangen til 2. kvartal til kr. 626,3 mia. ultimo kvartalet. Faldet på kr. 110,8 mia. skyldes helt overvejende Nationalbankens intervention i såvel april, maj som juni måned, hvor man har solgt valuta mod kroner (dvs. støttet kronen).

Udsigterne for de finansielle markeder

Vi har et moderat positivt syn på fremtidsudsigterne for både europæisk og amerikansk økonomi, og dette gør, at vi er fortrøstningsfulde for finansmarkederne også i 3. kvartal.

Der er naturligvis sten på vejen: Hvordan reagerer markederne på den første renteforhøjelse fra den amerikanske centralbank? De fleste markedsdeltagere venter, at den først kommer i december 2015 eller januar 2016. Men det afgørende er, at den er ventet og vel timet, og ikke mindst at de økonomiske data berettiger en stramning. En dansk renteforhøjelse er derimod mere sandsynlig allerede i 3. kvartal, men det vil blot blive opfattet som en tilbagevenden til mere normale tider.

I Europa handler det om, at den græske syge ikke spreder sig til resten af Sydeuropa. Men meget er forandret i de seneste år, og Italien, Spanien og

Portugal er i meget bedre økonomisk form end de var for blot få år siden. Trods indledningens løfte om ikke at nævne Grækenland igen lader vi den græske filosof Demokrit (460-370 f. Kr.) få det sidste ord: "Det er bedre at gøre noget ved sine egne fejl end ved andres".

Disclaimer

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 investeringsrådgiver. 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 kapitalforvalteren har vurderet pålidelige. Hverken pengeinstitutterne i Lokal Puljepension eller dennes kapitalforvalter er 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 fremtidig 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 © 2011 • Skandinaviska Enskilda Banken.

Pulje 1 - Danske Obligationer

Andet kvartal af 2015 var yderst turbulent på de internationale obligationsmarkeder. De lange renter steg markant, primært i Europa, men også USA blev ramt. De danske realkredit-obligationer tabte desuden yderligere terræn i forhold til statsobligationerne, så afkastet for danske obligationsporteføljer blev klart negativt.

En hvis rentestigning var som sådan ikke overraskende, da renterne havde nået ekstremt lave niveauer, og de økonomiske udsigter, både i USA og i Europa, generelt så pænere ud. Hvad der imidlertid overraskede var styrken i rentestigningen, specielt da den indtraf samtidigt med, at ECB's opkøb af obligationer kørte for fuld styrke. På meget få handelsdage i april/maj steg den 10-årige tyske rente fra ca. 0,08% til ca. 0,72%, herefter indtraf en kort pause, hvorefter renten i juni steg til 0,99%. Den kraftigste rentestigning set i mange år. I forbindelse med den seneste udvikling i Grækenland er den 10-årige tyske rente faldet en smule tilbage og ligger nu omkring 0,76%. Den 10-årige danske rente steg mere end den tyske og ligger p.t. omkring 0,97%.

Udviklingen i renterne var forskellig på tværs af regionerne. De 10-årige statsrenter steg både i USA og i Tyskland/Danmark, men rentestigningen var dog lidt større i Tyskland end i USA, og klart størst i Danmark.

Renteniveauet for 10-årige statsobligationer er stadig klart højere i USA end i Tyskland og Danmark. Den amerikanske 10-årige rente endte kvartalet i 2,35%, hvilket skal sammenholdes med en 10-årig tysk rente på 0,76%.

Pulje 1 - Danske Obligationer leverede i andet kvartal 2015 et afkast på -7,18% (før pensionsafkastskat).

Puljeafkast 2015	Bruttoafkast Q2		Nettoafkast Q2	Bruttoafkast å.t.d.		Nettoafkast å.t.d.
	Før omk.	Efter omk.	Netto efter skat	Før omk.	Efter omk.	Netto efter skat
Danske Obligationer	-7,18%	-7,18%	-6,08%	-1,94%	-1,97%	-1,67%

Puljeafkast tidligere år	2011		2012		2013		2014	
	Før skat	Efter skat	Før skat	Efter skat	Før skat	Efter skat	Før skat	Efter skat
Danske Obligationer	10,6%	9,1%	5,8%	4,9%	-2,1%	-1,7%	10,5%	8,9%

5 største investeringer	Pct.
1,75% Danske Stat 2025	23,21
4,5% Danske Stat 2039	18,24
2,5% Nykredit SDO 2047	14,13
7% Danske Stat 2024	11,42
2% Realkredit Danmark SDRO 2019	9,79

Disclaimer

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 investeringsrådgiver. 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 kapitalforvalteren har vurderet pålidelige. Hverken pengeinstitutterne i Lokal Puljepension eller dennes kapitalforvalter er 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 fremtidig afkast. Markedsværdien på finansielle instrumenter kan både stige og falde, og det historiske afkast af et finansielt instrument er ikke en sikker indikation på fremtidig 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 © 2011 · Skandinaviska Enskilda Banken.

Pulje 2 - Danske Aktier

Skal man beskrive udviklingen på det danske marked i andet kvartal med et enkelt ord, må det (ligesom vejret) være "omskifteligt". Efter den kraftige kursudvikling i første kvartal satte volatilitet og vekslen mellem optimisme og nervøsitet dagsordenen i andet kvartal. Bekymringerne har især taget afsæt i stillingskrigen mellem Grækenland og EU, som stadig skaber uro. Frygt for snarlige rentestigninger i USA har også spøgt i kulissen efter gode nøgletal.

På selskabsniveau blev der aflagt første-kvartalsregnskaber, og det kan konstateres, at de fleste selskaber er kommet godt fra start på det nye regnskabsår, hvilket i flere tilfælde har udløst opjusteringer. Især bankaktierne har leveret gode afkast på lavere nedskrivninger, som har understøttet dividende-cases. Modsat har der været pres på forsikringsaktierne, som efterhånden handler på høje multiple.

Den relative performance blev specielt hjulpet af overvægten i DFDS, Pandora, Vestas og Per Aarsleff samt undervægten i William Demant Holding. I modsat retning trak overvægten i NKT og GN samt undervægten i Københavns Lufthavne, Carlsberg og Jyske Bank.

Pulje 2 - Danske Aktier gav i andet kvartal et afkast på 3,65% (før pensionsafkastskat).

Puljeafkast 2015	Bruttoafkast Q2		Nettoafkast Q2	Bruttoafkast å.t.d.		Nettoafkast å.t.d.
	Før omk.	Efter omk.	Netto efter skat	Før omk.	Efter omk.	Netto efter skat
Danske Aktier	3,65%	3,55%	3,01	24,83%	24,63%	20,86%

Puljeafkast tidligere år	2011		2012		2013		2014	
	Før skat	Efter skat	Før skat	Efter skat	Før skat	Efter skat	Før skat	Efter skat
Danske Aktier	-15,2%	-12,9%	30,4%	25,8%	33,9%	28,7%	24,0%	30,4%

5 største investeringer	Pct.
Danske Bank	9,9
Pandora	9,8
Novo Nordisk	9,7
Vestas Wind Systems	9,2
A. P. Møller-Mærsk	5,7

Disclaimer

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 investeringsrådgiver. 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 kapitalforvalteren har vurderet pålidelige. Hverken pengeinstitutterne i Lokal Puljepension eller dennes kapitalforvalter er 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 © 2011 · Skandinaviska Enskilda Banken.

Pulje 3 - Danske Indeksobligationer

Andet kvartal af 2015 var yderst turbulent på de internationale obligationsmarkeder. De lange renter steg markant, primært i Europa, men også USA blev ramt. De danske realkredit-obligationer tabte desuden yderligere terræn i forhold til statsobligationerne, så afkastet for danske obligationsporteføljer blev klart negativt.

En hvis rentestigning var som sådan ikke overraskende, da renterne havde nået ekstremt lave niveauer, og de økonomiske udsigter, både i USA og i Europa, generelt så pæner ud. Hvad der imidlertid overraskede var styrken i rentestigningen, specielt da den indtraf samtidigt med, at ECB's opkøb af obligationer kørte for fuld styrke. På meget få handelsdage i april/maj steg den 10-årige tyske rente fra ca. 0,08% til ca. 0,72%, herefter indtraf en kort pause, hvorefter renten i juni steg til 0,99%. Den kraftigste rentestigning set i mange år. I forbindelse med den seneste udvikling i Grækenland er den 10-årige tyske rente faldet en smule tilbage og ligger nu omkring 0,76%. Den 10-årige danske rente steg mere end den tyske og ligger p.t. omkring 0,97%.

Udviklingen i renterne var forskellig på tværs af regionerne. De 10-årige statsrenter steg både i USA og i Tyskland/Danmark, men rentestigningen var dog lidt større i Tyskland end i USA, og klart størst i Danmark.

Renteniveauet for 10-årige statsobligationer er stadig klart højere i USA end i Tyskland og Danmark. Den amerikanske 10-årige rente endte kvartalet i 2,35%, hvilket skal sammenholdes med en 10-årig tysk rente på 0,76%.

Pulje 3 - Danske Indeksobligationer leverede i andet kvartal 2015 et afkast på -0,99 pct. (før pensionsafkastskat).

Puljeafkast 2015	Bruttoafkast Q2		Nettoafkast Q2	Bruttoafkast å.t.d.		Nettoafkast å.t.d.
	Før omk.	Efter omk.	Netto efter skat	Før omk.	Efter omk.	Netto efter skat
Indeksobligationer	-0,99%	-0,99%	-0,84%	3,88%	3,88%	3,29%

Puljeafkast tidligere år	2011		2012		2013		2014	
	Før skat	Efter skat	Før skat	Efter skat	Før skat	Efter skat	Før skat	Efter skat
Indeksobligationer	11,7%	9,9%	6,5%	5,5%	-4,2%	-3,5%	5,7%	4,8%

Puljens investeringer	Pct.
2,5% Nykredit 2050	80,2
2,5% Nykredit 2047	10,3
2,5% Nykredit 2026	1,36

Disclaimer

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 investeringsrådgiver. 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 kapitalforvalteren har vurderet pålidelige. Hverken pengeinstitutterne i Lokal Puljepension eller dennes kapitalforvalter er 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 fremtidig afkast. Markedsværdien på finansielle instrumenter kan både stige og falde, og det historiske afkast af et finansielt instrument er ikke en sikker indikation på fremtidig 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 © 2011 · Skandinaviska Enskilda Banken.

Pulje 4 - Mixpulje

Mens første kvartal 2015 bød på faldende renter og store aktiekursstigninger, er udviklingen vendt på hovedet i andet kvartal. Vi har således oplevet kraftigt stigende renter og faldende kurser på stort set alle aktivklasser. Det faktum, at dollaren samtidig er svækket med knap 4 % over for kronen i kvartalet, har ikke gjort afkastene bedre for danske investorer.

De lange renter begyndte at stige meget kraftigt i slutningen af april og fortsatte efter et kort tilbagefald den kraftige stigning i juni. Stigende inflationsforventninger er af flere markedsdeltagere blevet brugt som forklaring på den pludselige rentestigning, men inflationsforventningerne begyndte allerede at stige i januar, mens renterne herefter fortsatte med at falde i tre måneder. Vores vurdering er derfor, at skiftet snarere skal ses i lyset af den ekstreme positionering, der var blevet opbygget i markedet på grund af en længere periode med lav volatilitet og kun faldende renter. Dette forklarer også, hvorfor bevægelserne har været så voldsomme, som det har været tilfældet, da renterne begyndte at stige. De stigende inflationsforventninger skal med andre ord ses i sammenhæng med dette mere tekniske skift i markedet.

Set over hele kvartalet var det overordnede økonomiske tema stigende renter og en historie om, at det langsomt går fremad i Europa, mens USA i lighed med sidste år mærker effekten af en usædvanlig kold vinter. Dette billede bekræftes af udviklingen i konsensusestimaterne for væksten i Europa, der gradvist er blevet opjusteret, mens det modsatte har været tilfældet i USA. På overfladen kunne det ligne en historie om økonomisk konvergens på tværs af Atlanten. Det er dog langt fra tilfældet. Trods den midlertidige opbremsning først på året befinder amerikansk økonomi sig stadig et gear over den europæiske, og der er udsigt til yderligere acceleration herfra.

På baggrund af vores moderat positive syn på fremtidsudsigterne for både europæisk og amerikansk økonomi holder vi fast i en relativ høj udnyttelse af risikobudgetterne. Konkret udmønter det sig i en overvægt af aktier og en overvægt af high yield-obligationer. På den regionale aktieallokering fastholder vi præferencen for Danmark og Europa på bekostning af USA og Emerging Markets. Overvægten af Europa er baseret på et positivt makromomentum og en værdiansættelsesmæssig betragtning om, at det er den region, som tilbyder den størst mulige gevinst.

Pulje 4 - Mixpulje leverede i andet kvartal 2015 et afkast på -2,56 pct. (før pensionsafkastskat).

Puljeafkast 2015	Bruttoafkast Q2		Nettoafkast Q2	Bruttoafkast å.t.d.		Nettoafkast å.t.d.
	Før omk.	Efter omk.	Netto efter skat	Før omk.	Efter omk.	Netto efter skat
Mixpulje	-2,56%	-2,57%	-2,18%	9,66%	9,59%	8,12%

Puljeafkast tidligere år	2011		2012		2013		2014	
	Før skat	Efter skat	Før skat	Efter skat	Før skat	Efter skat	Før skat	Efter skat
Mixpulje	0,43%	0,37%	10,8%	9,1%	12,2%	10,4%	12,4%	10,5%

5 største investeringer	Pct.
SEBinvest Europa Small Cap	18,7
SEBinvest Nordamerika Indeks	14,4
SEBinvest US HY (Columbia)	14,2
SEBinvest Danske Aktier	13,0
1,75% Danske Stat 2025	7,18

Disclaimer

Materialet er ikke tiltænkt som markedsføring af Skandinaviske 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 investeringsrådgiver. 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 kapitalforvalteren har vurderet pålidelige. Hverken pengeinstitutterne i Lokal Puljepension eller dennes kapitalforvalter er 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 © 2011 · Skandinaviske Enskilda Banken.

Pulje 5 - Internationale Aktier

Mens første kvartal 2015 bød på faldende renter og store aktiekursstigninger, er udviklingen vendt på hovedet i andet kvartal. Vi har således oplevet kraftigt stigende renter og faldende kurser på stort set alle aktivklasser. Det faktum, at dollaren samtidig er svækket med knap 4% over for kronen i kvartalet, har ikke gjort afkastene bedre for danske investorer.

Kvartalets helt store markedsdriver har været situationen i Grækenland. Deadlines er kommet og gået – uden at det har medført yderligere afklaring, mens de finansielle markeder i mellemtiden har været holdt som gidsel. I skrivende stund er vores bedste bud, at krisen i Grækenland ikke afsporer det europæiske opsving. Historien omkring heling af den europæiske banksektor og en øget kreditvækst i Europa er stadig intakt, og det vil understøtte væksten i det kommende kvartal. Set over en bred kam ser nøgletallene fortsat fornuftige ud. Dog er det værd at bemærke, at vi i form af et svagt erhvervstillidstal fra Tyskland (IFO) har fået det første forvarsel om, at krisen i Grækenland kan have negative psykologiske spillover-effekter. Sådanne reaktionsmønstre så vi sidst i efteråret 2014, hvor uroen i Ukraine bidrog til en opbremsning i det europæiske opsving. Vi har således stor respekt for de mulige negative psykologiske effekter, som situationen i Grækenland kan medføre hos både forbrugere og virksomheder. Derfor træder vi indtil videre varsomt i forhold til at øge risikoudnyttelsen i porteføljerne.

Set over hele kvartalet var det overordnede økonomiske tema stigende renter og en historie om, at det langsomt går fremad i Europa, mens USA i lighed med sidste år mærker effekten af en usædvanlig kold vinter. Dette billede bekræftes af udviklingen i konsensusestimaterne for væksten i Europa, der gradvist er blevet opjusteret, mens det modsatte har været tilfældet i USA. På overfladen kunne det ligne en historie om økonomisk konvergens på tværs af Atlanten. Det er dog langt fra tilfældet. Trods den midlertidige opbremsning først på året befinder amerikansk økonomi sig stadig et gear over den europæiske, og der er udsigt til yderligere acceleration herfra.

På baggrund af vores moderat positive syn på fremtidsudsigterne for både europæisk og amerikansk økonomi holder vi fast i en relativ høj udnyttelse af risikobudgetterne. Konkret udmønter det sig i en overvægt af aktier og en overvægt af high yield-obligationer. Selvom overskrifter relateret til Grækenland p.t. fylder mest i markedet, er den største reelle risiko, hvordan markederne reagerer på den første renteforhøjelse fra Fed. Vores fundamentale holdning er, at renteforhøjelsen i sig selv ikke er negativ, så længe den sker på baggrund af en tydelig fremgang i den underliggende økonomi.

På den regionale aktieallokering fastholder vi præferencen for Danmark og Europa på bekostning af USA og EM. Overvægten af Europa er baseret på et positivt makromomentum og en værdiansættelsesmæssig betragtning om, at det er den region, som tilbyder mest upside. Danmark nyder godt af det europæiske makromomentum og tilbyder desuden høj indtjeningsvisibilitet og ikke mindst en kvalitetsbias, som er med til at balancere risikoen. Vi ser værdi i Japan, men vurderer, at makrobilledet er for mudret til at bære en overvægt, hvorfor vi forbliver neutral.

Målt over kvartalet leverede globale aktier et afkast på -3,41% målt ved MSCI World opgjort i DKK.

Aktierne i Pulje 5 er allokeret med en overvægt til Danmark og Europa og en undervægt til amerikanske og Emerging Markets-aktier.

Pulje 5 - Internationale Aktier gav i andet kvartal af 2015 et afkast på -2,20 pct. (før pensionsafkastskat).

Puljeafkast 2015	Bruttoafkast Q2		Nettoafkast Q2	Bruttoafkast å.t.d.		Nettoafkast å.t.d.
	Før omk.	Efter omk.	Netto efter skat	Før omk.	Efter omk.	Netto efter skat
Internationale aktier	-2,20%	-2,20%	-1,87%	15,35%	15,35%	13,00%

Puljeafkast tidligere år	2011		2012		2013		2014	
	Før skat	Efter skat	Før skat	Efter skat	Før skat	Efter skat	Før skat	Efter skat
Internationale aktier	-3,5%	-2,9%	11,6%	9,7%	25,3%	21,4%	19,1%	16,2%

Puljens investeringer	Pct.
SEBinvest Nordamerika Indeks	54,2
SEBinvest Europa Small Cap	25,9
SEBinvest Europa Højt Udbytte	10,8
SEBinvest Japan Hybrid	8,6

Disclaimer

Materialet er ikke tiltænkt som markedsføring af Skandinaviske 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 investeringsrådgiver. 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 kapitalforvalteren har vurderet pålidelige. Hverken pengeinstitutterne i Lokal Puljepension eller dennes kapitalforvalter er 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 fremtidig afkast. Markedsværdien på finansielle instrumenter kan både stige og falde, og det historiske afkast af et finansielt instrument er ikke en sikker indikation på fremtidig 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 © 2011 · Skandinaviske Enskilda Banken.

Pulje 7 - Korte Obligationer

Andet kvartal af 2015 var yderst turbulent på de internationale obligationsmarkeder. De lange renter steg markant, primært i Europa, men også USA blev ramt. De danske realkredit-obligationer tabte desuden yderligere terræn i forhold til statsobligationerne, så afkastet for danske obligationsporteføljer blev klart negativt.

En hvis rentestigning var som sådan ikke overraskende, da renterne havde nået ekstremt lave niveauer, og de økonomiske udsigter, både i USA og i Europa, generelt så pænere ud. Hvad der imidlertid overraskede var styrken i rentestigningen, specielt da den indtraf samtidigt med, at ECB's opkøb af obligationer kørte for fuld styrke. På meget få handelsdage i april/maj steg den 10-årige tyske rente fra ca. 0,08% til ca. 0,72%, herefter indtraf en kort pause, hvorefter renten i juni steg til 0,99%. Den kraftigste rentestigning set i mange år. I forbindelse med den seneste udvikling i Grækenland er den 10-årige tyske rente faldet en smule tilbage og ligger nu omkring 0,76%. Den 10-årige danske rente steg mere end den tyske og ligger p.t. omkring 0,97%.

Udviklingen i renterne var forskellig på tværs af regionerne. De 10-årige statsrenter steg både i USA og i Tyskland/Danmark, men rentestigningen var dog lidt større i Tyskland end i USA, og klart størst i Danmark.

Renteniveauet for 10-årige statsobligationer er stadig klart højere i USA end i Tyskland og Danmark. Den amerikanske 10-årige rente endte kvartalet i 2,35%, hvilket skal sammenholdes med en 10-årig tysk rente på 0,76%.

Pulje 7 - Korte Obligationer leverede i andet kvartal 2015 et afkast på -0,83 pct. (før pensionsafkastskat).

Puljeafkast 2015	Bruttoafkast Q2		Nettoafkast Q2	Bruttoafkast å.t.d.		Nettoafkast å.t.d.
	Før omk.	Efter omk.	Netto efter skat	Før omk.	Efter omk.	Netto efter skat
Korte obligationer	-0,83%	-0,83%	-0,71%	-0,10%	-0,11%	-0,09%

Puljeafkast tidligere år	2011		2012		2013		2014	
	Før skat	Efter skat	Før skat	Efter skat	Før skat	Efter skat	Før skat	Efter skat
Korte obligationer	4,0%	3,4%	2,7%	2,3%	0,4%	0,3%	1,35%	1,14%

5 største investeringer	Pct.
2% BRF 2017	35,8
4% Nykredit SDRO 2041	10,0
2% Realkredit Danmark SDRO 2017	9,9
1% Realkredit Danmark SDRO 2032	5,6
2% Nykredit SDO 2018	5,4

Disclaimer

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 investeringsrådgiver. 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 kapitalforvalteren har vurderet pålidelige. Hverken pengeinstitutterne i Lokal Puljepension eller dennes kapitalforvalter er 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 © 2011 · Skandinaviska Enskilda Banken.