

Markedskommentar

Kære Læser!

Temaer på de finansielle markeder

4. kvartal blev præcis lige så volatilt som året 2015 som helhed: Perioder med optimisme og stærkt stigende kurser i oktober og november blev i december afløst af sortsyn og fald på både aktie- og obligationsmarkederne. Samlet set var kvartalet dog ikke så ringe endda, hvilket fremgår af tabellen over afkast på næste side.

Den største ikke-nyhed i kvartalet var formentlig den amerikanske centralbanks beslutning den 16. december om at hæve den ledende rente ("Fed fund rate"), med 0,25%-point til intervallet 0,25- 0,50%. Centralbankens skridt var ventet af markedet, men det havde alligevel stor symbolsk værdi, fordi det signalerede, at finanskrisen anno 2008 var overstået.

Rentestigningen var den første rentestigning i USA siden juni 2006, hvor den daværende Fed chef Ben Bernanke hævede renten fra 5,00% til 5,25% i et – viste det sig – forgæves forsøg på at tøjle den løbske amerikanske økonomi. Renteforhøjelsen i december i USA kom efter endnu en stribe stærke nøgletal fra det amerikanske arbejds- og boligmarked, og centralbanken indikerede, at der ville komme flere afmålte rentestigninger i 2016.

Tidligere i december måned havde den europæiske centralbank ECB's rentenedsættelse på 0,10%-point til -0,30% og en forlængelse af programmet for opkøb af obligationer med 6 måneder til marts 2017 ikke været nok til at leve op til markedets høje forventninger. Det fik de europæiske aktier til at falde 5% inden for én dag, og over de kommende to uger faldt aktierne yderligere 5%. I sidste halvdel af måneden rettede de europæiske aktiemarkeder sig dog sammen med de amerikanske aktier.

Europa må generelt siges at have sin andel af de globale økonomiske og politiske udfordringer: Gældskrise, flygtningetilstrømning, nationalisme, terroranslag og folkelig modstand mod det handlingslammede politiske system. På den baggrund er det imponerende, at den europæiske økonomi viser tegn på fortsat forbedring. Det såkaldte Purchasing Managers Index for Eurozonen tyder på, at væksten i 4.kvartal fastholder et moderat, men positivt tempo. For hele året ventes det, at væksten i Europa frem mod 2017 når op på niveau 2,0% - hvilket kun er marginalt under den amerikanske vækst. Europa blev dermed den positive historie i 2015.

Omvendt fortsatte råvarepriserne deres fald mod slutningen af året, og dette havde negativ effekt på især de råvareeksporterende emerging markets lande som Rusland, Brasilien og Sydafrika. Men de øvrige emerging markets lande rammes ofte af sådanne prisenfald, fordi investorerne fejlagtigt opfatter aktivklassen som én homogen gruppe af lande.

Danmark

Efter 8 kvartaler på stribe med økonomisk vækst oplevede dansk økonomi i 3. kvartal et lidt skuffende forløb med et marginalt fald i aktiviteten på 0,1% i forhold til 2. kvartal 2015. Opgjort i forhold til 3. kvartal året før udviklede dansk økonomi sig dog positivt med 0,5%. Det var primært faldende eksport af serviceydelser i form af søtransport, der ramte væksten i 3. kvartal. Dette skyldes igen den momentane afmatning i verdenshandlen medio året. For hele 2015 ventes en vækst på 1,4% stigende til 1,8% i 2016 og 2,0% i 2017. I de kommende år er det primært det private forbrug og eksporten, der ventes at drive væksten i Danmark. I 4. kvartal var der fortsat ro om den danske krone efter forårets massive kapitalindstrømning. Dette har muliggjort en fortsat normalisering af den danske valutareserve. Nationalbanken har såle-

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

des igennem kvartalet nedbragt valutareserven fra kr. 513,6 mia. primo kvartalet til kr. 434,9 mia., hvilket anses for at være et normalt niveau. Faldet på kr. 78,7 mia. skyldes overvejende Nationalbankens markedsoperationer i kvartalet. Nationalbanken valgte ikke at følge ECB's nedsættelse af de styrende renter primo december, og derved blev spændet mellem styrende renter i Danmark og Eurozonen indsnævret marginalt. Det skal noteres, at indskudsbevisrenten fortsat ved årets udgang var negativ med 0,75%.

Udsigterne for de finansielle markeder for 1. kvartal 2016

Selvom 1. kvartal 2016 er startet med store kursfald, så forventer vi ikke, at hele året 2016 vil byde på så store udsving på kurser og afkast, som vi oplevede i 2015. Dette på trods af de åbenlyse udfordringer, der ligger forude.

De senere års globale lavrentemiljø har nemlig drevet mange investorer – især inden for pensionssektoren - ud i en nærmest desperat jagt på løbende afkast. Det amerikanske high yield obligations marked og ejendomsmarkederne i flere storbyer er eksempler på aktivtyper, hvor man aner konturerne af en boble.

På den politiske front er der ikke de store begivenheder i 1. kvartal. Den engelske EU afstemning skal afholdes senest med udgangen af 2017, men mange iagttagere forventer, at det sker allerede i sommeren 2016. Det amerikanske præsidentvalg afholdes som bekendt først i november 2016, mens primærvalgene om hvilke kandidater partierne opstiller afholdes fra februar til juni med partikonventioner i slutningen af juli.

Når vi forventer et relativt roligt finansielt marked i 1. kvartal, så skyldes det, at det globale økonomiske billede er mere stabilt, geografisk homogent og forudsigeligt end det har været længe.

Godt Nytår!

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

2015 var på mange måder et spændende år for obligationsinvestorer verden over, og fjerde kvartal var ingen undtagelse. De amerikanske renter steg ganske meget, mens renterne i både Danmark og Tyskland endte året stort set uforandrede. De danske realkreditobligationer fik hentet en pæn del af det tabte fra tidligere på året. I modsætning til tidligere på året skyldtes det positive afkast i fjerde kvartal især overvægten af konverterbare realkreditobligationer.

For første gang i ni år kom der i fjerde kvartal en forhøjelse af de officielle renter i USA, da den amerikanske centralbank den 16. december hævede målet for den såkaldte Federal Funds Rate fra 0,00% til 0,25%. Rentestigningen var i stor udstrækning forventet af markedet, og efter forhøjelsen har der ikke været de store bevægelser i markedsrenterne. Modsat udviklingen i USA har den europæiske centralbank, ECB, ved rentemødet i starten af december sænket renten fra -0,20% til -0,30% samt forlænget det igangværende obligationsopkøbsprogram. Pengepolitikken blev lempet betydeligt mindre end ventet i finansmarkederne, idet der var ventet en forøgelse af opkøbsprogrammet. Det medførte umiddelbart kraftigt stigende renter. I perioden efter faldt renterne atter. Udviklingen i renterne var forskellig på tværs af regionerne. De 10-årige statsrenter steg marginalt i Tyskland og Danmark, mens rentestigningen var langt større i USA.

Forventningen i obligationsmarkedet er, at Fed Funds-renten bliver hævet igen til marts, om end det ikke helt kan afvises, at næste rentestigning bliver udskudt yderligere et par måneder. For så vidt angår ECB forventes det, at renten bliver fastholdt på det ekstremt lave niveau i hele 2016 og langt ind i 2017. I Danmark forventes en langsom normalisering af de korte renter i takt med, at Danmarks Nationalbank lykkes med at svække (stabilisere) kronen. Denne udvikling vil være fordelagtig i forhold til porteføljesammensætningen, hvor det vurderes, at der stadig er rigtig god værdi i realkreditobligationer relativt til statsobligationer

Pulje 1 - Danske Obligationer leverede i fjerde kvartal 2015 et afkast på 0,07% (før pensionsafkastskat).

Puljeafkast 2015	Bruttoafkast Q4		Nettoafkast Q4	Bruttoafkast å.t.d.		Nettoafkast å.t.d.
	Før omk.	Efter omk.	Netto efter skat	Før omk.	Efter omk.	Netto efter skat
Danske Obligationer	0,07%	0,07%	0,06%	-0,01%	-0,04%	-0,04%

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%

Gen.snit årligt afkast før pensionsafk.skat	1 år	3 år	5 år	7 år
Danske obligationer	-0,01%	2,67%	4,85%	5,49%

5 største investeringer	Pct.
1,75% Danske Stat 2025	24,31
2% Realkredit Danmark S SDO 2047	19,26
2,5% E SDO Nykredit 2047	14,82
1,5% Realkredit Danmark S SDO 2037	8,23
4,5% Danske Stat 2039	7,87

Obligationsbeholdning pr. 31.12 fordelt på restløbetid	1.000 kr.
Udtrukne obligationer	0
Restløbetid: 0 - 2 år	0
Restløbetid: 2 - 5 år	574
Restløbetid: 5 - 10 år	2.751
Restløbetid: > 10 år	7.629
Obligationsbeholdning i alt	10.954

Puljeinformation ultimo 2015:

Varighed på obligations- og kontantbeholdningerne	Kontant- og obligationsbeholdning, kursværdi, mio. kr.	Officiel varighed	Ændring i porteføljeværdi ved en renteændring på 1 pct. point*	
			Mio. kr.	Pct.
Danske obligationer	11,3	7,93	0,90	7,93

*Ændringen vedrører alene kontant- og obligationsbeholdningen og beregnes ud fra optionsjusteret varighed.

Bogførte værdier (1.000 kr.)	Gennemsnitsbeholdning	Renter og udbytter	Kursreguleringer	Valutakursreguleringer	Omkostninger	Samlet resultat
Obligationer	11.843	288	-285	-		
Kontant	305	-	-	-		
I alt	12.148	288	-285	-	-4	3

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

Det danske aktiemarked kom pænt igen i fjerde kvartal med flotte stigninger i oktober og november, hvor nervøsiteten omkring vækststudierne i Kina aftog efter rentesænkning, samtidig med at der kom solide nøgletal fra fremstillingssektoren. Selskabernes regnskabsrapporteringer for tredje kvartal medførte relativt kraftige kursreaktioner, og her har særligt bankaktierne stået for skud. Mod slutningen af året drejede pænen helt generelt nedad for markedet. Fristelsen til at tage profitten hjem blev understøttet af ny nervøsitet for emerging markets efter et massivt fald i olieprisen, som især fik de cykliske aktier på rutsjetur.

Den relative performance blev specielt hjulpet af overvægten i Vestas og DFDS samt undervægten i A.P. Møller Mærsk, Spar Nord og Jyske Bank. I modsat retning trak undervægten i Genmab, Lundbeck og William Demant samt overvægten i Per Aarsleff og Danske Bank

Pulje 2 – Danske Aktier leverede i fjerde kvartal 2015 et afkast på 12,07% (før pensionsafkastskat).

Puljeafkast 2015	Bruttoafkast Q4		Nettoafkast Q4	Bruttoafkast å.t.d.		Nettoafkast å.t.d.
	Før omk.	Efter omk.	Netto efter skat	Før omk.	Efter omk.	Netto efter skat
Danske Aktier	12,12%	12,07%	10,22%	37,03%	36,72%	31,10%

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

Gen.snit årligt afkast før pensionsafk.skat	1 år	3 år	5 år	7 år
Danske aktier	37,03%	31,53%	20,28%	26,62%

5 største investeringer	Pct.
Novo Nordisk	9,71
Vestas Wind Systems	9,57
Pandora	9,51
Danske Bank	8,24
DSV	6,98

Puljeinformation ultimo 2015:

Bogførte værdier (1.000 kr.)	Gennemsnitsbeholdning	Renter og udbytter	Kursreguleringer	Valutakursreguleringer	Omkostninger	Samlet resultat
Aktier	45.550	1.371	12.359	-		
Kontant	342	-	-	-		
I alt	45.892	1.371	12.359	-	-136	13.727

Aktier (1.000 kr.)	Industri, energi, m.v.*	Forbrudsvarer, basisvarer	Medicinal	Finans	IT og telekom	I alt
Danmark	19.250	8.185	11.177	10.713	0	47.506
I alt	19.250	8.185	11.177	10.713	0	47.506

*Gruppen inkl. også materialer og forsyning.

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

2015 var på mange måder et spændende år for obligationsinvestorer verden over, og fjerde kvartal var ingen undtagelse. De amerikanske renter steg ganske meget, mens renterne i både Danmark og Tyskland endte året stort set uforandrede. De danske realkreditobligationer fik hentet en pæn del af det tabte fra tidligere på året., I modsætning til tidligere på året skyldtes det positive afkast i fjerde kvartal især overvægten af konverterbare realkreditobligationer.

For første gang i ni år kom der i fjerde kvartal en forhøjelse af de officielle renter i USA, da den amerikanske centralbank den 16. december hævede målet for den såkaldte Federal Funds Rate fra 0,00% til 0,25%. Rentestigningen var i stor udstrækning forventet af markedet, og efter forhøjelsen har der ikke været de store bevægelser i markedsrenterne. Modsat udviklingen i USA har den europæiske centralbank, ECB, ved rentemødet i starten af december sænket renten fra -0,20% til -0,30% samt forlænget det igangværende obligationsopkøbsprogram. Pengepolitikken blev lempet betydeligt mindre end ventet i finansmarkederne, idet der var ventet en forøgelse af opkøbsprogrammet. Det medførte umiddelbart kraftigt stigende renter. I perioden efter faldt renterne atter. Udviklingen i renterne var forskellig på tværs af regionerne. De 10-årige statsrenter steg marginalt i Tyskland og Danmark, mens rentestigningen var langt større i USA.

Forventningen i obligationsmarkedet er, at Fed Funds-renten bliver hævet igen til marts, om end det ikke helt kan afvises, at næste rentestigning bliver udskudt yderligere et par måneder. For så vidt angår ECB forventes det, at renten bliver fastholdt på det ekstremt lave niveau i hele 2016 og langt ind i 2017. I Danmark forventes en langsom normalisering af de korte renter i takt med, at Danmarks Nationalbank lykkes med at svække (stabilisere) kronen. Denne udvikling vil være fordelagtig i forhold til porteføljesammensætningen, hvor det vurderes, at der stadig er rigtig god værdi i realkreditobligationer relativt til statsobligationer

Pulje 3 - Danske Indeksobligationer leverede i fjerde kvartal 2015 et afkast på -0,83% (før pensionsafkastskat).

Puljeafkast 2015	Bruttoafkast Q4		Nettoafkast Q4	Bruttoafkast å.t.d.		Nettoafkast å.t.d.
	Før omk.	Efter omk.	Netto efter skat	Før omk.	Efter omk.	Netto efter skat
Indeksobligationer	-0,83%	-0,83%	-0,70%	3,04%	3,04%	2,58%

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%

Gen.snit årligt afkast før pensionsafk.skat	1 år	3 år	5 år	7 år
Danske obligationer	3,04%	1,44%	4,42%	5,13%

Puljens investeringer	Pct.
2,5% Nykredit 2050	79,38
2,5% Nykredit 2047	10,39

Obligationsbeholdning pr. 31.12 fordelt på restløbetid	1.000 kr.
Udtrukne obligationer	0
Restløbetid: 0 - 2 år	0
Restløbetid: 2 - 5 år	0
Restløbetid: 5 - 10 år	0
Restløbetid: > 10 år	4.041
Obligationsbeholdning i alt	4.041

Puljeinformation ultimo 2015:

Varighed på obligations- og kontant-beholdningerne	Kontant- og obligationsbeholdning, kursværdi, mio. kr.	Officiel varighed	Ændring i porteføljeværdi ved en renteændring på 1 pct. point*	
			Mio. kr.	Pct.
Indeksobligationer	4,5	10,08	0,45	10,08

*Ændringen vedrører alene kontant- og obligationsbeholdningen og beregnes ud fra optionsjusteret varighed.

Bogførte værdier (1.000 kr.)	Gennemsnitsbeholdning	Renter og udbytter	Kursreguleringer	Valutakursreguleringer	Omkostninger	Samlet resultat
Obligationer	4.209	114	41	-		
Kontant	435	-	-	-		
I alt	4.644	114	41	-	-	155

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 svigning i valutakurser, som kan få værdien af instrumentet til at stige eller falde. Copyright © 2011 · Skandinaviska Enskilda Banken.

Pulje 4 - Mixpulje

Fjerde kvartal sluttede med kraftige fald på aktiemarkedet, mens også amerikanske high yield obligationer havde en svær december måned, da energisektoren nok engang kom under pres som følge af store fald i olieprisen. Startskuddet til de faldende aktiekurser lød den 3. december, da ECBs rentenedsættelse ikke levede op til markedets høje forventninger. 2015 blev således et år med stor volatilitet på de finansielle markeder. Den amerikanske centralbank, FED, hævede styringsrenten for første gang siden 2006. Beslutningen kom efter, at FED igennem længere tid havde signaleret, at de ville hæve renten i 2015. Renteforhøjelsen var i høj grad forventet af markedet, hvorfor den ikke gav anledning til de helt store markedsbevægelser.

Selvom USA er den region i den vestlige verden, hvor væksten absolut set har været stærkest, har Europa alligevel været et af lyspunkterne i 2015. Efter et par års tilløb kravlede Europa for alvor ud af gældskrisen i 2015, og vi fik flere positive signaler i form af stigende forbruger- og erhvervstillid, lempeligere kreditvilkår og vækst i bankernes udlån. Væksten ser i 2015 ud til at lande i størrelsesordenen 1,5% sammenlignet med 0,9% i 2014. Det fortsatte fald i råvarepriserne, som vi har været vidne til i slutningen af 2015, presser de råvareeksporterende emerging markets-lande. Denne udvikling forværres af en reduktion i kapitalflows og pres på valutakurserne i disse lande. Lande, som er meget afhængige af indtægter fra salg af olie for at statsbudgettet balancerer, er særligt udsatte. For lande som Rusland, Saudi Arabien, Iran, Venezuela og Colombia er den lave oliepris således et alvorligt problem, der i nogle tilfælde kan virke som en destabiliserende faktor for hele samfundet. Chile, Sydafrika og Brasilien presses desuden af de lave priser på metaller såsom kobber og jernmalm.

Vi forventer, at 2016 i lighed med 2015 vil være præget af store kursudsving. Vi forudser således et år, hvor man skal lave flere taktiske dispositioner end normalt for at udnytte de muligheder, som volatiliteten medfører. Vi forventer, at den globale vækst vil accelerere en smule i forhold til niveauet i 2015, hvilket vil understøtte de risikofyldte aktiver. Dog gør en række globale risici, at vi er neutrale på aktier. Ser man på, hvor mulighederne lige nu er størst, stikker amerikanske high yield-obligationer ud med en værdiansættelse, der mere end kompenserer for den underliggende konkursrisiko. Derudover tilbyder danske konverterbare realkreditobligationer fortsat en merrente over statsobligationer, som ikke er set højere siden finanskrisen. Sammenlignes danske realkreditobligationer med alternativerne i form af statsobligationer og investment grade-kreditobligationer, fremstår realkredit-obligationerne fortsat som særdeles attraktive.

Pulje 4 - Mixpulje leverede i fjerde kvartal 2015 et afkast på 6,43% (før pensionsafkastskat).

Puljeafkast 2015	Bruttoafkast Q4		Nettoafkast Q4	Bruttoafkast å.t.d.		Nettoafkast å.t.d.
	Før omk.	Efter omk.	Netto efter skat	Før omk.	Efter omk.	Netto efter skat
Mixpulje	6,46%	6,43%	5,44%	12,98%	12,85%	10,89%

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%

Gen.snit årligt afkast før pensionsafk.skat	1 år	3 år	5 år	7 år
Mixpulje	12,85%	12,49%	9,64%	11,60%

5 største investeringer	Pct.
SEBinvest Europa Small Cap	19,50
SEBinvest Nordamerika Indeks	13,42
SEBinvest Danske Aktier	13,19
SEBinvest US HY Bonds (Columbia)	11,96
1,75% Danske Stat 2025	8,05

Obligationsbeholdning pr. 31.12 fordelt på restløbetid	1.000 kr.
Udtrukne obligationer	0
Restløbetid: 0 - 2 år	0
Restløbetid: 2 - 5 år	5.538
Restløbetid: 5 - 10 år	12.117
Restløbetid: > 10 år	32.074
Obligationsbeholdning i alt	49.729

Puljeinformation ultimo 2015:

Varighed på obligations- og kontant-beholdningerne	Kontant- og obligationsbeholdning, kursværdi, mio. kr.	Officiel varighed	Ændring i porteføljeværdi ved en renteændring på 1 pct. point*	
			Mio. kr.	Pct.
Mixpulje	51,4	8,30	4,3	8,30

*Ændringen vedrører alene kontant- og obligationsbeholdningen og beregnes ud fra optionsjusteret varighed.

Bogførte værdier (1.000 kr.)	Gennemsnitsbeholdning	Renter og udbytter	Kursreguleringer	Valutakursreguleringer	Omkostninger	Samlet resultat
Obligationer	46.699	1.088	-1.460	-		
Aktier	106.401	1.811	16.277	-		
Kontant	1.138	0	-	-		
I alt	154.237	2.899	14.816	-	-167	17.715

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 Lokalt 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 5 - Internationale Aktier

Fjerde kvartal sluttede med kraftige fald på aktiemarkedet. Startskuddet til de faldende aktiekurser lød den 3. december, da ECBs rentenedsættelse ikke levede op til markedets høje forventninger. 2015 blev således et år med stor volatilitet på de finansielle markeder. Den amerikanske centralbank, FED, hævdede styringsrenten for første gang siden 2006. Beslutningen kom efter, at FED igennem længere tid havde signaleret, at de ville hæve renten i 2015. Renteforhøjelsen var i høj grad forventet af markedet, hvorfor den ikke gav anledning til de helt store markedsbevægelser. Sidst på året steg de kinesiske aktier igen ganske betragteligt, efter at boblen på det kinesiske aktiemarked bristede tidligere på året, og det står åbent til fortolkning, om ikke den lempelige økonomiske politik har haft en positiv effekt på aktiemarkedet.

Selvom USA er den region i den vestlige verden, hvor væksten absolut set har været stærkest, har Europa alligevel været et af lyspunkterne i 2015. Efter et par års tilløb kravlede Europa for alvor ud af gældskrisen i 2015, og vi fik flere positive signaler i form af stigende forbruger- og erhvervstillid, lempeligere kreditvilkår og vækst i bankernes udlån. Væksten ser i 2015 ud til at lande i størrelsesordenen 1,5% sammenlignet med 0,9% i 2014. Det fortsatte fald i råvarepriserne, som vi har været vidne til i slutningen af 2015, presser de råvareeksporterende emerging markets lande. Denne udvikling forværres af en reduktion i kapitalflows og pres på valutakurserne i disse lande. Lande, som er meget afhængige af indtægter fra salg af olie for at statsbudgettet balancerer, er særligt udsatte. For lande som Rusland, Saudi Arabien, Iran, Venezuela og Colombia er den lave oliepris således et alvorligt problem, der i nogle tilfælde kan virke som en destabiliserende faktor for hele samfundet. Chile, Sydafrika og Brasilien presses desuden af de lave priser på metaller såsom kobber og jernmalm.

Vi forventer, at 2016 i lighed med 2015 vil være præget af store kursudsving. Den globale vækst forventes at accelerere en smule i forhold til niveauet i 2015, hvilket globalt set vil være understøttende for aktierne. Risici er især store i Europa, hvor der allerede var revner i det europæiske samarbejde inden flygtningekrisen startede i form af blandt andet spekulationer om Grækenlands fremtidige deltagelse i Euro-samarbejdet og Storbritanniens fremtidige medlemskab af EU. FEDs egne forventninger til de fremtidige renteforhøjelser introducerer i vores optik en ekstra risikodimension til aktiemarkedet i 2016. Markedsforventningerne til fremtidige renteforhøjelser er fortsat lave, hvorfor der ikke er meget plads til positive økonomiske overraskelser uden at det vil give uro på aktiemarkedet. Selvom flere af de asiatiske lande nyder godt af de lave råvarepriser, da man her er nettoimportør, vurderes det samlet set som negativt for emerging markets-komplekset. Kina ventes fortsat at lempe sin økonomiske politik på flere fronter i forsøget på at holde hånden under den økonomiske vækst, hvilket vil have en positiv effekt på aktiemarkedet.

Målt over kvartalet leverede globale aktier et afkast på 8,44% målt ved MSCI World opgjort i DKK.

Puljen 5 – Internationale Aktier har i fjerde kvartal 2015 givet et afkast på 12,91% (før pensionsafkastskat).

Puljeafkast 2015	Bruttoafkast Q4		Nettoafkast Q4	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	12,91%	12,91%	10,93%	19,55%	19,55%	16,56%

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%

Gen.snit årligt afkast før pensionsafk.skat	1 år	3 år	5 år	7 år
Internationale aktier	19,55%	21,28%	13,96%	15,10%

Puljens investeringer	Pct.
SEBinvest Nordamerika Indeks	52,72
SEBinvest Europa Small Cap	27,70
SEBinvest Europa Højt Udbytte	10,51
SEBinvest Japan Hybrid	8,73

Puljeinformation ultimo 2015:

Bogførte værdier (1.000 kr.)	Gennemsnits-beholdning	Renter og udbytter	Kurs-reguleringer	Valutakurs-reguleringer	Omkostninger	Samlet resultat
Aktier	14.506	-	2.563	-		
Kontant	162	-	-	-		
I alt	14.668	-	2.563	-	-	2.563

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

2015 var på mange måder et spændende år for obligationsinvestorer verden over, og fjerde kvartal var ingen undtagelse. De amerikanske renter steg ganske meget, mens renterne i både Danmark og Tyskland endte året stort set uforandrede. De danske realkreditobligationer fik hentet en pæn del af det tabte fra tidligere på året. I modsætning til tidligere på året skyldtes det positive afkast i fjerde kvartal især overvægten af konverterbare realkreditobligationer.

For første gang i ni år kom der i fjerde kvartal en forhøjelse af de officielle renter i USA, da den amerikanske centralbank den 16. december hævede målet for den såkaldte Federal Funds Rate fra 0,00% til 0,25%. Rentestigningen var i stor udstrækning forventet af markedet, og efter forhøjelsen har der ikke været de store bevægelser i markedsrenterne. Modsat udviklingen i USA har den europæiske centralbank, ECB, ved rentemødet i starten af december sænket renten fra -0,20% til -0,30% samt forlænget det igangværende obligationsopkøbsprogram. Pengepolitikken blev lempet betydeligt mindre end ventet i finansmarkederne, idet der var ventet en forøgelse af opkøbsprogrammet. Det medførte umiddelbart kraftigt stigende renter. I perioden efter faldt renterne atter. Udviklingen i renterne var forskellig på tværs af regionerne. De 10-årige statsrenter steg marginalt i Tyskland og Danmark, mens rentestigningen var langt større i USA.

Forventningen i obligationsmarkedet er, at Fed Funds-renten bliver hævet igen til marts, om end det ikke helt kan afvises, at næste rentestigning bliver udskudt yderligere et par måneder. For så vidt angår ECB forventes det, at renten bliver fastholdt på det ekstremt lave niveau i hele 2016 og langt ind i 2017. I Danmark forventes en langsom normalisering af de korte renter i takt med, at Danmarks Nationalbank lykkes med at svække (stabilisere) kronen. Denne udvikling vil være fordelagtig i forhold til porteføljesammensætningen, hvor det vurderes, at der stadig er rigtig god værdi i realkreditobligationer relativt til statsobligationer

Pulje 1 - Obligationer leverede i fjerde kvartal 2015 et afkast på 0,63% (før pensionsafkastskat).

Puljeafkast 2015	Bruttoafkast Q4		Nettoafkast Q4	Bruttoafkast å.t.d.		Nettoafkast å.t.d.
	Før omk.	Efter omk.	Netto efter skat	Før omk.	Efter omk.	Netto efter skat
Korte obligationer	0,63%	0,63%	0,54%	0,67%	0,66%	0,56%

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%

Gen.snit årligt afkast før pensionsafk.skat	1 år	3 år	5 år	7 år
Korte obligationer	0,67%	0,81%	1,82%	2,61%

5 største investeringer	Pct.
2% BRF B RO20 2017	36,72
2% Realkredit Danmark SDRO 2017	10,16
4% Nykredit SDO 2041	9,16
1% Realkredit Danmark SDRO 2032	5,57
2% Nykredit SDO 2018	5,49

Obligationsbeholdning pr. 31.12 fordelt på restløbetid	1.000 kr.
Udtrukne obligationer	0
Restløbetid: 0 - 2 år	2.427
Restløbetid: 2 - 5 år	752
Restløbetid: 5 - 10 år	0
Restløbetid: > 10 år	1.545
Obligationsbeholdning i alt	4.724

Puljeinformation ultimo 2015:

Varighed på obligations- og kontant-beholdningerne	Kontant- og obligationsbeholdning, kursværdi, mio. kr.	Officiel varighed	Ændring i porteføljeværdi ved en renteændring på 1 pct. point*	
			Mio. kr.	Pct.
Korte obligationer	5,3	1,67	0,09	1,67

*Ændringen vedrører alene kontant- og obligationsbeholdningen og beregnes ud fra optionsjusteret varighed.

Bogførte værdier (1.000 kr.)	Gennemsnitsbeholdning	Renter og udbytter	Kursreguleringer	Valutakursreguleringer	Omkostninger	Samlet resultat
Obligationer	4.490	112	-78	-		
Kontant	526	-	-	-		
I alt	5.016	112	-78	-	-1	33

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 Lokalt 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.