

## Markedskommentar

### Temaer på de finansielle markeder i 3. kvartal 2014

Midt ude i Nordatlanten løber en kløft, hvor den nord-amerikanske kontinentalplade møder den eurasiske kontinentalplade. De to plader, bevæger sig fra hinanden med en – beskeden – hastighed på ca. 2 cm pr. år. Dette naturfænomen er i øvrigt årsagen til, at Island blev født af de mange vulkaner, der opstod af jordens glødende indre, der vælder frem i kløften...

Men hvad har det med de finansielle markeder at gøre? Ikke andet end at bevægelsen i de to kontinentalplader illustrerer hvad der sker i den globale økonomi: Den amerikanske økonomi og den europæiske økonomi bevæger sig i hver sin retning.

Den amerikanske økonomi udviser fortsat styrke og vitalitet, og væksten i årets to første kvartaler tyder på, at væksten for hele 2014 når op på over 2 pct. Den amerikanske vækst er så robust, at den amerikanske centralbank, FED, forventes at afslutte det massive opkøb af stats- og realkreditobligationer i oktober måned 2014. Samtidig ventes FED at påbegynde en forhøjelse af de styrende rentesatser (f.eks. FED funds rate) i starten af 2015.

I Europa er situationen en ganske anden. I slutningen af 2013 og starten af 2014 var der tegn på et begyndende opsving især baseret på eksportdrevet vækst i Tyskland. Men den geopolitiske usikkerhed omkring først Ukraine og dernæst Syrien og Irak har skræmt de europæiske forbrugere og virksomheder. I 3. kvartal har nøgletallene peget i retning af en generel opbremsning i det europæiske vækstbillede og tillidsindikatorerne peger på yderligere afmatning i de kommende kvartaler.

Dette har fået den europæiske centralbank til at reagere, og den europæiske centralbanks (ECB) chef Mario Draghi meddelte i september, at ECB er klar til at foretage opkøb af stats- og realkreditobligationer for at presse markedsrenterne ned. Opkøbet af realkreditobligationer påbegyndes allerede i oktober måned, hvilket meget slående er selvsamme måned, hvor den amerikanske FED afslutter sit tilsvarende opkøbsprogram. Den divergerende udvikling i vækst og renter i USA og Europa har - helt som man kunne forvente - betydet, at den amerikanske valuta USD er styrket i forhold til Euro og de øvrige europæiske valutaer. Målt mod danske kroner er USD styrket med 8,22% fra 5,45 til 5,90 DKK pr. USD.

Frankrig påkalder sig igen de europæiske økonomers kritiske øjne. I september måned meddelte den franske regering, at landets budgetunderskud først ville nå under vækst- og stabilitetspagtens grænse på 3 % i 2017. Det er en direkte udfordring af EU's nye regelsæt, og i oktober måned skal EU kommissionen derfor tage stilling til hvordan den skal håndtere denne kroniske franske laissez-faire ("laden stå til") på budgetområdet. I sidste ende handler det om, at Frankrig aldrig har fået gennemført reformer, der adresserer de reelle problemer med manglende konkurrenceevne og deraf følgende stigende arbejdsløshed i Frankrig. Danmarks Nationalbank nævner i deres seneste Kvartalsoversigt eksplicit det vedvarende franske budgetunderskud som en potentiel kilde til finansiell uro.

Økonomierne i emerging markets udvikler sig også ganske forskelligt. I Kina fastholder man en økonomisk vækst på mellem 7 og 8 % igennem første halvdel af 2014 bl.a. hjulpet på vej af stigende eksport til bl.a. USA og af en finanspolitisk stimulans, der blev gennemført i årets start. Men der er nu tidlige tegn på, at den indenlandske efterspørgsel er ved at komme ned i gear. Bl.a. er de kinesiske boligpriser, der igennem 2013 steg med ca. 10 % pr. år medio 2014 stagnerende.

Indien er fortsat den positive historie fra emerging markets. Efter 30 års ledelse måtte Kongrespartiet i maj måned afgive magten til det hindu-nationalistiske (konservative) BJP parti under premierminister Modi. Han har straks iværksat en reformdagsorden, der bl.a. skal gøre op med årtiers korrupsion i landet. Om regeringsskiftet er årsagen er svært at sige, men forbrugertilliden er eksploderet i Indien og væksten i 2. kvartal lå på imponerende 5,8% samtidig med at vigtige eksterne ubalancer er blevet bragt i balance. Generelt er de asiatiske emerging markets lande i god forfatning, mens de latinamerikanske kolleger i Argentina og Brasilien lider under inflationært pres, svigtende forbrugertillid og svag eller direkte negativ vækst.

### Afkast på forskellige aktivtyper i kvartalet

Investorerne har igen i 3. kvartal fået pæne afkast i de fleste aktivklasser. De højeste afkast målt i DKK blev opnået på de amerikanske og japanske aktiemarkeder, der gav et afkast på 8,67% (MSCI North America) og 5,75% (TOPIX). Bemærk dog, at det amerikanske aktiemarked opgjort i USD er stort set uforandret i kvartalet. Det er alene styrkelsen af USD mod DKK, der har givet afkastet for den danske investor, der måler i DKK.

### **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 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 svævinger i valutakurser, som kan få værdien af instrumentet til at stige eller falde. Copyright © 2011 • Skandinaviska Enskilda Banken.

## Markedskommentar

Apropos danske investorer, så har det danske aktiemarked (OMX Copenhagen All Share Capped) i 3. kvartal givet et afkast på -1,20%, hvilket er dårligere end de øvrige europæiske markeder. Det er især skuffende halvårsregnskaber og nedjustering af forventet indtjening, der har ramt de danske aktier. Men set over årets første tre kvartaler ligger danske aktier fortsat i top blandt verdens aktiemarkeder med et afkast på 22,6%.

Den lidt forøgede risikoaversion ("risk-off" miljø) i 3. kvartal har betydet, at high yield obligationer og obligationer udstedt af emerging markets stater har klaret sig skidt i kvartalet. Disse obligationsmarkeder er såkaldte "spændmarkeder", hvor risikopræmien udtrykkes ved deres relative rentespænd til sikre statsobligationer. Ved indgangen til kvartalet var kreditsspændene (risikopræmien) generelt meget lave, men i løbet af kvartalet blev spændende udvidet, og det kan ses på afkastet. Amerikanske high yield obligationer gav et negativt afkast på 1,9% (i USD). Også i det danske obligationsmarked kunne denne udvikling aflæses på afkastet. Danske realkreditobligationer (Nykredit DMB Index) gav et afkast på 1,0%, mens de sikre danske statsobligationer (EFFAS DKK All) gav et afkast på hele 2,9%.

### Danmark

I korte træk er udsigterne for dansk økonomi en smule mere negative i oktober end ved indgangen til 3. kvartal. På plussiden tæller et fortsat stærkt arbejds- og boligmarked (især i storbyerne), mens det private forbrug kun udvikler sig i et moderat tempo: I 1. halvår steg forbruget således med 0,3% i forhold til 1. halvår 2013. Hovedproblemet er, at den stigende indkomst, der følger af det bedre arbejdsmarked og de stigende boligpriser, ikke omsættes til forbrug. Danskerne ser tiden an og sparer op. De nye lovgivningsmæssige begrænsninger af mulighederne for at optage afdragsfrie realkreditlån vil forstærke denne effekt.

Den seneste geopolitiske uro og den afledte negative effekt af sanktioner fra Rusland på f.eks. landbrugs eksport har fået tillidsindikatorerne fra forbrugere og virksomhederne til at vende nedad i 3. kvartal. Nationalbanken har følgelig valgt at halvere sit skøn for den økonomiske vækst i Danmark i 2014 fra 1,5% (skøn i juni) til nu kun 0,8%. For 2015 venter Nationalbanken en vækst på 1,7%, hvilket er på niveau med det tidligere skøn.

Den danske krone har ligget stabilt overfor euro i 3. kvartal. Efter den europæiske rentesækning i starten

af juni, der ikke blev fulgt af Nationalbanken, styrkedes kronen kortvarigt, men efterfølgende har kronen ligget stabilt omkring centralkursen. Den 4. september sænkede ECB igen de styrende renter med 0,10 %-point, og denne gang fulgte Nationalbanken trop idet renten på indskudsbeviser blev nedsat med 0,10%-point til -0,05% - altså negativt område! Rentesækningen havde derfor ingen effekt i valutamarkedet.

Igenom kvartalet er den danske valutareserve steget marginalt fra kr. 438,2 mia. ved indgangen til 3. kvartal til kr. 442,4 mia. ultimo 3. kvartal. Stigningen skyldes primært de mindre tilpasninger i forbindelse med Nationalbankens håndtering af gæld i udenlandsk valuta. I september måned foretog Nationalbanken intervention i valutamarkedet, idet der blev købt valuta mod kroner for et beskedent beløb på kr. 0,7 mia.

### Udsigterne for de finansielle markeder for 4. kvartal 2014

Meget skal gå galt i 4. kvartal hvis ikke året 2014 går hen og bliver et rigtigt godt år for investorerne. Efter årets tre første kvartaler har de fleste aktivtyper givet afkast på mellem 5% og 22%. Det er ikke så ringe endda i et miljø med inflation og finansieringsrenter under 1%!

Men det kan ikke skjules, at de finansielle markeder, der ofte handler på forventninger, kan vise sig problematiske i årets sidste kvartal. Den aktuelle negative stemning blev understreget af ECB's chef Mario Draghi, der i en tale ultimo september påpegede, at sandsynligheden for en afvigelse fra de officielle estimater lå på den negative side. Med andre ord: ECB ser en risiko for, at europæisk økonomi skal have ekstra hjælp i den kommende tid. Inflationspres og stigende renter er der vist ikke mange investorer, der ser i de kommende mange kvartaler.

Amerikanske aktier oplever aktuelt en vis svaghed eller måske en korrektion, men i historisk perspektiv er de ikke dyre, hvis man måler dem på hvor meget man som investor betaler for indtjeningen i virksomhederne. Også andre aktiemarkeder – herunder udvalgte emerging markets aktiemarkeder – synes at have god værdi.

Når aktier og andre risikoaktiver fortsat virker attraktive, så er det selvfølgelig fordi, at der ikke synes at være meget potentiale i at købe en lang dansk realkreditobligation med en effektiv rente på under 1%. Så kan det ligesom være lige meget.

### 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

Tredje kvartal af 2014 bød ligesom de tidligere kvartaler i år på rentefald i Europa samt en indsnævring af renteforskellen på de korte og de lange renter. Rentefaldet var overraskende, da de økonomiske udsigter, specielt i USA, så pænere ud. I en vis udstrækning var rentefaldet i dette kvartal dog baseret på en flugt fra mere risikofyldte aktiver, som f.eks. aktier, til de mere sikre obligationer, i takt med, at de geopolitiske risici generelt var stigende. Uro i både Ukraine og Mellemøsten var således en medvirkende faktor til de faldende renter.

Udviklingen i de lange renter var absolut ikke identisk på tværs af regionerne. De 10-årige statsrenter faldt godt nok både i USA og i Europa, men rentefaldet var klart mere signifikant i Europa. De korte renter faldt også i Europa, mens de korte renter steg en lille smule i USA. Spændet mellem Danmark og Tyskland var stabilt i kvartalet.

Den generelle risikoappetit på de finansielle markeder faldt ganske markant i tredje kvartal. Der var gode afkast for specielt 3%- og 3,5%-obligationerne grundet disse obligationers lange varighed jf. det kraftige generelle rentefald. Desværre var der en meget negativ udvikling i 5% og 4%'s obligationerne grundet frygt for stigende udtrækninger i takt med, at den nye 2,5% 2047-obligation handlede til ganske høje kurser. Aktuelt er det således attraktivt for mange låntagere at konvertere lån med en kupon over eller på 4%. Dette har generelt påvirket porteføljerne negativt.

En væsentlig forklaring på rentefaldet er, at inflationen, både i Europa og i USA, er kommet ud lavere end forventet. Yderligere lempelser fra den europæiske centralbank, ECB, har naturligvis også hjulpet til rentefaldet. ECB har, udover en rentenedsættelse, også annonceret endnu et likviditetsprogram, omtalt som TLTRO, der har til målsætning at hjælpe banker, som vil låne ud til erhvervslivet, med billig likviditet, samt forlængelse af eksisterende, og mulighed for opstart af yderligere likviditetsprogrammer.

Den øgede geopolitiske uro i blandt andet Ukraine og 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 2,49%, hvilket skal sammenholdes med en 10-årig tysk rente på 0,95%. I Danmark er renten ultimo kvartalet 1,20% – altså noget højere end i Tyskland, men dette skyldes i stor udstrækning skift af såkaldt benchmark-obligation til 1,75% stat 2025.

De faldende renter over kvartalet bidrog til at Pulje 1 - Danske Obligationer har leveret et positivt afkast. For 3. kvartal lyder afkastet på 2,52 pct. (før pensionsafkastskat).

Puljeafkast 2014	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	2,52	2,52%	2,13%	8,06%	8,03%	6,80%

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	24,7
4,5% Danske Stat 2039	15,8
2% BRF 2017	14,8
7% Danske Stat 2024	12,2
3,5% Nykredit 2044	8,9

### 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 2 - Danske Aktier

Ved indgangen til 3. kvartal var de globale markeder rystet af eskaleret uro i flere af verdens brændpunkter, hvilket førte til nogen korrektion efter de markante stigninger i løbet af første halvår. Fokus vendte dog relativt hurtigt tilbage til real-økonomien, og i takt hermed vendte optimismen stille og roligt tilbage. Investeringsappetitten er fortsat stærk med hjælp fra et lavt renteniveau og stærk likviditet. Makrodata har imidlertid budt på blandet læsning. I dette miljø blev den kinesiske online-markedsplads, Alibaba, børsnoteret på en værdi på USD 165 mia. og slog dermed ny rekord.

Det danske aktiemarked har i modsætning til de sidste mange kvartaler klaret sig dårligere end flere internationale aktieindeks. F.eks. er MSCI Nordamerika i kvartalet steget med 8,67% i DKK, og MSCI Europa er steget 0,64% i DKK. Til sammenligning er det danske aktiemarked faldet 1,20%, hvilket bl.a. skyldes at halvårsregnskaberne har været en blandet oplevelse med store kursudsving til følge.

Det bidrog positivt til puljens resultat, at der var en undervægt i TDC og ISS samt overvægt i Pandora, Royal Unibrew og Topdanmark. Til gengæld bidrog det negativt, at puljen var overvægtet i GN Store Nord, OW Bunker og Per Aarsleff samt undervægtet i Sydbank og A.P. Møller-Mærsk.

Pulje 2 – Danske Aktier gav i 3. kvartal et afkast på -0,52 pct. (før pensionsafkastskat).

Puljeafkast 2014	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 aktier	-0,48%	-0,52%	-0,44%	20,78%	20,55%	17,41%

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.
Novo Nordisk	9,7
Coloplast	9,4
Danske Bank	8,9
Pandora	8,5
A. P. Møller-Mærsk	7,0

### 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

Tredje kvartal af 2014 bød ligesom de tidligere kvartaler i år på rentefald i Europa samt en indsnævring af renteforskellen på de korte og de lange renter. Rentefaldet var overraskende, da de økonomiske udsigter, specielt i USA, så pænere ud. I en vis udstrækning var rentefaldet i dette kvartal dog baseret på en flugt fra mere risikofyldte aktiver, som f.eks. aktier, til de mere sikre obligationer, i takt med, at de geopolitiske risici generelt var stigende. Uro i både Ukraine og Mellemøsten var således en medvirkende faktor til de faldende renter.

Udviklingen i de lange renter var absolut ikke identisk på tværs af regionerne. De 10-årige statsrenter faldt godt nok både i USA og i Europa, men rentefaldet var klart mere signifikant i Europa. De korte renter faldt også i Europa, mens de korte renter steg en lille smule i USA. Spændet mellem Danmark og Tyskland var stabilt i kvartalet.

Den generelle risikoappetit på de finansielle markeder faldt ganske markant i tredje kvartal. Der var gode afkast for specielt 3%- og 3,5%-obligationerne grundet disse obligationers lange varighed jf. det kraftige generelle rentefald. Desværre var der en meget negativ udvikling i 5% og 4%'s obligationerne grundet frygt for stigende udtrækninger i takt med, at den nye 2,5% 2047-obligation handlede til ganske høje kurser. Aktuelt er det således attraktivt for mange låntagere at konvertere lån med en kupon over eller på 4%. Dette har generelt påvirket porteføljerne negativt.

En væsentlig forklaring på rentefaldet er, at inflationen, både i Europa og i USA, er kommet ud lavere end forventet. Yderligere lempelser fra den europæiske centralbank, ECB, har naturligvis også hjulpet til rentefaldet. ECB har, udover en rentenedsættelse, også annonceret endnu et likviditetsprogram, omtalt som TLTRO, der har til målsætning at hjælpe banker, som vil låne ud til erhvervslivet, med billig likviditet, samt forlængelse af eksisterende, og mulighed for opstart af yderligere likviditetsprogrammer.

Den øgede geopolitiske uro i blandt andet Ukraine og 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 2,49%, hvilket skal sammenholdes med en 10-årig tysk rente på 0,95%. I Danmark er renten ultimo kvartalet 1,20% – altså noget højere end i Tyskland, men dette skyldes i stor udstrækning skift af såkaldt benchmark-obligation til 1,75% stat 2025.

De faldende renter over kvartalet bidrog til at Pulje 3 - Danske Indeksobligationer har leveret et positivt afkast. For 3. kvartal lyder afkastet på 3,70 pct. (før pensionsafkastskat).

Puljeafkast 2014	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	3,70%	3,70%	3,13%	5,59%	5,59%	4,73%	

  

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	79,1
2,5% Nykredit 2047	10,0
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 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

Tredje kvartal af 2014 bød ligesom de tidligere kvartaler i år på rentefald i Europa samt en indsnævring af renteforskellen på de korte og de lange renter. Rentefaldet var overraskende, da de økonomiske udsigter, specielt i USA, så pænere ud. I en vis udstrækning var rentefaldet i dette kvartal dog baseret på en flugt fra mere risikofyldte aktiver, som f.eks. aktier, til de mere sikre obligationer, i takt med, at de geopolitiske risici generelt var stigende. Uro i både Ukraine og Mellemøsten var således en medvirkende faktor til de faldende renter.

En kraftig styrkelse af dollaren og markant spændvidelse på amerikansk high yield var blandt nøglebegivenhederne på de finansielle markeder i september måned. Tydelig forskel mellem den økonomiske udvikling i USA og Europa betød, at valutakursen langt om længe gav efter, hvilket resulterede i en kraftig dollarstyrkelse på ca. 8% set over hele kvartalet.

De seneste nøgletal fra USA vidner om en økonomi, der fortsat. Det amerikanske opsving har efterhånden bidt sig godt fast, og der er udsigt til et stigende aktivitetsniveau over de kommende seks måneder. De stærke nøgletal øger dog samtidig presset på den amerikanske centralbank for at hæve renterne tidligere, end markedet hidtil har forventet. Den meget lave volatilitet, vi har været vidne til over de seneste to år, har været forankret i de ultra lave korte amerikanske renter og løftet om, at de vil forblive lave i lang tid. Fortsætter de gode amerikanske nøgletal, bliver der øget usikkerhed omkring de korte renter, og derved påvirkes volatiliteten på de finansielle markeder. Vi forventer således, at udsvingene på de finansielle markeder vil være voksende i takt med, at pengepolitikken i USA normaliseres.

At europæisk økonomi står i stampe blev yderligere klart i den forgangne måned. De toneangivende økonomiske nøgletal, PMI, for eurozonen fortsatte den nedadgående tendens, og signalerede dermed, at det europæiske opsving er meget tæt på at gå i stå. Samme konklusion drages fra de øvrige europæiske nøgletal, og dampen synes således endegyldigt at være gået af kedlerne i Europa. De dystre makronøgletal er dog allerede afspejlet i forventningerne i markedet. Delvis hjulpet af en svagere euro er analytikernes indtjeningsforventninger således siden starten af august begyndt at blive oprevideret. Det er første gang i lang tid, at vi har set positive revideringer, og det vidner om, at den svage aktuelle økonomiske situation allerede er inddiskonteret af markedet, som nu kigger fremad. Ikke overraskende har der historisk været en god korrelation mellem oprevideringer af indtjeningsestimaterne og realiserede aktieafkast, så hvis tendensen ellers holder, er det ganske positivt for europæiske aktier.

Målt over kvartalet leverede aktier et afkast på 5,88% målt ved MSCI World i DKK. Obligationer gav positive afkast i kvartalet, målt ved Nykredits Realkredit indeks på 1%.

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

I absolutte termer gav Pulje 4 - Mixpulje et afkast i tredje kvartal på 1,77 pct. (før pensionsafkastskat).

Puljeafkast 2014	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	1,78%	1,77%	1,50%	9,50%	9,42%	7,98%

  

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	15,7
SEBinvest Nordamerika Indeks	14,7
SEBinvest Danske Aktier	11,7
3% Realkredit Danmark SDRO 2044	8,7
SEBinvest US HY (Columbia)	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 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 Bankens.

## Pulje 5 - Internationale Aktier

Tredje kvartal af 2014 bød ligesom de tidligere kvartaler i år på rentefald i Europa samt en indsnævring af renteforskellen på de korte og de lange renter. Rentefaldet var overraskende, da de økonomiske udsigter, specielt i USA, så pænere ud. I en vis udstrækning var rentefaldet i dette kvartal dog baseret på en flugt fra mere risikofyldte aktiver, som f.eks. aktier, til de mere sikre obligationer, i takt med, at de geopolitiske risici generelt var stigende. Uro i både Ukraine og Mellemøsten var således en medvirkende faktor til de faldende renter.

En kraftig styrkelse af dollaren og markant spændvidelse på amerikansk high yield var blandt nøglebegivenhederne på de finansielle markeder i september måned. Tydelig divergens mellem den økonomiske udvikling i USA og Europa betød, at valutakursen langt om længe gav efter, hvilket resulterede i en kraftig dollarstyrkelse på ca. 8% set over hele kvartalet.

De seneste nøgletal fra USA vidner om en økonomi, der fortsat accelererer og vinder momentum. Det amerikanske opsving har efterhånden bidt sig godt fast, og der er udsigt til et stigende aktivitetsniveau over de kommende seks måneder. De stærke nøgletal øger dog samtidig presset på den amerikanske centralbank for at hæve renterne tidligere, end markedet hidtil har forventet. Den meget lave volatilitet, vi har været vidne til over de seneste to år, har været forankret i de ultralave korte amerikanske renter og løftet om, at de vil forblive lave i lang tid. Fortsætter de gode amerikanske nøgletal, bliver der øget usikkerhed omkring de korte renter, og derved påvirkes volatiliteten på de finansielle markeder. Vi forventer således, at udsvingene på de finansielle markeder vil være voksende i takt med, at pengepolitikken i USA normaliseres.

At europæisk økonomi står i stampe blev yderligere klart i den forgangne måned. De toneangivende PMI nøgletal for eurozonen fortsatte den nedadgående tendens, og signalerede dermed, at det europæiske opsving er meget tæt på at gå i stå. Samme konklusion drages fra de øvrige europæiske nøgletal, og dampen synes således endegyldigt at være gået af kedlerne i Europa. De dystre makronøgletal er dog allerede afspejlet i forventningerne i markedet. Delvis hjulpet af en svagere euro er analytikernes indtjeningsforventninger således siden starten af august begyndt at blive oprevideret. Det er første gang i lang tid, at vi har set positive revideringer, og det vidner om, at den svage aktuelle økonomiske situation allerede er inddiskonteret af markedet, som nu kigger fremad. Ikke overraskende har der historisk været en god korrelation mellem oprevideringer af indtjeningsestimaterne og realiserede aktieafkast, så hvis tendensen ellers holder, er det ganske positivt for europæiske aktier.

Målt over kvartalet leverede aktier et afkast på 5,88% målt ved MSCI World i DKK. Puljen har været allokeret med en overvægt til Europa Small Cap og Emerging Markets mens amerikanske aktier har været undervægtet.

Pulje 5 – Internationale Aktier gav i tredje kvartal af 2014 et afkast på 4,86 pct. (før pensionsafkastskat).

Puljeafkast 2014	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
Internationale aktier	4,86%	4,86%	4,11%	13,01%	13,01%	11,02%

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	54,6
SEBinvest Europa Small Cap	22,7
SEBinvest Japan Hybrid (DIAM)	12,4
SEBinvest Europa Højt Udbytte	9,4

### 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

Tredje kvartal af 2014 bød ligesom de tidligere kvartaler i år på rentefald i Europa samt en indsnævring af renteforskellen på de korte og de lange renter. Rentefaldet var overraskende, da de økonomiske udsigter, specielt i USA, så pænere ud. I en vis udstrækning var rentefaldet i dette kvartal dog baseret på en flugt fra mere risikofyldte aktiver, som f.eks. aktier, til de mere sikre obligationer, i takt med, at de geopolitiske risici generelt var stigende. Uro i både Ukraine og Mellemøsten var således en medvirkende faktor til de faldende renter.

Udviklingen i de lange renter var absolut ikke identisk på tværs af regionerne. De 10-årige statsrenter faldt godt nok både i USA og i Europa, men rentefaldet var klart mere signifikant i Europa. De korte renter faldt også i Europa, mens de korte renter steg en lille smule i USA. Spændet mellem Danmark og Tyskland var stabilt i kvartalet.

Den generelle risikoappetit på de finansielle markeder faldt ganske markant i tredje kvartal. Der var gode afkast for specielt 3%- og 3,5%-obligationerne grundet disse obligationers lange varighed jf. det kraftige generelle rentefald. Desværre var der en meget negativ udvikling i 5% og 4%'s obligationerne grundet frygt for stigende udtrækninger i takt med, at den nye 2,5% 2047-obligation handlede til ganske høje kurser. Aktuelt er det således attraktivt for mange låntagere at konvertere lån med en kupon over eller på 4%. Dette har generelt påvirket porteføljerne negativt.

En væsentlig forklaring på rentefaldet er, at inflationen, både i Europa og i USA, er kommet ud lavere end forventet. Yderligere lempelser fra den europæiske centralbank, ECB, har naturligvis også hjulpet til rentefaldet. ECB har, udover en rentenedsættelse, også annonceret endnu et likviditetsprogram, omtalt som TLTRO, der har til målsætning at hjælpe banker, som vil låne ud til erhvervslivet, med billig likviditet, samt forlængelse af eksisterende, og mulighed for opstart af yderligere likviditetsprogrammer.

Den øgede geopolitiske uro i blandt andet Ukraine og 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 2,49%, hvilket skal sammenholdes med en 10-årig tysk rente på 0,95%. I Danmark er renten ultimo kvartalet 1,20% – altså noget højere end i Tyskland, men dette skyldes i stor udstrækning skift af såkaldt benchmark-obligation til 1,75% stat 2025.

De faldende renter over kvartalet bidrog til at Pulje 7 - Korte Obligationer har leveret et positivt afkast. For 3. kvartal lyder afkastet på 0,15 pct. (før pensionsafkastskat).

Puljeafkast 2014	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	0,16%	0,15%	0,13%	1,82%	1,77%	1,50%

  

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	20,8
2% Realkredit Danmark 2017	15,6
4% Nordea SDRO 2016	13,9
3,5% Nykredit SDO 2044	9,0
Variabel Realkredit Danmark 2015	8,9

### 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 Bankens.