

## Markedskommentar

### Temaer på de finansielle markeder i 2. kvartal 2014

Den globale økonomi er i 2. kvartal kommet sig over det skuffende 1. kvartal, hvor især den amerikanske isvinter satte en midlertidig bremse på den økonomiske aktivitet. I årets 2. kvartal er der sket et forventeligt catch-up efter den svage start på året. Dertil har de økonomiske tillidsindikatorer igennem 2. kvartal vist tegn på bedring ikke bare i de udviklede lande som USA, Japan og Eurozonen, men også i Kina og Indien.

Der findes dog fortsat lommer af økonomisk svaghed i bl.a. Frankrig, Brasilien og Argentina, hvor tillidsindikatorerne er vigende. Disse lande har igennem længere tid måttet leve med alvorlige ubalancer i statsfinanserne og med store underskud på betalingsbalancen. I disse lande synes desværre ikke at være vilje eller evne til at gennemføre reformer, der retter op på dette.

Emerging markets økonomierne havde som bekendt et meget svært år i 2013, og afkastet af aktier og obligationer fra disse lande skuffede mange investorer i 2013. I de første 6 måneder af 2014 har emerging markets landene taget revanche og væksten i især den asiatiske del af emerging markets lå på et højt niveau.

De finansielle markeder har i 2. kvartal således befundet sig i slags "guldlok scenarie", hvor markederne har fået støtte af rigelig likviditet fra centralbankerne. Dertil har centralbankerne i 2. kvartal indikeret, at pengepolitikken vil være lempelig i en rum tid fremover.

Janet Yellen, der er ny chef for den amerikanske centralbank, FED, bekræftede i en såkaldt "forward guidance" tale den 18. juni, at centralbanken ville holde de ledende rentesatser på det aktuelt lave niveau mellem 0 og 0,25 pct. også efter at centralbankens opkøbsprogram af obligationer ville være afsluttet med udgangen af 2014. Janet Yellen understregede, at centralbanken ikke så nogen grund til at ændre renteniveauet så længe den amerikanske inflation ligger under 2,0 pct. og så længe der endnu er tilstrækkelig ledig kapacitet i arbejdsmarkedet.

Den europæiske centralbank, ECB, gik skridtet videre idet ECB i juni måned valgte at sænke de styrende renter og gennemføre tiltag, der skal øge gennemslagskraften af den lempelige pengepolitik i realøkonomien. Timingen skyldes dels, at ECB vil benytte det aktuelle positive momentum og dels, at der fortsat ikke er prispres at spore i økonomien. De europæiske lande vil i de kommende kvartaler endvidere nyde

godt af, at den finanspolitiske konsolidering aftager, og med udsigt til robust vækst i USA og Tyskland vil det samlede økonomiske vækst i euro-område efter den danske nationalbanks vurdering nå op på 1,2 pct. i 2014 efter et fald på 0,4 pct. i 2013.

Den europæiske økonomi måtte i 1. halvår tackle en pludseligt opstået krise i Ukraine – en krise, som de færreste havde set komme ved årets start. I 2. kvartal blev verdenssamfundet igen overrasket af en krise, der opstod ud af ingenting – denne gang i Irak, hvor den sunnimuslimske bevægelse ISIS indenfor få dage havde taget kontrollen med de nordlige halvdele af Irak og Syrien – og med ambitioner om mere magt i området. Foreløbig har de to kriser haft begrænset negativ effekt på den regionale økonomiske udvikling og på finansmarkederne. Men deres pludselige opståen understreger, at geopolitiske kriser er meget svære at forudsige og endnu sværere at løse.

### Afkast på forskellige aktivtyper i kvartalet

2. kvartal var positivt for investorerne. I et "guldlok scenarie" vil man normalt se, at de risikofyldte aktiver giver afkast, der er højere end de defensive aktiver. Dette var således også tilfældet i 2. kvartal.

Aktiemarkederne gav afkast på mellem knap 5 pct. (i Danmark) og knap 7,5 pct. (i Japan). Det danske aktiemarked havde dog et forrygende 1. kvartal, så set over hele 1. halvår har det danske aktiemarked med en stigning på 20 pct. (OMXC Copenhagen All Share GI) klarer sig bedst af alle aktiemarkeder i verden. Det er igen Novo Nordisk, der står bag stigningen i det danske indeks – men Novo Nordisk aktien steg trods alt kun med beskedne 1,5 pct. i 2. kvartal.

Som nævnt klarede emerging markets aktiverne sig glimrende i 2. kvartal. Det brede indeks MSCI Emerging Markets Index (i DKK), der omfatter 23 lande, steg således med hele 7,15 pct., men da afkastet var negativt i 1. kvartal ligger halvårets afkast på 6,75 pct.

Obligationsmarkederne i USA og Europa var igennem kvartalet præget af uændrede til svagt faldende korte renter, mens de lange renter oplevede pæne rentefald på niveau 0,3 pct.-point. Især de europæiske statsobligationsmarkeder nød godt af ECB's mere positive signaler, og afkastet nåede op på 3,1 pct. (EFFAS Europe Govt All). Danske stats- og realkreditobligationer gav mere beskedne afkast på hhv. 2,12 pct. og 1,65 pct. Dermed fik obligationsinvestorerne attraktive afkast

### **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.

# Markedskommentar

i kvartalet. Afkast på over 2 pct. må siges at være attraktivt når det effektive renteniveau ligger så lavt som mellem på mellem 0,5 pct. og 2,5 pct.

Kvartalets bedste obligationsafkast blev nået i emerging markets obligationer, hvor JP Morgan EMBI Global indekset opgjort i DKK gav et afkast på 4,76 pct. For halvåret er afkastet af disse obligationer opgjort til 8,66 pct.

### Danmark

Danmarks økonomi klarede sig godt i perioden. Den økonomiske aktivitet lå i 1. kvartal på 0,8 pct. over det forgående kvartal, og i årets andet kvartal forventes økonomien at ekspandere med yderligere 0,5 pct. i forhold til 1. kvartal. For hele året 2014 venter bl.a. Nationalbanken, at væksten når 1,5 pct.

Væksten er sundt funderet, idet det primært er det private forbrug og eksporten af især tjenesteydelser, der trækker dansk økonomi. Også arbejdsmarkedet er i bedre form end det har været længe. Ganske vist er der enkelte brancher - f.eks. slagterier og i finansverden - der fortsat må igennem nødvendige strukturreformeringer, men andre brancher tager over, og beskæftigelsen er stigende. Arbejdsløsheden har siden marts måned ligget på 4,0 pct. og ledende tal for arbejdsmarkedet f.eks. antallet af jobannoncer indikerer, at beskæftigelsen vil stige yderligere i de kommende måneder. Nationalbanken vurderer, at det stramme arbejdsmarked endnu ikke skaber inflationært pres.

På trods af de fine økonomiske data formåede de internationale medier i 1. kvartal at skabe lidt usikkerhed om dansk økonomi. I en artikel i april måned i det ansete tidsskrift *The Economist*, der fokuserede på den danske private gældsætning, blev danske boligejere sågar kaldt "sydeuropæere i forklædning", og dette skulle angiveligt ikke forstås positivt.

Baggrunden for artiklen er, at danskerne har en meget høj privat gæld målt i forhold til indkomsten. Men den anden side af regnestykket - som ikke fremgik af artiklen - er, at danskerne også har meget store private pensionsformuer, der i stor stil er placeret i de selv samme realkreditobligationer, som ligger bag gælden. Danskernes nettogæld er således ikke større end i andre lande, men vores private økonomiske balancer er større. Bl.a. Nationalbanken var hurtigt ude med en forklaring af dette særlige danske forhold, og efterfølgende forstummede den internationale kritik.

Den danske krone blev fra februar til april måned svækket mod euro'en fra niveau 746,20 til niveau 746,60, primært fordi pengemarkedsrenterne i euroområdet steg relativt til de korte danske renter i denne periode. I en sådan situation er det forventeligt, at den danske krone vil blive svækket. Nationalbanken valgte derfor i april måned at intervenere i valutamarkedet ved at sælge valuta mod kroner for modværdien af ca. kr. 20 mia. Dette var den første intervention siden januar 2013. Som opfølgning forhøjede Nationalbanken den 25. april renten på indskudsbeviser md 0,15 pct. point fra -0,10 pct. til 0,05 pct. Da den europæiske centralbank i juni måned nedsatte renten valgte den danske Nationalbank at fastholde renten, og dette var med til at styrke kronen.

Igennem kvartalet er den danske valutareserve faldet fra kr. 459,0 mia. ved indgangen til andet kvartal til kr. 438,2 mia. pr. ultimo andet kvartal. Faldet skyldes dels intervention i valutamarkedet og dels tilbagebetaling af lån i valuta. Intervention udgør den overvejende del, idet Nationalbanken netto har solgt valuta for at støtte den danske krone for et beløb modsvarende kr. 20,0 mia.

### Udsigterne for de finansielle markeder for 3. kvartal 2014

Med den lempelige pengepolitik cementeret i de kommende kvartaler og med et gradvist stigende økonomisk opsving - nu også med emerging markets med på vognen - så ligger det lige til at fastholde en positiv forventning til finansmarkederne i det kommende kvartal. Eller som man siger i finansjargonen: Det er et "risk on" markedsmiljø, det betyder fortsat overvægt af aktier og kreditobligationer i forhold til obligationer med høj kreditværdighed.

Man bør dog notere sig, at aktiemarkederne efter de seneste fem års optur - MSCI World er steget med 130 pct. siden februar 2009 - har taget forskud på rigtigt mange positive forhold. De gode nyheder er så at sige indregnet i kursen.

I det nuværende marked kan man frygte, at selv et mindre negativt bump eller geopolitisk uro skaber trængsel mod udgangen. Et muligt bump i 3. kvartal kunne være et uventet resultat af den skotske afstemning om uafhængighed af Storbritannien, der finder sted den 18. september. Men andre bump kan dukke op ud af ingenting, således som vi så det i 1. og 2. kvartal.

### **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 Lokalt Puljefond 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

Andet kvartal af 2014 bød ligesom 1. kvartal på kraftige rentefald og en væsentlig udfaldning af rentekurverne. Rentefaldet var overraskende, da de økonomiske udsigter generelt så pænere ud.

Udviklingen i de lange renter var nogenlunde identisk på tværs af regionerne, dog med det største rentefald i Europa. De korte renter faldt i Europa, mens de korte renter steg en lille smule i USA. Spændet mellem Danmark og Tyskland var stabilt i kvartalet.

Den generelle risikoappetit i de finansielle markeder steg markant i 2. kvartal, hvorfor danske realkreditobligationer også oplevede pæne OAS-indsnævninger. Især de konverterbare klarede det godt. Der var gode afkast for specielt 3 og 3,5%-obligationerne grundet disse obligationers lange varighed jf. det kraftige generelle rentefald.

På trods af, at Fed ved samtlige rentemøder i kvartalet har reduceret QE-programmet med USD 10 mia., har markedet sendt renterne ned. En væsentlig forklaring på dette er sandsynligvis, at inflationen, specielt i Europa, er kommet ud lavere end forventet. Yderligere har forventninger til lempelser fra den europæiske centralbank, ECB, også hjulpet til rentefaldet. ECB har, udover en rentenedsættelse, også annonceret et nyt LTRO-program, der skal målrettes til de banker, der udlåner til erhvervslivet, samt forlængelse af likviditetsprogrammet og mulighed for opstart af et ABS opkøbsprogram.

Den øgede geopolitiske uro i bl.a. Ukraine og senest i Mellemøsten har ligeledes fået investorerne til at søge sikre havne, herunder tyske og danske statsobligationer.

Renteniveauet for 10-årige statsobligationer er stadig klart højere i USA end i Tyskland og Danmark. Den amerikanske 10-årige rente endte kvartalet i 2,53%, hvilket skal sammenholdes med en 10-årig tysk rente på 1,25%. I Danmark er renten ultimo kvartalet 1,63% – altså noget højere end i Tyskland, men dette skyldes i stor udstrækning skift af obligation til 1,75% stat 2025.

De faldende renter over kvartalet bidrog til at Pulje 1 - Danske Obligationer har leveret et positivt afkast. For 2. kvartal lyder afkastet på 2,54 pct. (før pensionsafkastskat).

Puljeafkast 2014	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	2,55%	2,55%	2,15%	5,54%	5,52%	4,67%

Puljeafkast tidligere år	2010		2011		2012		2013	
	Før skat	Efter skat	Før skat	Efter skat	Før skat	Efter skat	Før skat	Efter skat
Danske obligationer	8,4%	7,1%	10,6%	9,1%	5,8%	4,9%	-2,1%	-1,7%

5 største investeringer	Pct.
3% Realkredit Danmark SDRO 2044	24,1
2% BRF 2017	14,6
4,5% Danske Stat 2039	14,6
7% Danske Stat 2024	11,7
3,5% Nykredit 2044	9,8

### 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

Efter en urolig start på kvartalet, hvor det danske aktiemarked haltede efter udlandet, vendte stemningen atter til det positive og endte med en solid stigning for perioden. Bekymringer omkring Emerging Market-økonomierne manedes i jorden efter stærke nøgletal fra den kinesiske PMI-erhvervstillid og en generelt stærk rapporteringssæson for både danske og udenlandske selskaber.

Mange af de danske selskaber har efter en længere periode med fokus på omkostninger og effektivitet også udsigt til bedre afsætningsvilkår og er parate til vækstinvesteringer, som var et tema i flere af kvartalsregnskaberne. Dette har, sammen med pæne nøgletal og udsigt til et fortsat lavt renteniveau, styrket risikovilligheden yderligere blandt investorerne.

Den relative performance blev hjulpet af undervægten i Lundbeck, DS Norden og Københavns Lufthavne samt overvægten i Pandora og GN Store Nord. Til gengæld fik porteføljen negative relative bidrag fra overvægten i Royal Unibrew, Ringkjøbing Landbobank og Simcorp samt undervægten i Novozymes og TDC.

Pulje 2 – Danske Aktier gav i 2. kvartal et afkast på 9,02 pct. (før pensionsafkastskat).

Puljeafkast 2014	Bruttoafkast Q2		Nettoafkast Q2	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	9,07%	9,02%	7,64%	21,26%	21,07%	17,85%

Puljeafkast tidligere år	2010		2011		2012		2013	
	Før skat	Efter skat	Før skat	Efter skat	Før skat	Efter skat	Før skat	Efter skat
Danske aktier	35,8%	30,5%	-15,2%	-12,9%	30,4%	25,8%	33,9%	28,7%

5 største investeringer	Pct.
Coloplast	9,9
Novo Nordisk	9,8
Pandora	9,1
Danske Bank	9,1
A. P. Møller-Mærsk	7,1

### 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

Andet kvartal af 2014 bød ligesom 1. kvartal på kraftige rentefald og en væsentlig udfladning af rentekurverne. Rentefaldet var overraskende, da de økonomiske udsigter generelt så pænere ud.

Udviklingen i de lange renter var nogenlunde identisk på tværs af regionerne, dog med det største rentefald i Europa. De korte renter faldt i Europa, mens de korte renter steg en lille smule i USA. Spændet mellem Danmark og Tyskland var stabilt i kvartalet.

Den generelle risikoappetit i de finansielle markeder steg markant i 2. kvartal, hvorfor danske realkreditobligationer også oplevede pæne OAS-indsnævninger. Især de konverterbare klarede det godt. Der var gode afkast for specielt 3 og 3,5%-obligationerne grundet disse obligationers lange varighed jf. det kraftige generelle rentefald.

På trods af, at Fed ved samtlige rentemøder i kvartalet har reduceret QE-programmet med USD 10 mia., har markedet sendt renterne ned. En væsentlig forklaring på dette er sandsynligvis, at inflationen, specielt i Europa, er kommet ud lavere end forventet. Yderligere har forventninger til lempelser fra den europæiske centralbank, ECB, også hjulpet til rentefaldet. ECB har, udover en rentenedsættelse, også annonceret et nyt LTRO-program, der skal målrettes til de banker, der udlåner til erhvervslivet, samt forlængelse af likviditetsprogrammet og mulighed for opstart af et ABS opkøbsprogram.

Den øgede geopolitiske uro i bl.a. Ukraine og senest i Mellemøsten har ligeledes fået investorerne til at søge sikre havne, herunder tyske og danske statsobligationer.

Renteniveauet for 10-årige statsobligationer er stadig klart højere i USA end i Tyskland og Danmark. Den amerikanske 10-årige rente endte kvartalet i 2,53%, hvilket skal sammenholdes med en 10-årig tysk rente på 1,25%. I Danmark er renten ultimo kvartalet 1,63% – altså noget højere end i Tyskland, men dette skyldes i stor udstrækning skift af obligation til 1,75% stat 2025.

De faldende renter over kvartalet bidrog til at Pulje 3 - Danske Indeksobligationer har leveret et positivt afkast. For 2. kvartal lyder afkastet på 1,99 pct. (før pensionsafkastskat).

Puljeafkast 2014	Bruttoafkast Q2		Nettoafkast Q2	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>
Indeksobligationer	1,99%	1,99%	1,69%	1,89%	1,89%	1,60%

  

Puljeafkast tidligere år	2010		2011		2012		2013	
	Før skat	Efter skat	Før skat	Efter skat	Før skat	Efter skat	Før skat	Efter skat
Indeksobligationer	5,5%	4,7%	11,7%	9,9%	6,5%	5,5%	-4,2%	-3,5%

Puljens investeringer	Pct.
2,5% Nykredit 2050	77,9
2,5% Nykredit 2047	9,7
2,5% Nykredit 2026	3,9

### 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

De finansielle markeder har i 2. kvartal befundet sig i et regime styret af rigelig centralbankslikviditet og forventninger om, at dette vil vare ved gennem længere tid. Vi har således oplevet positive afkast på alle risikofyldte aktiver samtidig med, at statsobligationer også har leveret pæne positive afkast. Ser vi nærmere på kvartalets nøgletal, tegner der sig et billede af, at det spæde europæiske opsving har tabt momentum over de seneste to måneder. De ledende indikatorer peger fortsat på positiv vækst i Europa, men der er ikke længere acceleration.

Selvom de mere stemningsorienterede nøgletal på det seneste har vist fremgang i periferi-landene, er Europa langt hen ad vejen fortsat to vidt forskellige historier. Mens tysk økonomi er i forholdsvis god gænge, slås Sydeuropa og Frankrig stadig med store strukturelle problemer. Det betyder, at selvom kapacitetsudnyttelsen lige så stille er tikket op i Tyskland, er der fortsat lang vej endnu for Sydeuropa.

Hvis nogle af markedsdeltagerne stadig skulle være i tvivl, blev der i juni måned sat en fed streg under, at ECB ikke længere styres af en Bundesbank-bias. Tværtimod. Diskussionen omkring ukonventionelle instrumenter i almindelighed og kvantitative lempelser i særdeleshed viser, at ECB nu i højere grad styres af hensynet til de svage økonomier i Sydeuropa og Frankrig. Selvom eurosamarbejdet pr. konstruktion medfører en "one size fits none"-pengepolitik, synes balancen at være flyttet yderligere i retning af periferi-landene på bekostning af Tyskland. Det er derfor ikke længere fuldstændig utænkeligt, at vi kan komme til at se QE (Quantitative Easing) i Europa, om end det stadig ikke er vores hovedscenarie. Det er i denne forbindelse værd at bemærke, at ECB's undersøgelse af inflationsforventningerne i Europa over de seneste kvartaler har vist et dyk, og de har dermed fået skyts til at agere, såfremt behovet måtte opstå.

Målt over kvartalet leverede aktier et afkast på godt 5% målt ved MSCI World i lokal valuta. Obligationer gav positive afkast i kvartalet, målt ved Nykredits Realkredit indeks på 1,66%.

Puljen har været allokert med en overvægt til aktier og en undervægt til obligationer. Aktierne har været allokert med overvægt til Europa Small Cap mens amerikanske aktier har været undervægtet.

I absolutte termer gav Pulje 4 - Mixpulje et afkast i andet kvartal på 5,30 pct. (før pensionsafkastskat).

Puljeafkast 2014	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	5,31%	5,30%	4,55%	8,15%	8,15%	6,91%

  

Puljeafkast tidligere år	2010		2011		2012		2013	
	Før skat	Efter skat	Før skat	Efter skat	Før skat	Efter skat	Før skat	Efter skat
Mixpulje	15,6%	13,2%	0,43%	0,37%	10,8%	9,1%	12,2%	10,4%

5 største investeringer	Pct.
SEBinvest Europa Small Cap	15,6
SEBinvest Nordamerika Indeks	14,0
SEBinvest Danske Aktier	12,0
SEBinvest US High Yield Bonds (Columbia)	9,4
3% Realkredit Danmark SDRO 2044	8,4

### 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.

## Pulje 5 - Internationale Aktier

De finansielle markeder har i 2. kvartal befundet sig i et regime styret af rigelig centralbankslikviditet og forventninger om, at dette vil vare ved gennem længere tid. Vi har således oplevet positive afkast på alle risikofyldte aktiver samtidig med, at statsobligationer også har leveret pæne positive afkast. Ser vi nærmere på kvartalets nøgletal, tegner der sig et billede af, at det spæde europæiske opsving har tabt momentum over de seneste to måneder. De ledende indikatorer peger fortsat på positiv vækst i Europa, men der er ikke længere acceleration.

Selvom de mere stemningsorienterede nøgletal på det seneste har vist fremgang i periferi-landene, er Europa langt hen ad vejen fortsat to vidt forskellige historier. Mens tysk økonomi er i forholdsvis god gænge, slås Sydeuropa og Frankrig stadig med store strukturelle problemer. Det betyder, at selvom kapacitetsudnyttelsen lige så stille er tikket op i Tyskland, er der fortsat lang vej endnu for Sydeuropa.

Hvis nogle af markedsdeltagerne stadig skulle være i tvivl, blev der i juni måned sat en fed streg under, at ECB ikke længere styres af en Bundesbank-bias. Tværtimod. Diskussionen omkring ukonventionelle instrumenter i almindelighed og kvantitative lempelser i særdeleshed viser, at ECB nu i højere grad styres af hensynet til de svage økonomier i Sydeuropa og Frankrig. Selvom eurosamarbejdet pr. konstruktion medfører en "one size fits none"-pengepolitik, synes balancen at være flyttet yderligere i retning af periferi-landene på bekostning af Tyskland. Det er derfor ikke længere fuldstændig utænkeligt, at vi kan komme til at se QE (Quantitative Easing) i Europa, om end det stadig ikke er vores hovedscenarie. Det er i denne forbindelse værd at bemærke, at ECB's undersøgelse af inflationsforventningerne i Europa over de seneste kvartaler har vist et dyk, og de har dermed fået skyts til at agere, såfremt behovet måtte opstå.

Målt over kvartalet leverede aktier et afkast på godt 5% målt ved MSCI World i lokal valuta. Puljen har været allokeret med en overvægt til Europa Small Cap mens amerikanske aktier har været undervægtet.

I absolutte termer gav Pulje 5 - Internationale Aktier et afkast i andet kvartal på 5,37 pct. (før pensionsafkastskat).

Puljeafkast 2014	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	5,37%	5,37%	4,55%	8,15%	8,15%	6,91%

  

Puljeafkast tidligere år	2010		2011		2012		2013	
	Før skat	Efter skat	Før skat	Efter skat	Før skat	Efter skat	Før skat	Efter skat
Internationale aktier	18,9%	16,1%	-3,5%	-2,9%	11,6%	9,7%	25,3%	21,4%

Puljens investeringer	Pct.
SEBinvest Nordamerika Indeks	58,0
SEBinvest Europa Small Cap	23,2
SEBinvest Japan Hybrid (DIAM)	11,9
SEBinvest Europa Højt Udbytte	2,2

### 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

Andet kvartal af 2014 bød ligesom 1. kvartal på kraftige rentefald og en væsentlig udfaldning af rentekurverne. Rentefaldet var overraskende, da de økonomiske udsigter generelt så pænere ud.

Udviklingen i de lange renter var nogenlunde identisk på tværs af regionerne, dog med det største rentefald i Europa. De korte renter faldt i Europa, mens de korte renter steg en lille smule i USA. Spændet mellem Danmark og Tyskland var stabilt i kvartalet.

Den generelle risikoappetit i de finansielle markeder steg markant i 2. kvartal, hvorfor danske realkreditobligationer også oplevede pæne OAS-indsnævninger. Især de konverterbare klarede det godt. Der var gode afkast for specielt 3 og 3,5%-obligationerne grundet disse obligationers lange varighed jf. det kraftige generelle rentefald.

På trods af, at Fed ved samtlige rentemøder i kvartalet har reduceret QE-programmet med USD 10 mia., har markedet sendt renterne ned. En væsentlig forklaring på dette er sandsynligvis, at inflationen, specielt i Europa, er kommet ud lavere end forventet. Yderligere har forventninger til lempelser fra den europæiske centralbank, ECB, også hjulpet til rentefaldet. ECB har, udover en rentenedsættelse, også annonceret et nyt LTRO-program, der skal målrettes til de banker, der udlåner til erhvervslivet, samt forlængelse af likviditetsprogrammet og mulighed for opstart af et ABS opkøbsprogram.

Den øgede geopolitiske uro i bl.a. Ukraine og senest i Mellemosten har ligeledes fået investorerne til at søge sikre havne, herunder tyske og danske statsobligationer.

Renteniveauet for 10-årige statsobligationer er stadig klart højere i USA end i Tyskland og Danmark. Den amerikanske 10-årige rente endte kvartalet i 2,53%, hvilket skal sammenholdes med en 10-årig tysk rente på 1,25%. I Danmark er renten ultimo kvartalet 1,63% – altså noget højere end i Tyskland, men dette skyldes i stor udstrækning skift af obligation til 1,75% stat 2025.

De faldende renter over kvartalet bidrog til at Pulje 7 - Korte Obligationer har leveret et positivt afkast. For 2. kvartal lyder afkastet på 0,75 pct. (før pensionsafkastskat).

Puljeafkast 2014	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	0,77%	0,75%	0,83%	0,89%	0,87%	0,74%

  

Puljeafkast tidligere år	2010		2011		2012		2013	
	Før skat	Efter skat	Før skat	Efter skat	Før skat	Efter skat	Før skat	Efter skat
Korte obligationer	4,2%	3,5%	4,0%	3,4%	2,7%	2,3%	0,4%	0,3%

5 største investeringer	Pct.
2% BRF 2017	20,0
2% Realkredit Danmark 2015	15,0
4% Nordea SDRO 2016	15,0
3,5% Nykredit SDO 2044	10,9
4% Nykredit 2041	10,4

### 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.