

## Markedskommentar

## Kære Læser!

Temaer på de finansielle markeder

Hvis man holdt sommerferie i Danmark i 2015, vil man vide, at vejret var elendigt. Det samme kan siges om stemningen på de finansielle markeder i 3. kvartal – både i Danmark og i udlandet. Listen af bekymringer var lang: Gentagne devalueringer af den kinesiske valuta, flygtningekaos i hele Europa og dertil blev hæderkronede Volkswagen grebet i at snyde på vægten.

De finansielle markeder reagerede prompte på bekymringerne, og kurserne på alle former for risikofyldte aktiver faldt i kvartalet. For globale aktier er kvartalet det værste siden 3. kvartal 2011, hvor den europæiske gældskrise stod i lys lue. Værst er det dog gået for Emerging Markets-aktier, som er faldet 18% i kvartalet. I et sådant miljø er det ikke overraskende, at der har været positive afkast på statsobligationer og også på danske realkreditobligationer, der ellers har haft det svært i starten af året.

Den primære faktor bag de kraftige kursfald i 3. kvartal har været opbremsningen i Kina og Emerging Markets og de afledte effekter heraf for resten af verden. Kina lider af overkapacitet inden for især fremstillingssektoren, og denne svaghed synes at have bredt sig til andre vigtige produktionslande som Sydkorea og Taiwan. Overordnet set skyldes opbremsningen i Asien, at de traditionelt produktionsbaserede økonomier i disse år er ved at omstille sig til at være mere modne servicebaserede økonomier. Denne gradvise omstilling ledsages ofte af aftagende økonomiske vækstrater, men til gengæld bliver udsvingene i den økonomiske aktivitet over tid mindre. Risikoen og uforudsigeligheden ved at investere i Emerging Markets fra Asien vil derved alt andet lige mindskes.

De latinamerikanske lande er endnu ikke nået stadiet for omstilling til serviceøkonomi, og disse lande er dermed fortsat meget afhængige af rå-

vareproduktion og især verdensmarkedsprisen på råvarer. Råvarepriserne var generelt faldende i 3. kvartal, og derfor kæmper mange latinamerikanske lande med stigende gæld og lav vækst.

Men som i det danske sommervejr var der også lyspunkter på de finansielle markeder: Selvom opbremsningen i Emerging Markets naturligvis bidrager negativt til den globale vækst, så er der ikke noget der tyder på, at det igangværende opsving i den udviklede del af verden – dvs. USA og Europa – er truet. USA er en relativt lukket økonomi, og det er først og sidst udviklingen i det private forbrug, der bestemmer om der er vækst i USA. Og forbruget understøttes i disse måneder af lav oliepris, stigende boligpriser og et robust arbejdsmarked.

Udsigterne for europæisk økonomi ser også fortsat fornuftige ud. Vi mangler dog stadig at se effekten af VW-skandalen i diverse tillidsindikatorer, men på trods af usikkerheden omkring Kina og de voldsomme udsving på markederne i august måned har nøgletallene holdt sig forbløffende godt oppe.

Den Internationale Valuta Fond (IMF) har i deres seneste prognose, World Economic Outlook, udsendt primo oktober fastholdt deres vækstskegn for Europa på 1,5% for 2015 og 1,6% i 2016. For USA har IMF opjusteret væksten i 2015 med 0,1%-point til 2,6%, mens den i 2016 er nedjusteret med 0,2%-point fra 3,0% til 2,8%. Derimod er vækstskegnene for 2015 for Emerging Markets landene nedjusteret med 0,2%-point fra 4,2% til nu 4,0%. Dette dækker over en uændret prognose for Kina med en ventet vækst i 2015 på 6,8%, mens væksten i Brasilien for 2015 er nedjusteret med 1,5% og nu ventes at blive negativ med 3,0%.

Afkastene på de forskellige aktivtyper fremgår af nedenstående tabel. Det skal bemærkes, at afkastene af aktier er omregnet til danske kroner, fordi aktieafdelinger normalt ikke foretager valutaafdækning. Afkastet er dermed en kombination af udviklingen på de lokale aktiemarkeder i lokal valuta samt af udviklingen mellem danske kroner og

**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.

## Markedskommentar

den pågældende lokale valuta. Et eksempel: De nordamerikanske aktiemarkeder er i gennem de første tre kvartaler af 2015 faldet med 6,5% opgjort i lokale valutaer. Derimod er amerikanske og canadiske dollar styrket mod danske kroner med 8,10%. Det betyder, at en dansk investor igennem de tre kvartaler har oplevet et samlet afkast på 1,6%. Heroverfor står et afkast på danske aktier på ikke mindre end 22,9% - og dette er en reel markedsstigning uden nogen valutaeffekt!

### Danmark

Dansk økonomi udvikler sig fortsat gunstigt. Nationalbanken har opgjort væksten i 1. halvår af 2015 til at være 1,7% målt i forhold til samme periode året før. Som i USA er det den private efterspørgsel, der driver væksten, og denne efterspørgsel støttes af lave energipriser, et stærkt boligmarked – især omkring de større byer – samt et arbejdsmarked, der bevæger sig på kanten af sin kapacitet. Især inden for visse tekniske discipliner er der direkte mangel på arbejdskraft.

Nationalbanken noterer sig, at netop boligmarkedet og arbejdsmarkedet er i så god stand, at grundlaget for et egentligt opsving er til stede. For ikke at gentage fejlene fra opløbet til finanskrisen i 2008 anbefaler Nationalbanken derfor, at den kommende finanslov for 2016 indeholder stramninger i form af nye reformer på skatte- og dagpengeområdet samt en generel lavere offentlig udgiftsramme.

I løbet af 3. kvartal er der igen faldet ro omkring den danske krone efter forårets massive kapitalindstrømning som følge af spekulationer om en dansk revaluering af kronen overfor euroen. Nationalbanken har igennem kvartalet nedbragt valutareserven fra kr. 626,3 mia. primo kvartalet til kr. 513,6 mia. Faldet på kr. 112,7 mia. skyldes helt overvejende Nationalbankens markedsoperationer i juli, august og september, hvor der er solgt valuta mod danske kroner (dvs. svækket kronen) for i alt kr. 108,6 mia.

Roen omkring kronen har endvidere betydet, at Nationalbanken i oktober måned genoptager ud-

stedelsen af danske statsobligationer. Udstedelsen blev bragt til ophør den 30. januar. Renten på indskudsbeviser har siden februar måned været nede på -0,75%, men den forventes sat op inden udgangen af året som følge af de mere normaliserede tilstande på valutamarkedet.

### Udsigterne for de finansielle markeder for 4. kvartal 2015

Den amerikanske centralbank, FED, valgte på deres møde den 17. september at undlade at hæve deres styrende rente, Fed Funds, der fortsat ligger i spændet 0-0,25%. Argumentet for at udskyde renteforhøjelsen var, at den seneste udvikling i den globale økonomi havde øget risikoen for den amerikanske vækst. Næste gang FED holder møde er den 28. oktober. Skulle renteforhøjelsen komme ved dette møde er vi overbevist om, at de amerikanske finansmarkeder vil kunne overkomme det, fordi det er en meget længe ventet renteforhøjelse.

De europæiske økonomier er i højere grad end USA afhængige af udviklingen i Asien, og derfor er der ved indgangen til 4. kvartal opstået forventninger til, at den europæiske centralbank, ECB, vil forlænge det igangværende opkøbsprogram af stats- og virksomhedsobligationer. En sådan annoncering vil virke støttende for de finansielle markeder i Europa.

Samlet set er vi moderat positive for udsigterne for 4. kvartal 2015. Vi mener således ikke, at en gentagelse af 3. kvartals kaotiske tilstande ligger i kortene.

### **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 1 - Danske Obligationer

De tre første kvartaler af 2015 har for obligationsinvestorer verden over været meget begivenhedsrige. De lange statsrenter faldt således ganske meget både i Europa og i USA i tredje kvartal, hvilket var lidt overraskende efter den kraftige rentestigning i andet kvartal.

Rentefaldet kom bag på de fleste, da de økonomiske udsigter, både i USA og i Europa, generelt så pænere ud. I tredje kvartal er inflationsforventningerne faldet en smule, hvilket forklarer de faldende renter. Udviklingen i Kina og resten af Emerging Markets har dog også haft stor indflydelse på rentefaldet, og den seneste udvikling med skandalen i VW har også medvirket til at presse renterne ned.

Udviklingen i renterne var forskellig på tværs af regionerne. De 10-årige statsrenter faldt både i USA og i Tyskland/Danmark, men rentefaldet var dog noget større i USA end i Tyskland/ Danmark. De korte renter steg en smule i Danmark grundet en langsom normalisering af den valutariske uro, mens de korte renter både i Tyskland og i USA faldt en anelse.

Pulje 1 - Danske Obligationer leverede i tredje kvartal 2015 et afkast på 1,85% (før pensionsafkastskat).

Puljeafkast 2015	Bruttoafkast Q3		Nettoafkast Q3	Bruttoafkast å.t.d.		Nettoafkast å.t.d.
	Før omk.	Efter omk.	Netto efter skat	Før omk.	Efter omk.	Netto efter skat
Danske Obligationer	1,85%	1,85%	1,57%	-0,08%	-0,12%	-0,10%

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	23,05
2% SDO 2047	18,05
2.5% Nykredit 2047	13,89
4,5% Danske Stat 2039	9,83
2% Realkredit Danmark 2019	9,56

### 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 2 - Danske Aktier

Sommerkvartalet har været præget af nervøsiteten ovenpå offentliggørelsen af adskillige svage nøgletal fra Kina, som understøtter et lavvækstscenarie. Den kinesiske centralbank har iværksat en stribe tiltag (herunder devaluering, rentenedsættelse og lempelse af reservekrav hos banker og øget likviditet til finansmarkederne), som i nogen grad har afbødet for en dramatisk korrektion.

Det danske aktiemarked slap med færre skrammer end de toneangivende internationale indeks med en beskedent svækkelse. 2. kvartalsregnskaberne blev rapporteret i perioden, og der har i flere tilfælde været voldsomme kursreaktioner herpå.

Den relative performance blev specielt hjulpet af undervægten i TDC og A.P. Møller Mærsk samt overvægten i DFDS, DSV og Pandora. I modsat retning trak undervægten i Lundbeck, Simcorp og William Demant samt overvægten i GN og FLSmidth.

Pulje 2 – Danske Aktier leverede i tredje kvartal 2015 et afkast på 0,02% (før pensionsafkastskat).

Puljeafkast 2015	Bruttoafkast Q3		Nettoafkast Q3	Bruttoafkast å.t.d.		Nettoafkast å.t.d.
	Før omk.	Efter omk.	<i>Netto efter skat</i>	Før omk.	Efter omk.	<i>Netto efter skat</i>
Danske Aktier	0,08%	0,02%	0,02%	24,91%	24,65%	20,88%

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

5 største investeringer	Pct.
Pandora	9,83
Danske Bank	9,52
Novo Nordisk	9,50
Vestas Wind Systems	8,98
DSV	6,01

### 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 3 - Danske Indeksobligationer

De tre første kvartaler af 2015 har for obligationsinvestorer verden over været meget begivenhedsrige. De lange statsrenter faldt således ganske meget både i Europa og i USA i tredje kvartal, hvilket var lidt overraskende efter den kraftige rentestigning i andet kvartal.

Rentefaldet kom bag på de fleste, da de økonomiske udsigter, både i USA og i Europa, generelt så pænere ud. I tredje kvartal er inflationsforventningerne faldet en smule, hvilket forklarer de faldende renter. Udviklingen i Kina og resten af Emerging Markets har dog også haft stor indflydelse på rentefaldet, og den seneste udvikling med skandalen i VW har også medvirket til at presse renterne ned.

Udviklingen i renterne var forskellig på tværs af regionerne. De 10-årige statsrenter faldt både i USA og i Tyskland/Danmark, men rentefaldet var dog noget større i USA end i Tyskland/ Danmark. De korte renter steg en smule i Danmark grundet en langsom normalisering af den valutariske uro, mens de korte renter både i Tyskland og i USA faldt en anelse.

Pulje 3 - Danske Indeksobligationer leverede i tredje kvartal 2015 et afkast på -0,01% (før pensionsafkastskat).

Puljeafkast 2015	Bruttoafkast Q3		Nettoafkast Q3	Bruttoafkast å.t.d.		Nettoafkast å.t.d.
	Før omk.	Efter omk.	Netto efter skat	Før omk.	Efter omk.	Netto efter skat
Indeksobligationer	-0,01%	-0,01%	-0,01%	3,87%	3,87%	3,28%

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	78,78
2,5% Nykredit 2047	10,41
2,5% Nykredit 2026	0,28
2,5% Realkredit Danmark 2026	0,03

### 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 4 - Mixpulje

Græsk krise, kinesisk vækstkollaps, VW-skandale, flygtningekrise osv. Listen af bekymringer for de finansielle markeder har været lang i tredje kvartal, og kursreaktionen er bestemt ikke udeblevet. Alle former for risikofyldte aktiver er faldet i kvartalet. For globale aktier er kvartalet det værste siden tredje kvartal 2011, hvor den europæiske gældskrise stod i lys lue.

Den overordnede "markedsdriver" for de kraftige kursfald har været opbremsningen i Kina og Emerging Markets, hvor Kina lider af overkapacitetsproblemer inden for visse sektorer. Den seneste runde af nøgletal viste ingen tegn på, at det er ved at ændre sig. Vi har således fået flere eksempler på, at svagheden har spredt sig til andre dele af regionen.

Af lyspunkter er det værd at bemærke, at boligpriserne i Kina nu igen er stødt stigende – godt hjulpet på vej af diverse lempelser fra centralt hold. Derudover er det væsentligt, at privatforbruget i Kina vokser med mere end 10% om året. USA er en relativt lukket økonomi, og eksporten fylder derfor forholdsvis lidt for USA i forhold til, hvordan den amerikanske forbruger har det. Den amerikanske forbruger drager lige nu nytte af tre meget vigtige faktorer. For det første virker den lave oliepris som en direkte skattelettelse hos forbrugerne. Dernæst kommer, at boligmarkedet er i gang med et solidt opsving, hvilket skaber positive formueeffekter hos forbrugerne i form af større friværdis til forbrug. Endelig kommer, at vi lige nu er vidne til en markant bedring på det amerikanske arbejdsmarked. Udsigterne for europæisk økonomi ser fortsat fornuftige ud. Vi mangler stadig at se effekten af VW-skandalen i diverse tillidsindikatorer, men på trods af usikkerheden omkring Kina og de voldsomme udsving på markederne har nøgletallene holdt sig forbløffende godt oppe. Den seneste runde af ledende indikatorer indikerer vækst i størrelsesordenen 2%.

Vi overvægtter fortsat risikofyldte aktiver i form af aktier og amerikanske high yield-obligationer med udgangspunkt i de økonomiske udsigter og den relative værdiansættelse af aktivklasserne imellem. Inden for aktier foretrækker vi europæiske og danske aktier, mens vi undervægtter USA og Emerging Markets.

Pulje 4 - Mixpulje leverede i tredje kvartal 2015 et afkast på -3,16% (før pensionsafkastskat).

Puljeafkast 2015	Bruttoafkast Q3		Nettoafkast Q3	Bruttoafkast å.t.d.		Nettoafkast å.t.d.
	Før omk.	Efter omk.	Netto efter skat	Før omk.	Efter omk.	Netto efter skat
Mixpulje	-3,14%	-3,16%	-2,68%	6,52%	6,43%	5,44%

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	20,31
SEBinvest Nordamerika Indeks	14,36
SEBinvest Danske Aktier	13,93
SEBinvest US HY Bonds (Columbia)	11,14
1,75% Danske Stat 2025	7,61

### 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 5 - Internationale Aktier

Græsk krise, kinesisk vækstkollaps, VW-skandale, flygtningekrise osv. Listen af bekymringer for de finansielle markeder har været lang i tredje kvartal, og kursreaktionen er bestemt ikke udeblevet. Alle former for risikofyldte aktiver er faldet i kvartalet. For globale aktier er kvartalet det værste siden tredje kvartal 2011, hvor den europæiske gældskrise stod i lys lue.

Den overordnede "markedsdriver" for de kraftige kursfald har været opbremsningen i Kina og Emerging Markets, hvor Kina lider af overkapacitetsproblemer inden for visse sektorer. Den seneste runde af nøgletal viste ingen tegn på, at det er ved at ændre sig. Vi har således fået flere eksempler på, at svagheden har spredt sig til andre dele af regionen.

Af lyspunkter er det værd at bemærke, at boligpriserne i Kina nu igen er stødt stigende – godt hjulpet på vej af diverse lempelser fra centralt hold. Derudover er det væsentligt, at privatforbruget i Kina vokser med mere end 10% om året. USA er en relativt lukket økonomi, og eksporten fylder derfor forholdsvis lidt for USA i forhold til, hvordan den amerikanske forbruger har det. Den amerikanske forbruger drager lige nu nytte af tre meget vigtige faktorer. For det første virker den lave oliepris som en direkte skattelettelse hos forbrugerne. Dernæst kommer, at boligmarkedet er i gang med et solidt opsving, hvilket skaber positive formueeffekter hos forbrugerne i form af større friværdis til forbrug. Endelig kommer, at vi lige nu er vidne til en markant bedring på det amerikanske arbejdsmarked. Udsigterne for europæisk økonomi ser fortsat fornuftige ud. Vi mangler stadig at se effekten af VW-skandalen i diverse tillidsindikatorer, men på trods af usikkerheden omkring Kina og de voldsomme udsving på markederne har nøgletallene holdt sig forbløffende godt oppe. Den seneste runde af ledende indikatorer indikerer vækst i størrelsesordenen 2%.

Vi foretrækker europæiske og danske aktier, mens vi undervægtter USA og Emerging Markets. Europæiske aktier handles i den billige ende relativt til amerikanske aktier, og vi ser desuden mere medvind på indtjeningsfronten for europæiske aktier. Emerging Markets er set over en bred kam presset på profitabiliteten.

Målt over kvartalet leverede globale aktier et afkast på -9,61% målt ved MSCI World opgjort i DKK.

Puljen 5 – Internationale Aktier har i tredje kvartal 2015 givet et afkast på -8,71% (før pensionsafkastskat).

Puljeafkast 2015	Bruttoafkast Q3		Nettoafkast Q3	Bruttoafkast å.t.d.		Nettoafkast å.t.d.	
	Før omk.	Efter omk.	<i>Netto efter skat</i>	Før omk.	Efter omk.	<i>Netto efter skat</i>	
Internationale aktier	-8,71%	-8,71%	-7,38%	6,64%	6,64%	5,63%	

  

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	52,46
SEBinvest Europa Small Cap	27,65
SEBinvest Europa Højt Udbytte	10,64
SEBinvest Japan Hybrid	8,17

### 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 7 - Korte Obligationer

De tre første kvartaler af 2015 har for obligationsinvestorer verden over været meget begivenhedsrige. De lange statsrenter faldt således ganske meget både i Europa og i USA i tredje kvartal, hvilket var lidt overraskende efter den kraftige rentestigning i andet kvartal.

Rentefaldet kom bag på de fleste, da de økonomiske udsigter, både i USA og i Europa, generelt så pænere ud. I tredje kvartal er inflationsforventningerne faldet en smule, hvilket forklarer de faldende renter. Udviklingen i Kina og resten af Emerging Markets har dog også haft stor indflydelse på rentefaldet, og den seneste udvikling med skandalen i VW har også medvirket til at presse renterne ned.

Udviklingen i renterne var forskellig på tværs af regionerne. De 10-årige statsrenter faldt både i USA og i Tyskland/Danmark, men rentefaldet var dog noget større i USA end i Tyskland/ Danmark. De korte renter steg en smule i Danmark grundet en langsom normalisering af den valutariske uro, mens de korte renter både i Tyskland og i USA faldt en anelse.

Pulje 7 - Korte Obligationer leverede i tredje kvartal 2015 et afkast på 0,13% (før pensionsafkastskat).

Puljeafkast 2015	Bruttoafkast Q3		Nettoafkast Q3	Bruttoafkast å.t.d.		Nettoafkast å.t.d.
	Før omk.	Efter omk.	Netto efter skat	Før omk.	Efter omk.	Netto efter skat
Korte obligationer	0,13%	0,13%	0,11%	0,03%	0,02%	0,02%

  

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	36,76
2% Realkredit Danmark SDRO 2017	10,17
4% Nykredit SDO 2041	9,61
1% Realkredit Danmark SDRO 2032	5,64
2% Nykredit SDO 2018	5,57

### 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.