

#### INDHOLD

Forsideartikel.....	side 1
Markedskommentar .....	side 2
Gruppe 1.....	side 4
Gruppe 2.....	side 5
Gruppe 3.....	side 6
Gruppe 4.....	side 7
Puljeafkast.....	side 8

## Politik har potentielt stor betydning for udviklingen på finansmarkederne

Lars Hackenberg  
Kapitalforvaltning

Politiske begivenheder har haft stor betydning for udviklingen på de finansielle markeder siden medio 2016. Det ventes også at være tilfældet i den resterende del af 2016 og ind i 2017. Politiske begivenheder kan have stor indflydelse på, hvordan ens pensionsopsparing udvikler sig.

Først var det den britiske folkeafstemning om briternes medlemskab af EU, der som bekendt endte med det såkaldte Brexit. Resultatet medførte betydelige kursfald på aktiemarkederne i Europa. Helt som ventet faldt engelske aktier mest, og det engelske pund blev svækket markant. Siden har aktiemarkederne dog rettet sig igen, selvom ingen endnu ved, hvad en britisk udmeldelse af EU kommer til at betyde i praksis, og hvornår en udmeldelse vil træde i kraft.

Næste politiske begivenhed, der kan få indflydelse på de finansielle markeder, er det amerikanske præsidentvalg d. 8. november. Her står valget mellem det kendte og det ukendte. Det kendte i skikkelse af det demokratiske partis kandidat Hillary Clinton. Hun har været i politik gennem en årrække og er vant til at agere i det politiske system. Det ukendte i form af republikanernes kandidat Donald Trump, der ikke har nogen politisk baggrund.

De finansielle markeder foretrækker sikkerhed fremfor usikkerhed. Det må derfor forventes, at reaktionen på finansmarkederne vil være overvejende positiv i tilfældet af en sejr til Hillary Clinton. Der er samtidig valg til Kongressen. Udfaldet af dette valg kan påvirke den kommende præsidents mulighed for at få gennemført den ønskede politik.

I december er det så italienernes tur til at gå til valgurnerne. Nærmere bestemt skal italienerne d. 4. december stemme om en forfatningsændring, der hvis den gennemføres, skal forsimple den politiske proces, så det bliver nemmere at gennemføre nødvendige reformer. Den italienske regeringsleder Renzi har truet med at træde tilbage og udskrive nyvalg, hvis forfatningsændringen ikke vedtages. Det åbner mulighed for, at partiet "Bevægelsen 5 Stjerner" kan overtage regeringsmagten. "Bevægelsen 5 Stjerner" ønsker en folkeafstemning om Italiens medlemskab af Eurosamrådet. Altså endnu en potentiel folkeafstemning, der kan skabe usikkerhed på de finansielle markeder.

I 2017 er der endvidere præsidentvalg i Frankrig og valg til Forbundsdagen i Tyskland.



Det er vigtigt at påpege, at disse valg ikke nødvendigvis skaber usikkerhed. De kan lige så vel afklare en række bekymringer, der hviler over finansmarkederne, og dermed skabe en vis optimisme. Valgresultater er ofte uforudsigelige. Spar Nord Bank har dog valgt, at reagere proaktivt i forhold til de usikkerhedsfaktorer, der potentielt kan påvirke udviklingen på finansmarkederne. Det er helt specifikt sket ved at nedbringe andelen af aktier i Spar Nord's puljer. Vi har således i øjeblikket en fordeling mellem aktier og obligationer, svarende til de enkelte gruppers risikoprofil. Spar Nord Banks udgangspunkt er fortsat en forsigtig optimisme med hensyn til udviklingen på de finansielle markeder. De seneste tiltag skal blot ses som et ønske om at nedbringe risiciene i puljens investeringer.

# Markedskommentar 3. kvartal 2016

## POSITIVE AFKAST I 3. KVARTAL

Af chefanalytiker Martin Lundholm, [mlu@sparnord.dk](mailto:mlu@sparnord.dk), tlf. 96 34 40 55

- Fed og ECB holdt renterne i ro i 3. kvartal. I USA skyldes det usikkerhed om væksten, mens det i EU skyldes en naturlig pause efter de store tiltag i marts 2016, og at væksten i EU trods alt er stabil, selv om den er for lav.
- Aktiemarkedene klarede sig generelt pænt igennem 3. kvartal med små plusser. Trods store kursfald for Novo Nordisk blev det samlede resultat for danske aktier i tredje kvartal et lille plus.
- De lange renter nåede i mange lande nye rekordlave niveauer i begyndelsen af juli og det gav generelt et plus rent afkastmæssigt på obligationsmarkedene. Yderligere fald i rentespænd betød desuden høje afkast på virksomhedsobligationer.
- Det er fortsat vores hovedscenarion, at det globale opsving vil fortsætte. Men usikkerheden omkring styrken af opsvinget er taget til.

## MAKROØKONOMI

Det britiske nej til fortsat medlemskab af EU (Brexit) prægede starten på 3. kvartal. Efter det umiddelbare chok genvandt såvel finansmarkedene som det politiske system fatningen. Det blev åbenlyst, at der vil komme til at gå en rum tid, før Brexit for alvor bliver virkelighed, da der ikke lå nogen køreplan fra engelsk side. Det ser i skrivende stund ud til, at processen vil starte til marts næste år, og at Storbritannien forlader EU to år efter.

Den amerikanske centralbank (Fed) indikerede ved slutning af 2015, at man i 2016 ville hæve renten 4 gange. Indtil nu har Fed ikke rørt renten i år, men har flere gange lagt op til, at de ville hæve den. Senest indikerede de på september-mødet, at renten kan blive hævet til december. Det, der driller Fed, er at sigtbarheden i den amerikanske økonomi er blevet meget dårlig. Aktivitetsbarometrene har været støt faldende, som det fremgår af figur 1, men ligger trods alt fortsat over 50, hvilket indikerer vækst. Dette til trods for at både renten og olieprisen er lav (for godt 2 år siden lå olieprisen omkring 115 USD pr. tønde og ligger nu omkring 50 USD pr. tønde). Arbejdsløsheden er kommet ned under 5 pct., men uden det har medført væsentligt lønpres, hvilket er overraskende. Endelig er investeringsaktiviteten lav og produktivitetsudviklingen ringe, hvilket også er udfordrende.

Vækstmæssigt går det grundlæggende ikke bedre i Europa, men til forskel fra USA, har udviklingen været stabil på et moderat lavt niveau, mens udviklingen i USA har skuffet og vækstprognoserne er blevet nedjusteret. Faktisk opjusterede IMF i juli vækstsøkneden for EU for 2016 fra 1,5 pct. til 1,6 pct. – dette til trods for, at IMF sænkede søkneden for den globale vækst. Rusland og Brasilien fik også pæne ord med på vejen fra IMF, der vurderer, at det værste er overstået for de to store lande.

Den Europæiske Centralbank (ECB) holdt i 3. kvartal rentepolitikken uændret efter de store lempelser i marts 2016. Mange havde forventet, at ECB på september-mødet ville have forlænget opkøbsprogrammet, der i dag er udset til at stoppe i marts 2017. Men da programmet allerede er udråbt til at fortsætte, indtil man har nået de ønskede resultater på inflationen, anser vi det mere som en formsag end et egentligt pengepolitisk tiltag at forlænge opkøbene.

I Kina ser myndighedernes tiltag for at understøtte væksten ud til at have båret frugt. Det ses på aktivitetsindekset i figur 1, men også i de øvrige økonomiske nøgletal der kommer. Det tegner til, at målsætningen fra regeringens side om en vækst på 6,5-7 pct. i 2016 kommer til at holde.

## AKTIER

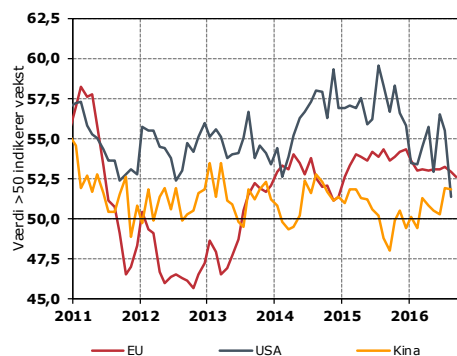
Aktiemarkedene klarede sig generelt godt igennem 3. kvartal med positive afkast, som det fremgår af tabel 1. Verdensindekset steg således med 3,0 pct. i 3. kvartal målt i DKK.

Europæiske aktier steg med hele 3,6 pct. i 3. kvartal til trods for, at bankaktierne havde det svært i september. USA truer med at tildele Deutsche Bank en bøde på 14 mia. USD for dens rolle i sub-prime krisen, hvilket i givet fald vil være et meget alvorligt slag for Deutsche

### AKTIEBEHOLDNINGEN I GRUPPE 1-4 I PROCENT, FORDELT PÅ LANDE.

USA	37,23%
Danmark	37,15%
Frankrig	7,11%
Schweiz	6,42%
Japan	5,61%
Norge	4,81%
Kina	1,64%
Holland	0,04%

FIG. 1: AKTIVITETSBAROMETRE  
EUROZONEN, USA OG KINA



Kilde: Datastream og Markit

Bank og potentielt destabiliserende for hele den europæiske banksektor. Trods stigningerne i 3. kvartal har europæiske aktier samlet set givet et negativt afkast hen over årets 9 første måneder, jf. figur 2.

Amerikanske aktier (S&P 500) har derimod givet et positivt afkast i både 3. kvartal og år-til-dato målt i DKK. Dollaren er svækket i perioden, men aktiekursstigningerne har overtrumpet faldet i valutakursen.

På sektorniveau klarede IT, materialer og finans sig bedst globalt set, mens forsyning, telecom og stabilt forbrug klarede sig dårligst i 3. kvartal.

Danske aktier klarede sig relativt set knap så godt i 3. kvartal, hvilket i høj grad skyldes, at Novo tabte hele 23,1 pct., samt at Pandora tabte 11,7 pct. og Novozymes tabte 8,8 pct. Alligevel endte de største aktier (OMXC20 CAP) med et plus på 0,7 pct. Det skyldes bl.a. store stigninger i finansaktierne (17-22 pct.) samt Vestas (20,6 pct.)

## OBLIGATIONER

De lange renter fortsatte med at falde i begyndelsen af 3. kvartal som følge af det overraskende nej til EU fra briterne sidst i juni. Få dage inde i juli nåede de lange renter i både Tyskland og USA nye historiske bund-rekorder. I Europa holdt de lange renter nogenlunde niveauet resten af kvartalet, mens de i USA steg godt 0,10 pct.-point, som det fremgår af figur 3.

De danske realkreditobligationer var begunstiget af stor efterspørgsel og klarede sig relativt godt. Vi så blandt andet nye, store udenlandske investorer købe op i danske realkreditobligationer. Det betød, at realkreditobligationer målt ved Nykredits Realkreditindeks, gav et afkast på 1,3 pct. i 3. kvartal, mens danske statsobligationer gav et afkast på 0,1 pct., jf. tabel 1.

De europæiske obligationer har også i 3. kvartal været begunstiget af ECB's opkøbsprogram i både statsobligationer og virksomhedsobligationer. Statsobligationerne gav i 3. kvartal et afkast på 0,6 pct.

Faldende renter og kreditspænd - bl.a. som følge af ECB's opkøb - medførte kursstigninger på europæiske virksomhedsobligationer endnu en gang og resulterede i særdeles gode afkast både i 3. kvartal og år til dato. I 3. kvartal leverede virksomhedsobligationer med den højeste kredit-rating (Investment Grade - IG) således 2,0 pct. i afkast, mens virksomhedsobligationer med den laveste kredit-rating (High Yield - HY) gav 3,6 pct. i afkast.

## FORVENTNINGER

Det globale opsving er i løbet af 2016 gået ned i gear primært som følge af lavere amerikansk vækst. Det er fortsat vores hovedscenarier, at det globale opsving fortsætter, men usikkerheden omkring styrken af opsvinget er øget.

Vi forventer, at pengepolitikken forbliver ekstremt lempelig på global plan.

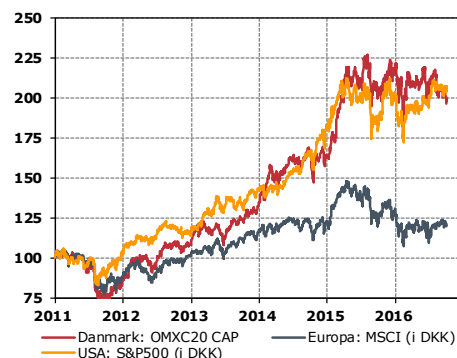
Det er vores vurdering, at den politiske risiko er højere end normalt, men dog fortsat håndterbar. Usikkerheden er blandt andet knyttet til gennemførelse af Brexit, præsidentvalget i USA, folkeafstemning omkring forfatningsreformer i Italien og endelig et truende valg i Spanien, alt sammen over det næste halve år.

De lange statsrenter forventes at forblive stort set uændrede over de kommende 3-6 måneder på trods af, at vækst- og inflationsudsigter tilsiger højere lange statsrenter. Det absolutte afkastpotentiale er dog meget begrænset, og risikoen for kraftige rentestigninger skal ikke undervurderes.

Virksomhedsobligationer er i et historisk perspektiv nogenlunde fair prisfastsat relativt til statsobligationer. Det absolutte afkastpotentiale er dog meget begrænset. ECB's opkøbsprogram for virksomhedsobligationer forventes at understøtte europæiske virksomhedsobligationer fremadrettet. Vi forventer stort set uændrede europæiske kreditspænd.

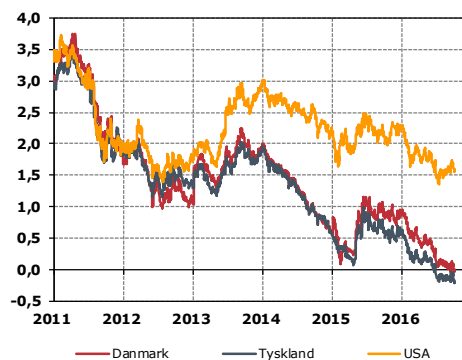
Aktier er fortsat attraktivt prisfastsat relativt til både stats- og virksomhedsobligationer. Absolut set er prisfastsættelsen af aktier fair til en smule dyr, men der er ingen tegn på en aktieboble. Analytikernes indtjeningsforventninger er dog stadig for optimistiske, men den moderate aktieoptur forventes i vores hovedscenarier at fortsætte de næste 3-6 måneder.

FIG. 2: AKTIEMARKEDERNE I USA, EUROPA OG DANMARK. 01.01.2011 = 100



Kilde: Datastream

FIG. 3: RENTEN PÅ 10-ÅRIG STATS OBLIGATIONER



Kilde: Datastream

TABEL 1: UDVALGTE MARKEDSAFKAST I DKK

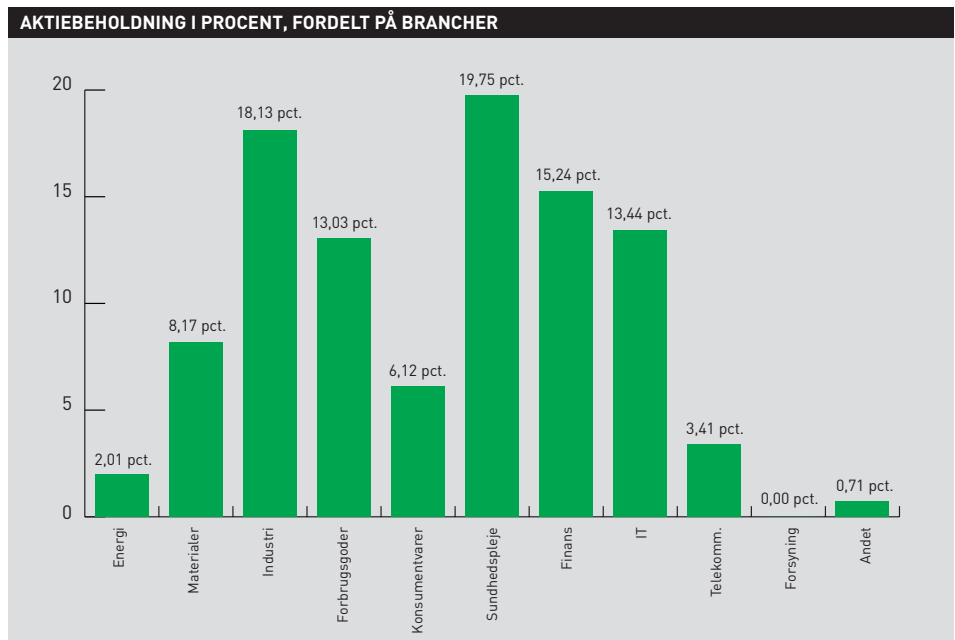
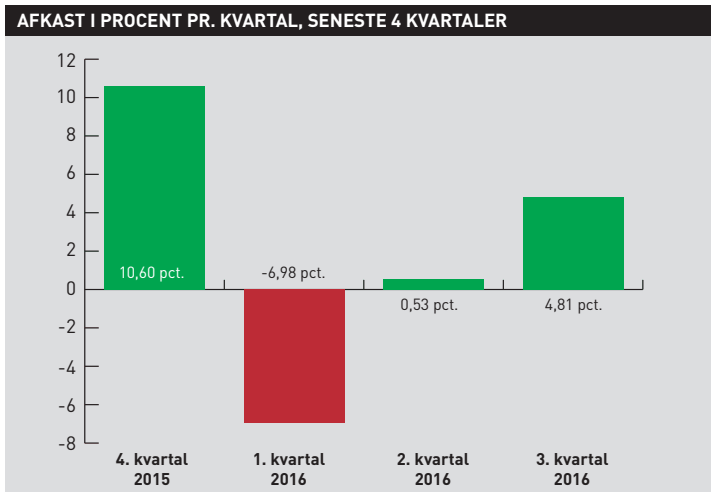
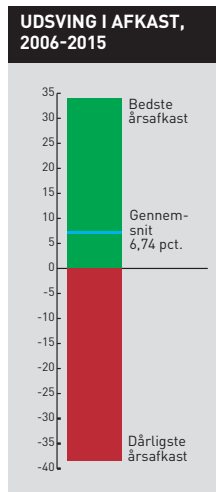
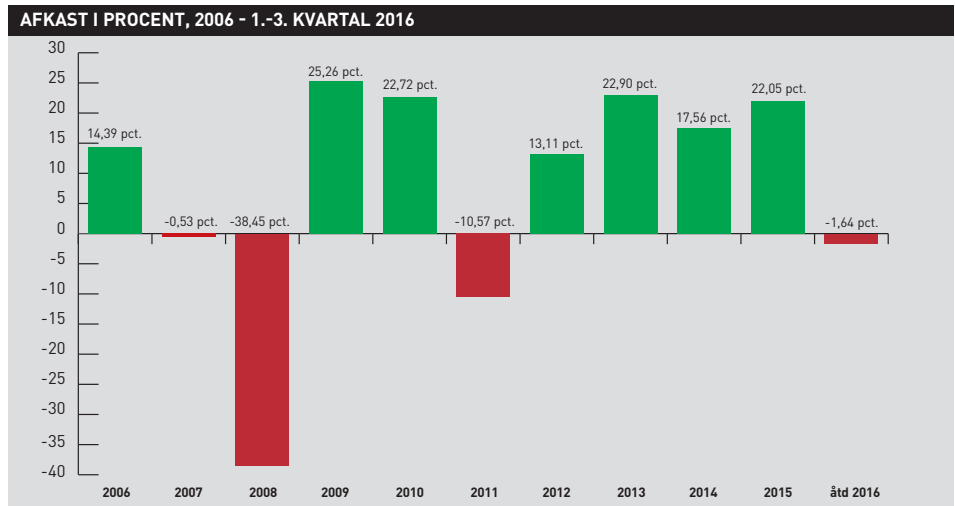
Land	Indeks	1.-3. kvrt. 2016	3. kvrt. 2016
<b>Aktier</b>			
Danmark	OMXC20 CAP	-2,3%	0,7%
Danmark	KAXCAP	1,7%	3,3%
Europa	MSCI Europe	-6,0%	3,6%
USA	S&P 500	2,4%	2,0%
Verden	MSCI World	0,2%	3,0%
<b>Obligationer</b>			
Danmark	Statsobl. (EFFAS 1-10)	4,0%	0,1%
Danmark	Realkredit (Nykredit)	5,1%	1,3%
Europa	Statsobl. (EFFAS)	6,1%	0,6%
Europa	Investment Grade (ML)	5,9%	2,0%
Europa	High Yield (ML)	6,9%	3,6%

Kilde: Bloomberg og BofAMerrillLynch

Porteføljen gav i 3. kvartal 2016 et afkast på 4,81 pct., hvilket er højere end den generelle markedsudvikling. For de første 3 kvartaler af 2016 har afkastet været på -1,64 pct. hvilket er lavere end den generelle markedsudvikling. Porteføljens aktier og obligationer har bidraget positivt i 3. kvartal 2016. Porteføljens obligationer

har i de første 3 kvartaler af 2016 bidraget positivt til afkastet, mens aktierne har bidraget negativt til afkastet. Aktiv allokeringen, overvægt af aktier på bekostning af obligationer, har bidraget negativt til porteføljens samlede afkast for de første 3 kvartaler af 2016.

Neutral investeringsstrategi



Danske aktier: 5 største positioner (i procent af danske aktier)

Selskab	Andel
Genmab	11,70%
Vestas Wind Systems	10,90%
Pandora	9,50%
Novo Nordisk B	7,00%
Dsv	5,90%

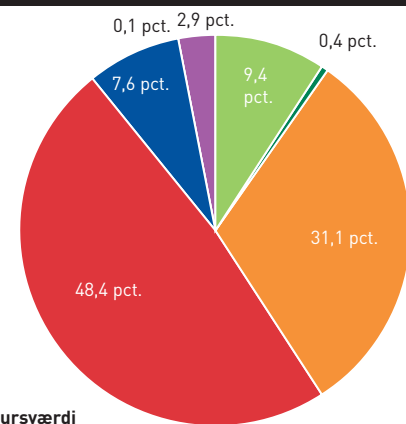
Udenlandske aktier: 5 største positioner (i procent af udenlandske aktier)

Selskab	Andel
Syngenta N 3L	6,40%
Storebrand Ord.	5,40%
Renault Sa	5,10%
Western Digital Corp	5,10%
Apple Inc	5,10%

Obligationer: 3 største positioner (i procent af obligationer)

Obligation	Andel
1% Nykredit jan 2021	37,50%
1% RD apr 2020	13,50%
2,5% RD 2034	10,90%

AKTIVSAMMENSÆTNING



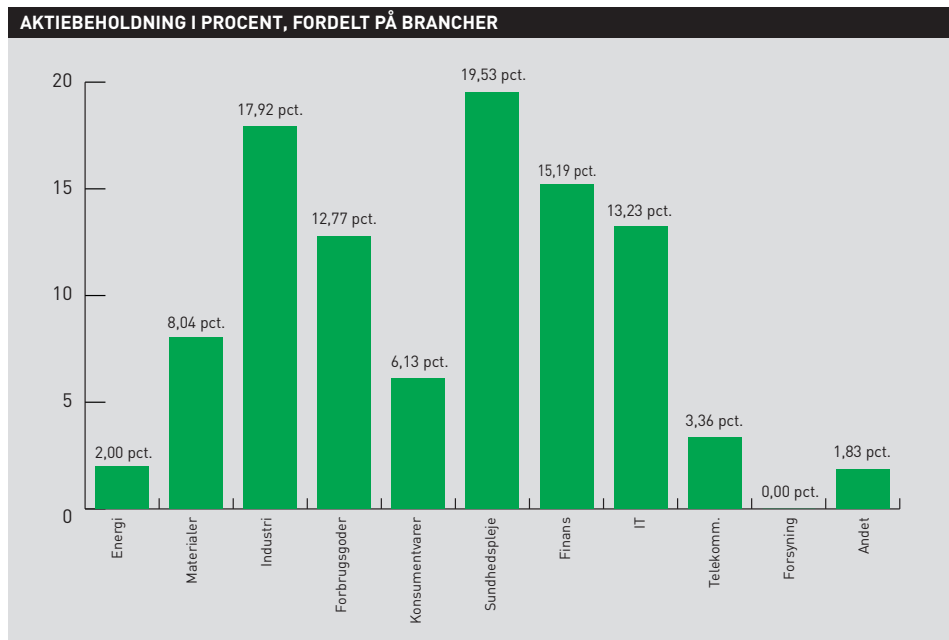
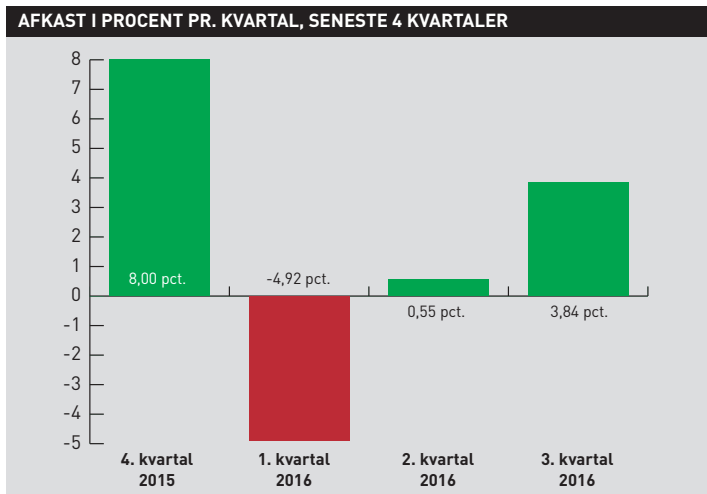
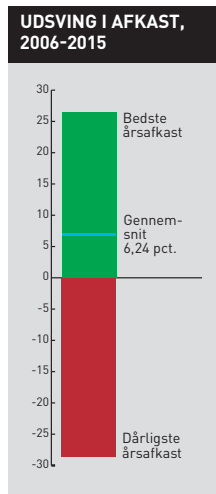
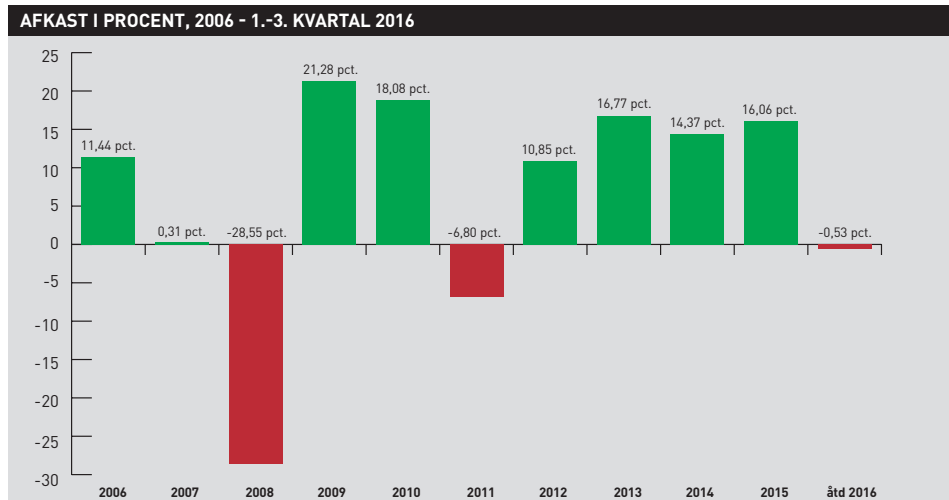
Kursværdi i mio. kr.

Danske obligationer (183,7)	Kontant (148,7)
Udenlandske obligationer (8,2)	Aftaleindlån (0,0)
Indeksobligationer (0,0)	Øvrige aktiver (2,1)
Danske aktier (607,6)	Andele i investeringsforeninger (56,7)
Udenlandske aktier (944,1)	

Porteføljen gav i 3. kvartal 2016 et afkast på 3,84 pct., hvilket er højere end den generelle markedsudvikling. For de første 3 kvartaler af 2016 har afkastet været på -0,53 pct. hvilket er lavere end den generelle markedsudvikling. Porteføljens aktier og obligationer har bidraget positivt i 3. kvartal 2016. Porteføljens obligationer

har i de første 3 kvartaler af 2016 bidraget positivt til afkastet, mens aktierne har bidraget negativt til afkastet. Aktiv allokeringen, overvægt af aktier på bekostning af obligationer, har bidraget negativt til porteføljens samlede afkast for de første 3 kvartaler af 2016.

Neutral investeringsstrategi



**Danske aktier: 5 største positioner (i procent af danske aktier)**

Selskab	Andel
Genmab	11,50%
Vestas Wind Systems	10,50%
Pandora	9,20%
Novo Nordisk B	6,80%
Dsv	5,80%

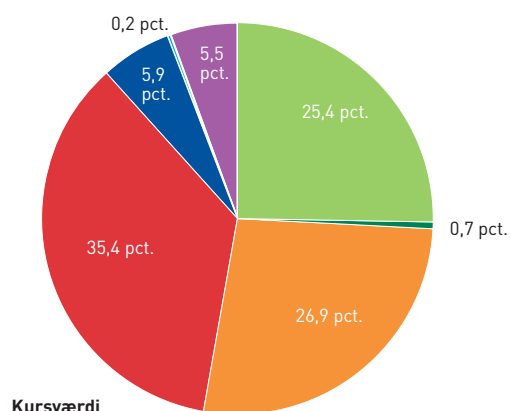
**Udenlandske aktier: 5 største positioner (i procent af udenlandske aktier)**

Selskab	Andel
Syngenta N 3L	6,40%
Storebrand Ord.	5,40%
Renault Sa	5,10%
Western Digital Corp	5,10%
Apple Inc	5,10%

**Obligationer: 3 største positioner (i procent af obligationer)**

Obligation	Andel
1% Nykredit jan 2021	28,40%
1% Nykredit okt 2020	19,50%
1% RD apr 2020	15,70%

AKTIVSAMMENSÆTNING



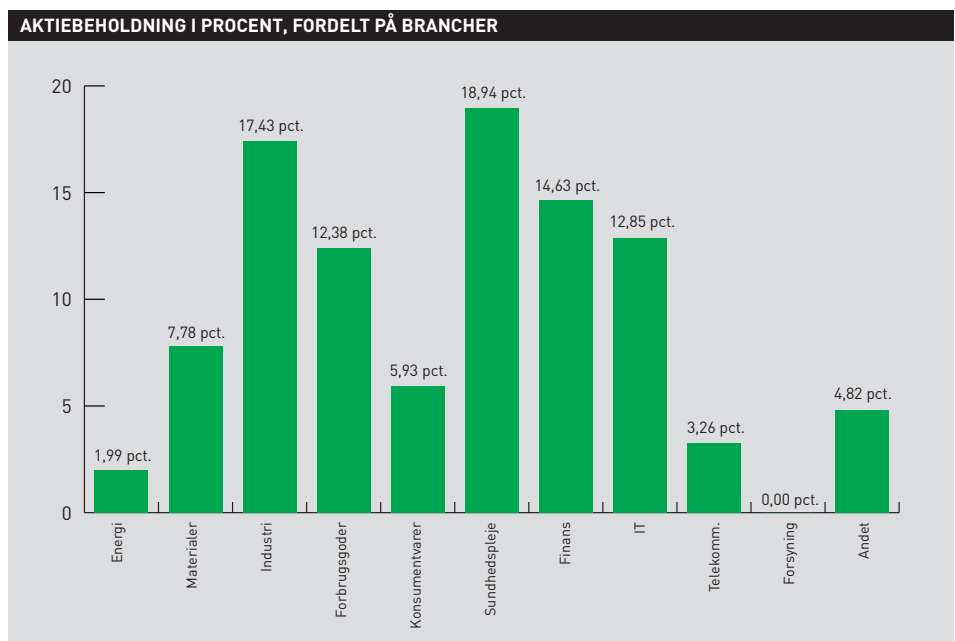
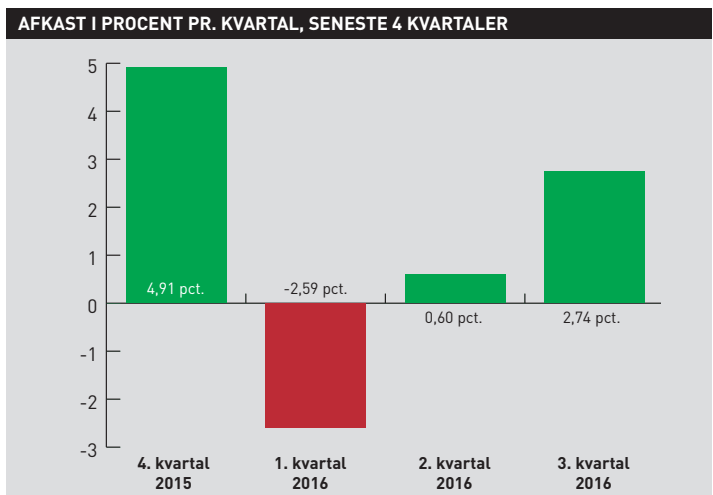
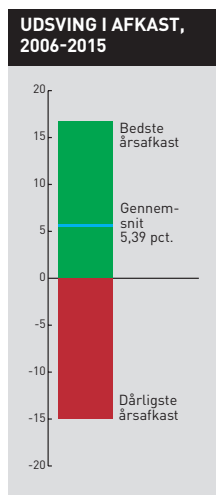
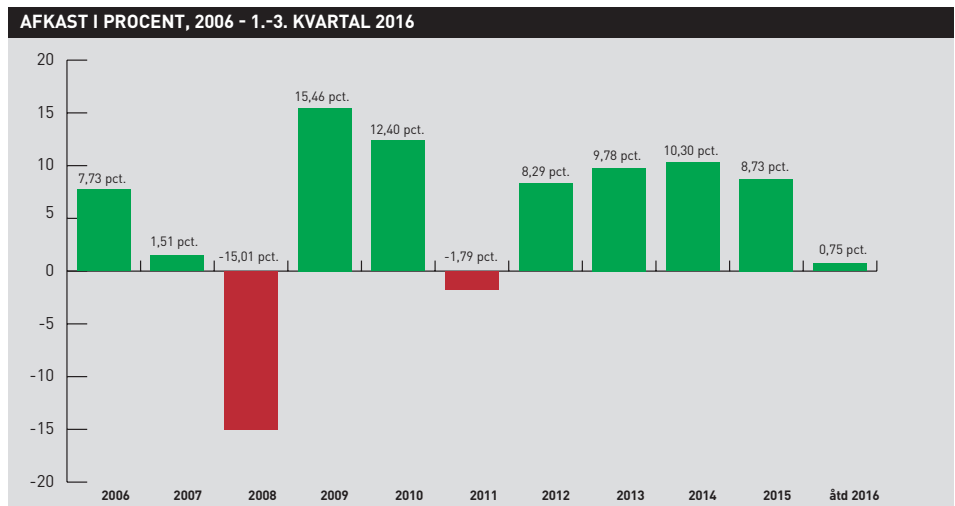
**Kursværdi i mio. kr.**

Danske obligationer (908,1)	Kontant (209,1)
Udenlandske obligationer (26,0)	Aftaleindlån (0,0)
Indeksobligationer (0,0)	Øvrige aktiver (7,6)
Danske aktier (960,2)	Andele i investeringsforeninger (196,4)
Udenlandske aktier (1.263,6)	

Porteføljen gav i 3. kvartal 2016 et afkast på 2,74 pct., hvilket er højere end den generelle markedsudvikling. For de første 3 kvartaler af 2016 har afkastet været på 0,75 pct. hvilket er lavere end den generelle markedsudvikling. Porteføljens aktier og obligationer har bidraget positivt i 3. kvartal 2016. Porteføljens obligationer

har i de første 3 kvartaler af 2016 bidraget positivt til afkastet, mens aktierne har bidraget negativt til afkastet. Aktiv allokeringen, overvægt af aktier på bekostning af obligationer, har bidraget negativt til porteføljens samlede afkast for de første 3 kvartaler af 2016.

Neutral investeringsstrategi



**Danske aktier: 5 største positioner (i procent af danske aktier)**

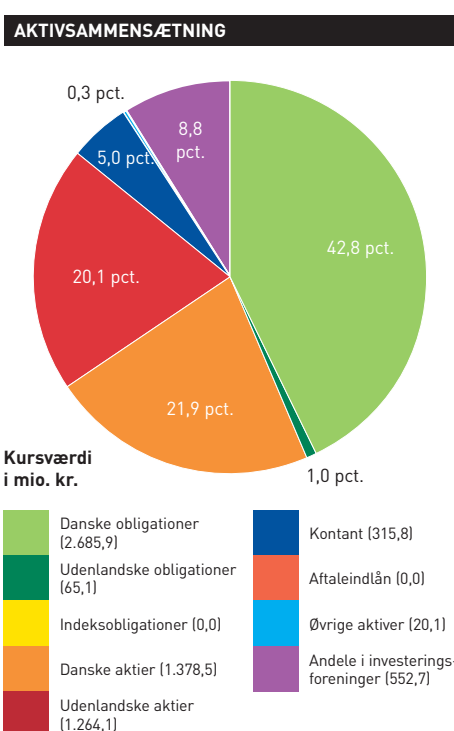
Selskab	Andel
Genmab	10,70%
Vestas Wind Systems	9,70%
Pandora	8,40%
Novo Nordisk B	6,30%
Dsv	5,50%

**Udenlandske aktier: 5 største positioner (i procent af udenlandske aktier)**

Selskab	Andel
Syngenta N 3L	6,40%
Storebrand Ord.	5,40%
Renault Sa	5,10%
Western Digital Corp	5,10%
Apple Inc	5,10%

**Obligationer: 3 største positioner (i procent af obligationer)**

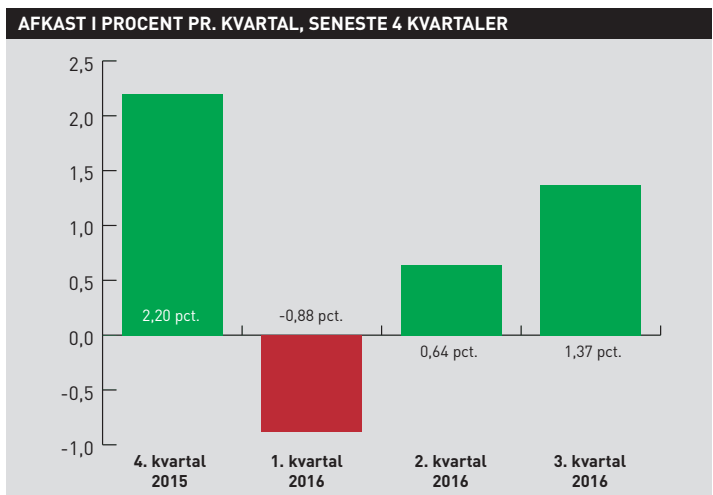
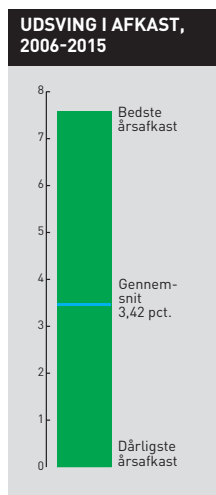
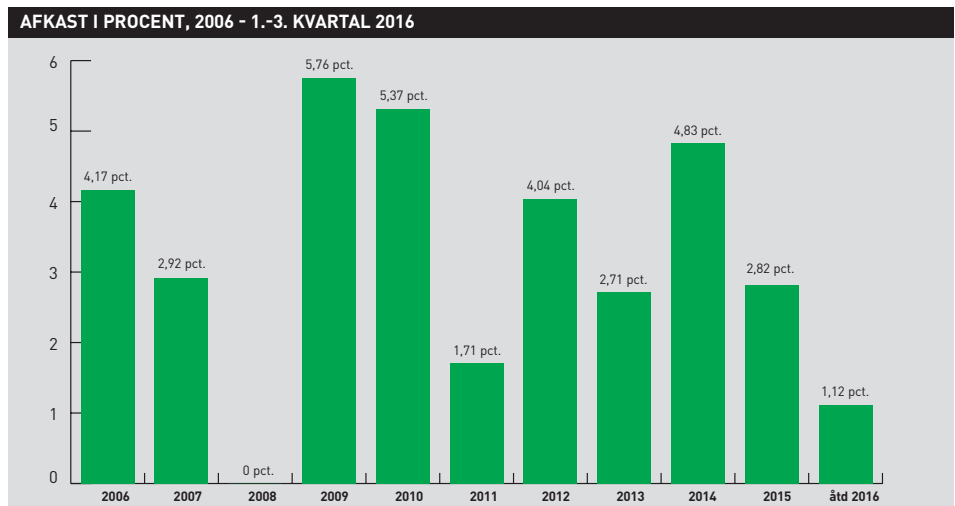
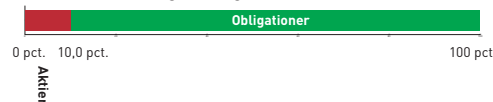
Obligation	Andel
1% Nykredit jan 2021	26,40%
1% Nykredit okt 2020	20,10%
1% RD apr 2020	19,60%



Porteføljen gav i 3. kvartal 2016 et afkast på 1,37 pct., hvilket er højere end den generelle markedsudvikling. For de første 3 kvartaler af 2016 har afkastet været på 1,12 pct. hvilket er lavere end den generelle markedsudvikling. Porteføljens aktier og obligationer har bidraget positivt i 3. kvartal 2016. Porteføljens obligationer

har i de første 3 kvartaler af 2016 bidraget positivt til afkastet, mens aktierne har bidraget negativt til afkastet. Aktiv allokeringen, overvægt af aktier på bekostning af obligationer, har bidraget negativt til porteføljens samlede afkast for de første 3 kvartaler af 2016.

Neutral investeringsstrategi



**Danske aktier: 5 største positioner (i procent af danske aktier)**

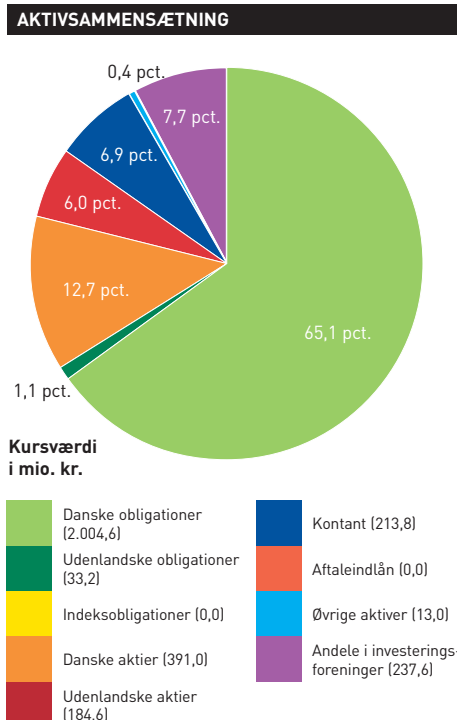
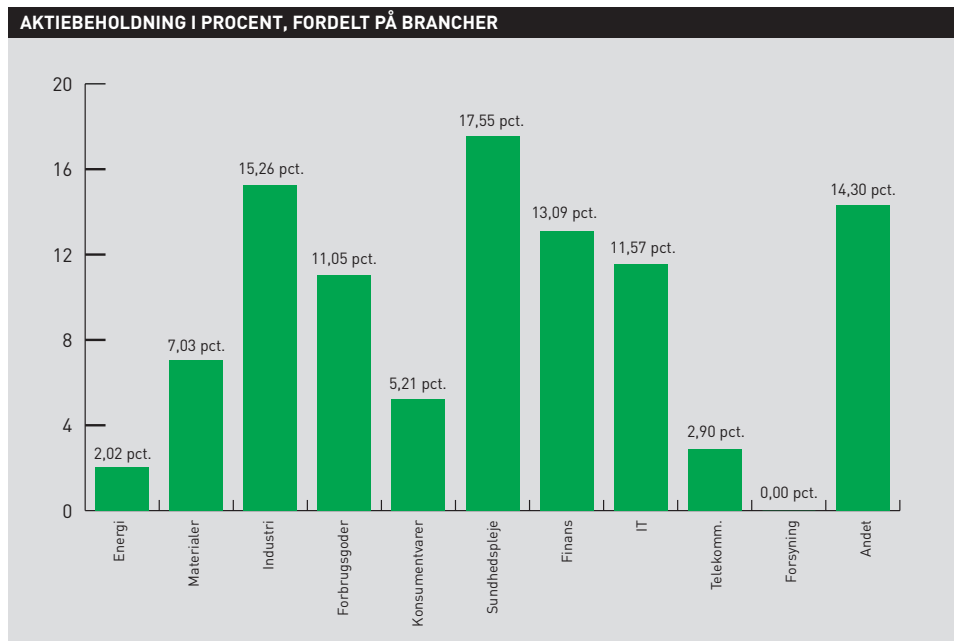
Selskab	Andel
Genmab	3,40%
Vestas Wind Systems	2,90%
Pandora	2,50%
Novo Nordisk B	1,90%
Dsv	1,60%

**Udenlandske aktier: 5 største positioner (i procent af udenlandske aktier)**

Selskab	Andel
Syngenta N 3L	6,40%
Storebrand Ord.	5,40%
Renault Sa	5,10%
Apple Inc	5,10%
Western Digital Corp	5,10%

**Obligationer: 3 største positioner (i procent af obligationer)**

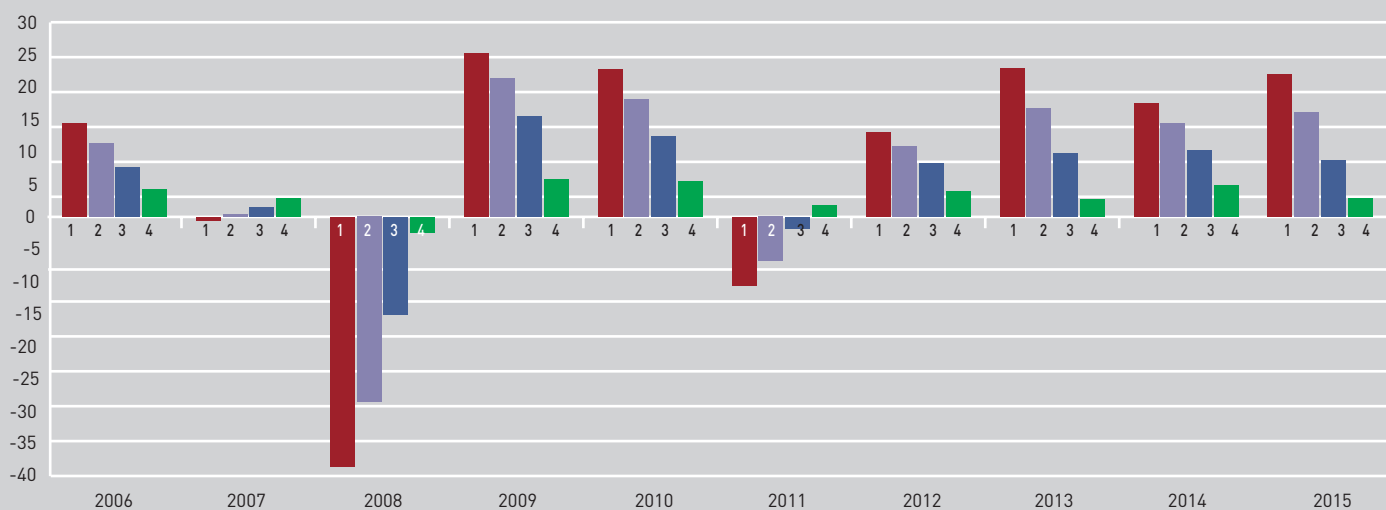
Obligation	Andel
3% Nykredit 2034	18,30%
1% Nykredit okt 2020	16,90%
Nykredit CF jul 2021	14,20%





## Puljeafkast for 2006-2015

Årlige afkast i procent



## Puljeafkast 3. kvartal 2016

Afkast i procent	Gruppe 1	Gruppe 2	Gruppe 3	Gruppe 4
Skattepligtig afkast	0,0	0,1	0,2	0,3
Skattefrit afkast	0,0	0,0	0,0	0,0
Aktieafkast	4,8	3,7	2,5	1,1
Samlet afkast	4,8	3,8	2,7	1,4

## Puljeafkast 2. kvartal 2016

Afkast i procent	Gruppe 1	Gruppe 2	Gruppe 3	Gruppe 4
Skattepligtig afkast	0,1	0,3	0,5	0,5
Skattefrit afkast	0,0	0,0	0,0	0,0
Aktieafkast	0,4	0,3	0,1	0,1
Samlet afkast	0,5	0,5	0,6	0,6

## Puljeafkast 1. kvartal 2016

Afkast i procent	Gruppe 1	Gruppe 2	Gruppe 3	Gruppe 4
Skattepligtigt afkast	0,0	0,2	0,4	0,4
Skattefrit afkast	0,0	0,0	0,0	0,0
Aktieafkast	-7,0	-5,1	-3,0	-1,3
Samlet afkast	-7,0	-4,9	-2,6	-0,9

## Puljeafkast 2015

Afkast i procent	Gruppe 1	Gruppe 2	Gruppe 3	Gruppe 4
Skattepligtigt afkast	-0,1	-0,5	-0,9	-0,6
Skattefrit afkast	0,0	0,0	0,0	0,0
Aktieafkast	22,2	16,6	9,7	3,4
Samlet afkast	22,1	16,1	8,7	2,8

## Puljeafkast 2014

Afkast i procent	Gruppe 1	Gruppe 2	Gruppe 3	Gruppe 4
Skattepligtigt afkast	0,4	1,2	2,2	2,1
Skattefrit afkast	0,0	0,0	0,0	0,0
Aktieafkast	17,1	13,2	8,1	2,7
Samlet afkast	17,6	14,4	10,3	4,8

## Puljeafkast 2013

Afkast i procent	Gruppe 1	Gruppe 2	Gruppe 3	Gruppe 4
Skattepligtigt afkast	0,1	0,3	0,4	0,6
Skattefrit afkast	0,0	0,0	0,0	0,0
Aktieafkast	22,8	16,5	9,4	2,1
Samlet afkast	22,9	16,8	9,8	2,7

## PULJENYTT - UDGIVES AF SPAR NORD BANK

Ansvarshavende:  
Ole Madsen  
Kommunikation og Forretnings-  
udvikling

Redaktion: Tina Moreau Pihl,  
Handels- og Udlandsområdet

Spar Nord Bank  
Skelagervej 15, postboks 162  
9100 Aalborg  
Telefon 96 34 40 00  
www.sparnord.dk

Redaktionen er sluttet  
31. oktober 2016



# spar Nord

Puljeafkastet kan følges måned for måned på  
[www.sparnord.dk/investering/puljenyt](http://www.sparnord.dk/investering/puljenyt)  
Det næste nummer af PuljeNyt findes også her -  
ca. 1 måned efter udgangen af hvert kvartal.