

INDHOLD

Hvorfor er det vigtigt for pensionsopsparere og investorer, hvad udfaldet af den økonomiske krise i Grækenland bliver?.....side 1
Markedskommentarside 2
Gruppe 1.....side 4
Gruppe 2.....side 5
Gruppe 3.....side 6
Gruppe 4.....side 7
Puljeafkast.....side 8

Hvorfor er det vigtigt for pensionsopsparere og investorer, hvad udfaldet af den økonomiske krise i Grækenland bliver?

Lars Hackenberg
Senior porteføljemanager,
Kapitalforvaltning
23. juli 2015

Det er ikke den negative økonomiske udvikling i Grækenland som sådan, der er problemet. Den græske økonomi udgør mindre end 2 pct. af euro-landenes samlede økonomi, og har dermed ikke den store indflydelse på europæisk økonomi. Det er derimod frygten for, hvordan en eventuel græsk udtræden af euroen (Grexit) potentielt kan påvirke tilliden til euroen negativt.

Inden euroen blev indført, var det helt normalt, at lande med svage økonomier devaluerede for at styrke deres konkurrenceevne. Den mulighed eksisterer selvsagt ikke, når et land er medlem af en fælles valuta.

Det er endnu aldrig sket, at et medlem af euroen forlader den fælles valuta. Skulle det ske, står vi derfor i en situation, vi ikke kender omfanget af og ikke ved, hvordan vi skal håndtere. Frygten kan endvidere være, at andre lande, der eventuelt kommer i økonomisk uføre på et senere tidspunkt, vil

få samme ide, som Grækenland. Det vil skabe en betydelig usikkerhed, og er der noget, de finansielle markeder ikke kan lide, så er det usikkerhed.

Tilliden til euroen er derfor helt afgørende for en stabil udvikling i Europa. Det er årsagen til, at de andre euro-lande vil strække sig meget langt for at beholde Grækenland i euroen.

Den græske krise har præget den politiske dagsorden i Europa meget længe, men situationen er forværret siden den "nye" regering i Grækenland under ledelse af Premierminister Tsipras overtog magten i januar.

De græske banker har været lukket de tre første uger af juli, og har kun overlevet ved hjælp af nødlån fra Den Europæiske Centralbank (ECB). Den græske stat kunne ikke betale det seneste afdrag på gælden til den internationale valutafond (IMF). Grækenland er i øjeblikket heller ikke i stand til at sælge

statsobligationer på de finansielle markeder. Der er således kun en mulighed tilbage, hvis Grækenland skal undgå en statsbankerot, og det er en tredje hjælpepakke fra EU landene.

Grækenland fik midt i juli og dermed i absolut sidste øjeblik et nødlån samt stillet en ny 3-årig låneaftale i udsigt. Der udestår stadig flere hurdler inden denne nye låneaftale er på plads, og der vil stadig gå mange år, før Grækenland helt forsvinder fra lystavlen over latente risici på finansmarkederne. Den seneste aftale har dog elimineret den værste og mest overhængende risiko for et totalt græsk kollaps.

Øget stabilitet i Europa, og styrket tillid til euroen som valuta, vil alt andet lige medføre højere afkast på de finansielle markeder. Derfor har udfaldet af den græske gældskrise stor betydning for pensionsopsparere og investorer.

Markedskommentar 1. halvår 2015

STORE RENTEBEVÆGELSER OG GRÆSK KAOS

Af chefanalytiker Martin Lundholm, mlu@sparnord.dk, tlf. 96 34 40 55

- 1. halvår var kendetegnet af store udsving i de lange renter foranlediget af blandt andet ECB's annoncerede opkøb af statsobligationer. Halvåret sluttede med, at gældsforhandlingerne med Grækenland endte i kaos.
- 1. halvår 2015 var aktiemæssigt et godt halvår, men dækker over, at afkastet blev skabt i 1. kvartal, mens 2. kvartal gav tab. Danske aktier gav igen markant bedre afkast end både europæiske, amerikanske og globale aktier.
- De markante rentestigninger har betydet, at obligationsinvesteringerne generelt har givet negativt afkast i 1. halvår. Kun de mest risikofyldte europæiske virksomhedsobligationer (High Yield – HY) har givet positivt afkast i 1. halvår.
- Vi ser, at jagten på afkast vil fortsætte som følge af lave statsrenter, attraktiv prisfastsættelse af aktier relativt til obligationer og et stabilt globalt opsving. For hurtigt og kraftigt stigende statsrenter kan dog ødelægge dette.

MAKROØKONOMI

Den Europæiske Centralbank (ECB) annoncerede i januar, at den fra marts og mindst 16 måneder frem vil opkøbe bl.a. statsobligationer for 60 mia. euro om måneden. Baggrunden for beslutningen er en svag, skrøbelig og skæv europæisk vækst, truende deflation og en arbejdsløshed på over 11 pct. til trods for, at ECB's renter allerede ligger omkring eller under nul. Den umiddelbare konsekvens af beslutningen blev, at de lange rente faldt yderligere og i Tyskland nåede den i midten af april ned i rekord-lave 0,05 pct. Herefter vendte stemningen 180 grader og blot 8 uger efter toppede denne rente foreløbigt i 1,06 pct. Obligationsmarkederne var i 2. kvartal præget af meget stor usikkerhed med store udsving fra dag til dag.

ECB's beslutning fik også andre konsekvenser. Euroen blev svækket markant frem til midten af marts. Både Schweiz og Danmark oplevede en markant indstrømning af valuta, der udfordrede begge landes fastkurspolitik. Schweiz måtte opgive deres fastkurspolitik i januar og oplevede umiddelbart en styrkelse af CHF på over 20 pct. Den danske Nationalbank modstod presset ved at sætte renten på indskudsbeviser helt ned i -0,75 pct. og stoppe for salg af statsobligationer. De danske valutareserver steg til rekord-høje 737 mia. kr. i marts og i februar havde Danmark en overgang verdens næstlaveste renter.

Økonomisk set viste den europæiske økonomi gode takter, som det fremgår af figur 1, selv om væksten stadig er lav. Specielt hæfter vi os ved, at aktivitetsindekset for Frankrig i juni måned endelig er kommet over 50 og dermed endelig har fulgt trop med de andre toneangivende lande i Eurozonen.

I USA skuffede væksten derimod i 1. kvartal og har givet anledning til usikkerhed om, hvornår den amerikanske centralbank (Fed) vil begynde at hæve renten. Det amerikanske arbejdsmarked har vist pæn fremgang, men uden den forventede stigning i lønningerne. På den baggrund indikerede Fed i juni, at de senere i år forventer at påbegynde en normalisering af renten, men i et langsommere tempo end normalt.

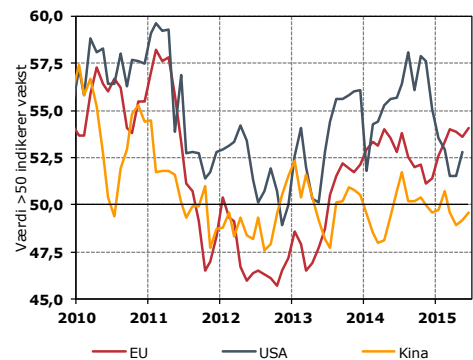
Grækenland fik i februar en 4 måneders pause af kreditorerne. Hensigten var, man i den periode kunne få udarbejdet reformplaner og sat nye aftaler op med kreditorerne. Desværre endte det i slutningen af juni med et sammenbrud og kaos, da grækerne ikke ville røre pensioner og igangsætte reformer. Den græske regering har udskrevet folkeafstemning til den 5. juli om Grækenland skal acceptere eller forkaste det udspil, som kreditorerne er kommet med.

I Kina lempede myndighederne flere gange pengepolitikken i 1. halvår for at understøtte væksten.

AKTIEBEHOLDNINGEN I GRUPPE 1-4 FORDELT PÅ LANDE.

Danmark	35,57
USA	30,75
Frankrig	9,61
Japan	7,42
Tyskland	3,25
Norge	2,91
Schweiz	2,89
Hong Kong	2,25
Holland	1,85
Italien	1,40
Spanien	1,10
Thailand	0,61
Sverige	0,39
	100,00

FIG. 1: AKTIVITETSBAROMETRE EUROZONEN, USA OG KINA



Kilde: EcoWin og Markit

AKTIER

1. halvår 2015 var aktiemæssigt et godt halvår, men dækker over, at afkastet blev skabt i 1. kvartal, mens 2. kvartal gav tab, som det fremgår af figur 2. Globalt set gav aktier et afkast på 10,4 pct. i 1. halvår målt i danske kroner, jf. tabel 1.

Danske aktier gav igen markant bedre afkast end både europæiske, amerikanske og globale aktier set fra en dansk investors synspunkt. Da danske aktier kun faldt marginalt i 2. kvartal endte 1. halvår med afkast på over 20 pct. for både de 20 største aktier og for det brede indeks, som det fremgår af tabel 1.

Højdespringeren blandt de store danske aktier var Genmab, der steg 61,5 pct. i kursværdi 1. halvår. Nr. 2 og 3 blev Vestas og Novo med afkast på hhv. 49,5 pct. og 42,1 pct. Bundskraberen blandt de store danske selskaber var Coloplast og Topdanmark, der tabte hhv. -15,4 pct. og -10,4 pct. i kursværdi.

Set fra et dansk synspunkt, gav amerikanske aktier (S&P 500) i 1. halvår et afkast på 8,3 pct., mens en dollar-baseret investor ville have oplevet et tab på -0,8 pct. Forskellen skyldes, at dollaren i 1. halvår blev styrket med over 9 pct. overfor kroner.

Globalt set steg sundhed og cyklisk forbrug mest, mens energi og forsyning klarede sig dårligst sektormæssigt i 1. halvår.

OBLIGATIONER

Først på året nåede renten på de lange statsobligationer nye rekord-lave niveauer i både Danmark og Tyskland, men efterfølgende steg den bemærkelsesværdig markant. Groft set kan man sige, at rentestigningen i 2. kvartal 2015 eliminerede de foregående 3 kvartalers rentefald, som det fremgår af figur 3.

De markante rentestigninger har betydet, at obligationsinvesteringerne generelt har givet negativt afkast i 1. halvår, jf. tabel 2. Kun de mest risikofyldte europæiske virksomhedsobligationer (High Yield – HY) har givet positivt afkast i 1. halvår på 2,0 pct. Det skyldes, at kreditspændet kun steg lidt i perioden og at merrenten på den type obligationer dermed ikke blev "spist" af kurstab. Ser vi alene på 2. kvartal, er der kun negative afkast i tabel 2.

Danske statsobligationer gav et tab på -0,3 pct. i 1. halvår, mens danske realkreditobligationer gav et tab på -1,7 pct. i 1. halvår. Forskellen skyldes især to forhold. For det første lukkede Nationalbanken for salg af statsobligationer i forbindelse med presset mod den danske fastkurspolitik, hvilket understøttede kursen på statsobligationer. For det andet blev kursen på realkreditobligationerne presset af historisk stor konverteringsaktivitet og implementering af nye regler i finanssektoren, som gør det sværere at holde realkreditobligationer.

FORVENTNINGER

Det er vores vurdering, at jagten på afkast fortsætter som følge af fortsat lave statsrenter, attraktiv prisfastsættelse af aktier relativt til obligationer, et fortsat stabilt globalt opsving, ekstrem lempelig pengepolitik og fortsat håndterbar politisk risiko. Vores vurdering er dog stærkt afhængigt af, at de lange statsrenter ikke stiger for hurtigt og for kraftigt.

Usikkerheden omkring udviklingen i de lange statsrenter er øget. På længere sigt er rentetrenden stigende. Den seneste tids rentestigninger markerer efter vores vurdering afslutningen på den lange trend med faldende statsrenter, men er ikke starten på en periode med kraftigt stigende lange statsrenter. Vi forventer høj volatilitet i lange danske og tyske statsrenter omkring de nuværende niveauer over de næste 3-6 måneder.

Kreditspændene på virksomhedsobligationer vurderer vi er nogenlunde fair givet de makro-økonomiske udsigter. Risikoen for stigende kreditspænd er dog øget. Vi forventer uændrede til lidt lavere kreditspænd over de kommende 3-6 måneder.

På aktiemarkederne er der udsigt til tiltagende indtjeningsvækst. Selvom aktier ikke længere er attraktivt prisfastsat absolut set, er der efter vores vurdering ingen tegn på en aktieboble. Aktier er desuden fortsat attraktivt prisfastsat relativt til statsobligationer og aktieopturen forventes at fortsætte over de kommende 3-6 måneder.

Usikkerheden omkring Grækenland er fortsat meget høj. Det er vores vurdering, at usikkerhed om Grækenland ikke vil afspore det igangværende europæiske opsving, men kun bremse opsvinget en smule i en kortere periode.

FIG. 2: AKTIEMARKEDERNE I USA, EUROPA OG DANMARK. 01.01.2010 = 100



Kilde: EcoWin

TABEL 1: UDVALGTE MARKEDSAFKAST I DKK

Land	Indeks	1. halvår 2015	2. kv. 2015
Aktier			
Danmark	OMXC20 CAP	21,5%	-0,5%
Danmark	KAXCAP	20,9%	-0,2%
Europa	MSCI Europe	10,8%	-4,8%
USA	S&P 500	8,9%	-4,2%
Verden	MSCI World	10,4%	-4,2%
Obligationer			
Danmark	Statsobl. (EFFAS 1-10)	-0,3%	-2,0%
Danmark	Realkredit (Nykredit)	-1,7%	-2,4%
Europa	Statsobl. (EFFAS)	-1,1%	-5,7%
Europa	Investment Grade (ML)	-1,2%	-3,0%
Europa	High Yield (ML)	2,0%	-1,3%

Kilde: Bloomberg

FIG. 3: RENTEN PÅ 10-ÅRIG STATS OblIGATION

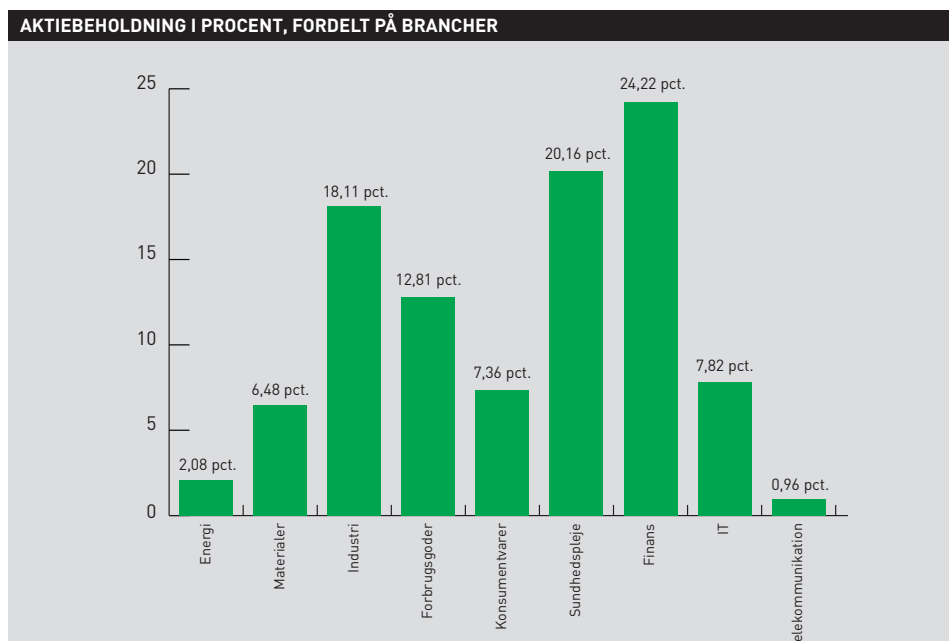
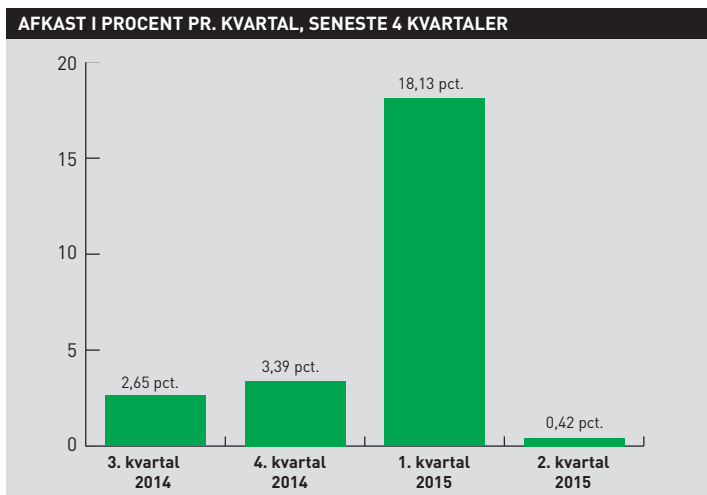
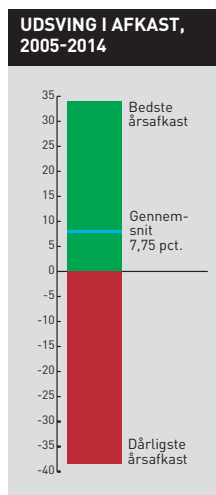
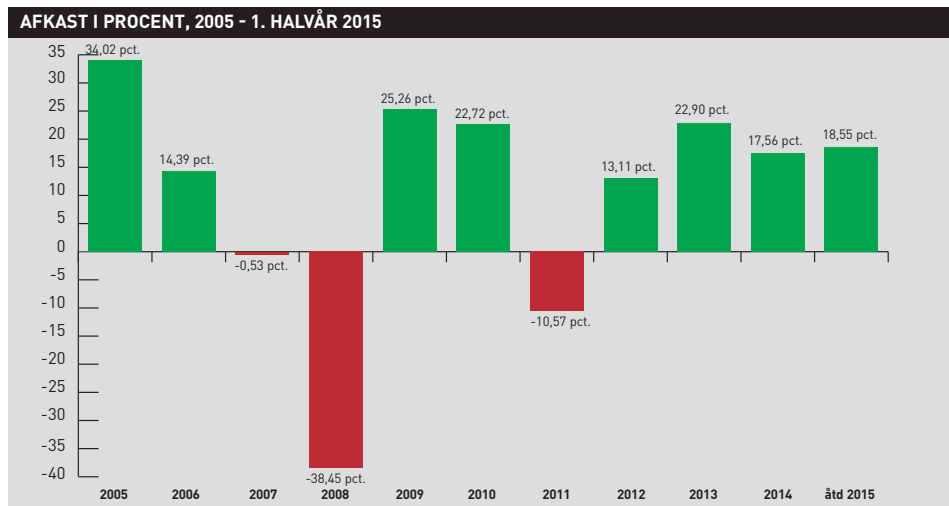


Kilde: EcoWin

Porteføljen gav i 2. kvartal 2015 et afkast på 0,42 pct., og for første halvår har afkastet været på 18,55 pct. hvilket er bedre end markedsudviklingen. Porteføljens obligationer har bidraget negativt til afkastet,

mens aktier har bidraget positivt til afkastet. Aktierne har klaret sig bedre end den generelle markedsudvikling. En forholdsvis høj aktieandel har haft en positiv indflydelse på porteføljens afkast.

Neutral investeringsstrategi



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

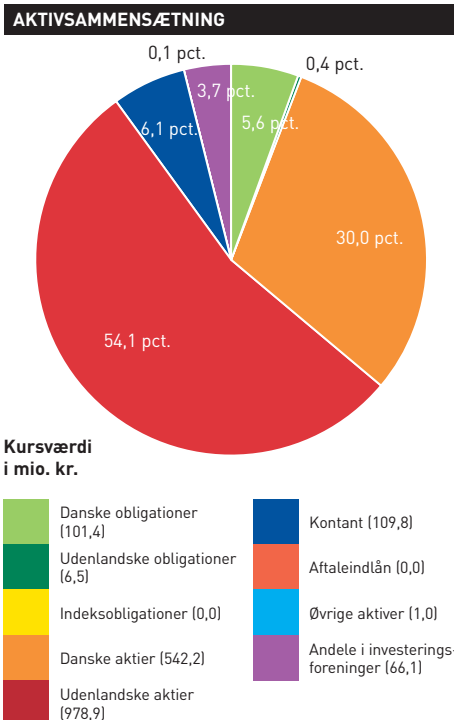
Selskab	Andel
Novo Nordisk	15,2
Danske Bank	12,8
Vestas Wind Systems A/S	11,8
Genmab	10,8
Pandora A/S	9,4

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

Selskab	Andel
Gilead Sciences	5,3
Apple	5,0
Storebrand	3,9
Renault	3,0
Celgene Corp.	3,0

Obligationer: 3 største positioner (i procent af obligationer)

Obligation	Andel
2% Nykredit 2019	23,50
2,5% Nykredit 2047	22,80
1% Realkredit Danmark	17,00



Kursværdi i mio. kr.

Danske aktier	542,2
Udenlandske aktier	978,9
Danske obligationer	101,4
Udenlandske obligationer	6,5
Indeksobligationer	0,0
Kontant	109,8
Aftaleindlån	0,0
Øvrige aktiver	1,0
Andele i investeringsforeninger	66,1

Porteføljen gav i 2. kvartal 2015 et afkast på -0,38 pct., og for første halvår har afkastet været på 13,54 pct. hvilket er bedre end markedsudviklingen. Porteføljens obligationer har bidraget negativt til afkastet,

mens aktier har bidraget positivt til afkastet. Aktierne har klaret sig bedre end den generelle markedsudvikling. En forholdsvis høj aktieandel har haft en positiv indflydelse på porteføljens afkast.

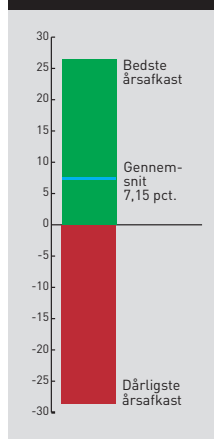
Neutral investeringsstrategi



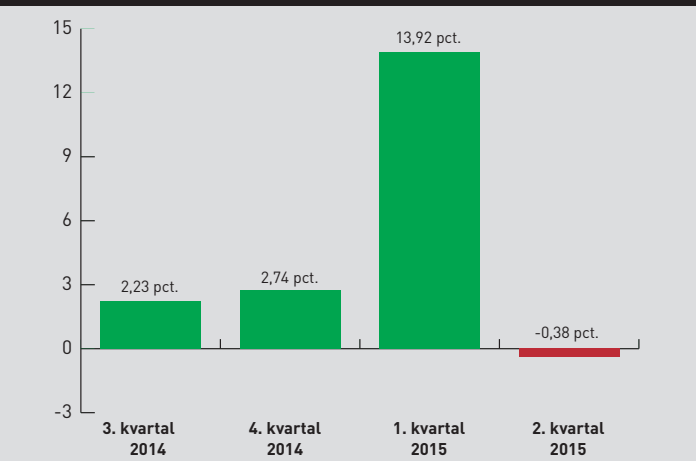
AFKAST I PROCENT, 2005 - 1. HALVÅR 2015



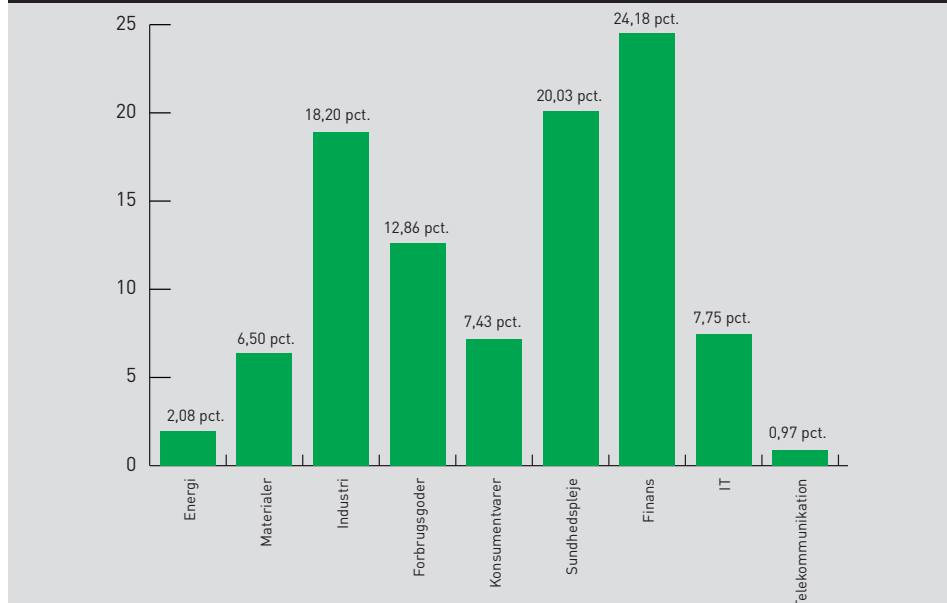
UDSVING I AFKAST, 2005-2014



AFKAST I PROCENT PR. KVARTAL, SENESTE 4 KVARTALER



AKTIEBEHOLDNING I PROCENT, FORDELT PÅ BRANCHER



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

Selskab	Andel
Novo Nordisk	15,9
Danske Bank	12,7
Vestas Wind Systems A/S	11,9
Genmab	10,5
Pandora A/S	9,3

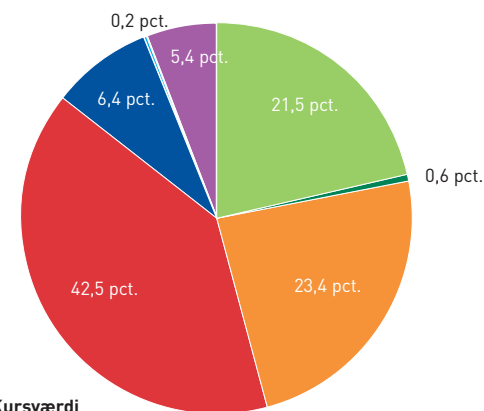
Udenlandske aktier: 5 største positioner (i procent af udenlandske aktier)

Selskab	Andel
Gilead Sciences	5,4
Apple	5,1
Storebrand	3,8
Renault	3,5
Celgene Corp.	3,1

Obligationer: 3 største positioner (i procent af obligationer)

Obligation	Andel
2,5% Nykredit 2047	18,30
2% Nykredit 2019	16,90
2% Nordea Kredit 2018	11,70

AKTIVSAMMENSÆTNING



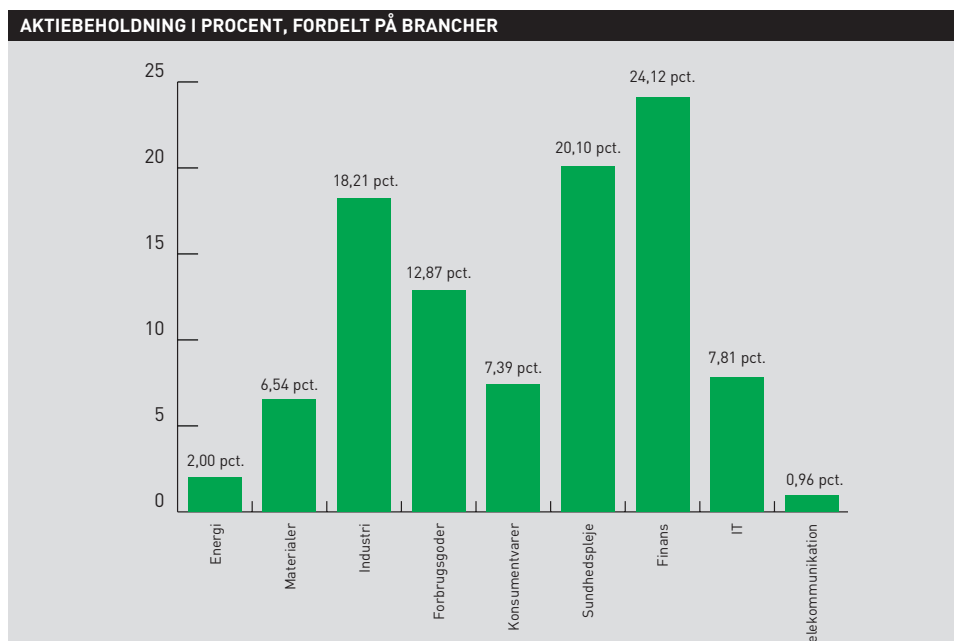
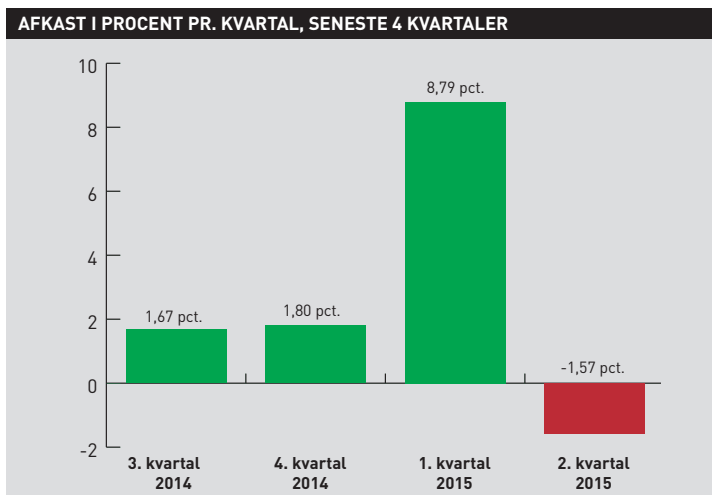
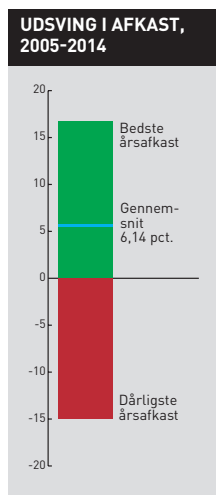
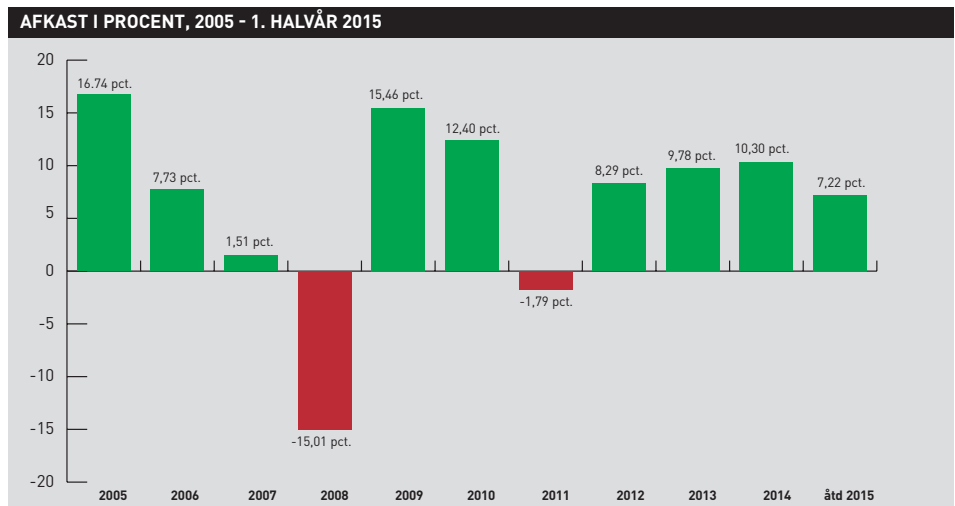
Kursværdi i mio. kr.

Danske obligationer (652,3)	Kontant (193,3)
Udenlandske obligationer (17,5)	Aftaleindlån (0,0)
Indeksobligationer (0,0)	Øvrige aktiver (5,6)
Danske aktier (708,7)	Andele i investeringsforeninger (164,0)
Udenlandske aktier (1.293,3)	

Porteføljen gav i 2. kvartal 2015 et afkast på -1,57 pct., og for første halvår har afkastet været på 7,22 pct. hvilket er bedre end markedsudviklingen. Porteføljens obligationer har bidraget negativt til afkastet,

mens aktier har bidraget positivt til afkastet. Aktierne har klaret sig bedre end den generelle markedsudvikling. En forholdsvis høj aktieandel har haft en positiv indflydelse på porteføljens afkast.

Neutral investeringsstrategi



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

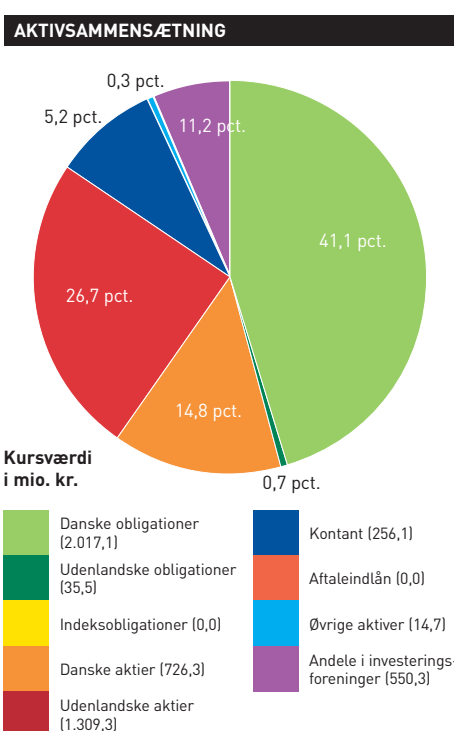
Selskab	Andel
Novo Nordisk	15,2
Danske Bank	12,8
Vestas Wind Systems A/S	11,9
Genmab	10,5
Pandora A/S	9,4

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

Selskab	Andel
Gilead Sciences	5,5
Apple	5,2
Storebrand	3,9
Renault	3,6
Celgene Corp.	3,1

Obligationer: 3 største positioner (i procent af obligationer)

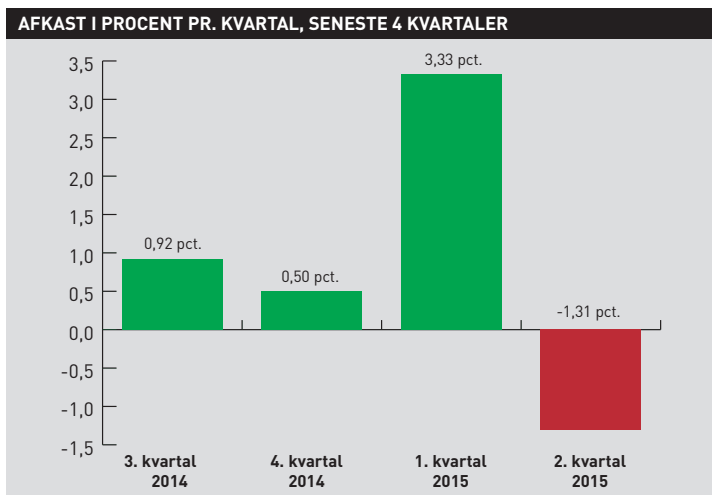
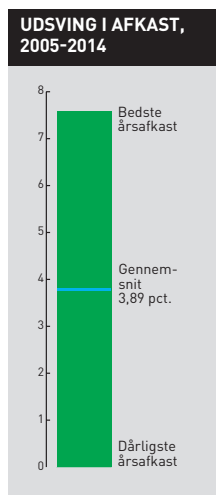
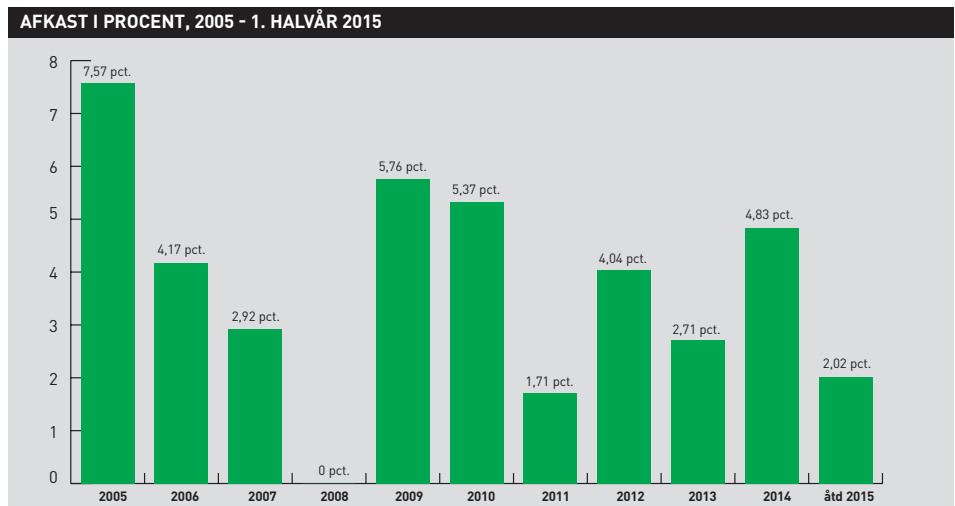
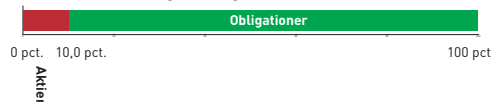
Obligation	Andel
2,5% Nykredit 2047	19,30
2% Nykredit 2047	13,10
2% Nordea Kredit 2018	12,10



Porteføljen gav i 2. kvartal 2015 et afkast på -1,31 pct., og for første halvår har afkastet været på 2,02 pct. hvilket er bedre end markedsudviklingen. Porteføljens obligationer har bidraget negativt til afkastet,

mens aktier har bidraget positivt til afkastet. Aktierne har klaret sig bedre end den generelle markedsudvikling. En forholdsvis høj aktieandel har haft en positiv indflydelse på porteføljens afkast.

Neutral investeringsstrategi



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

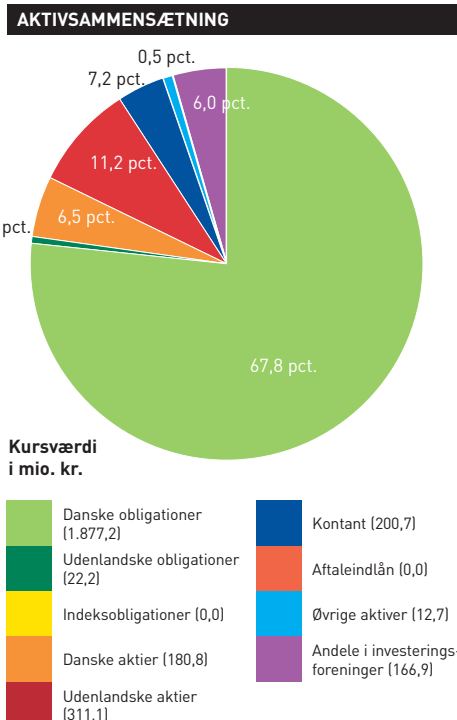
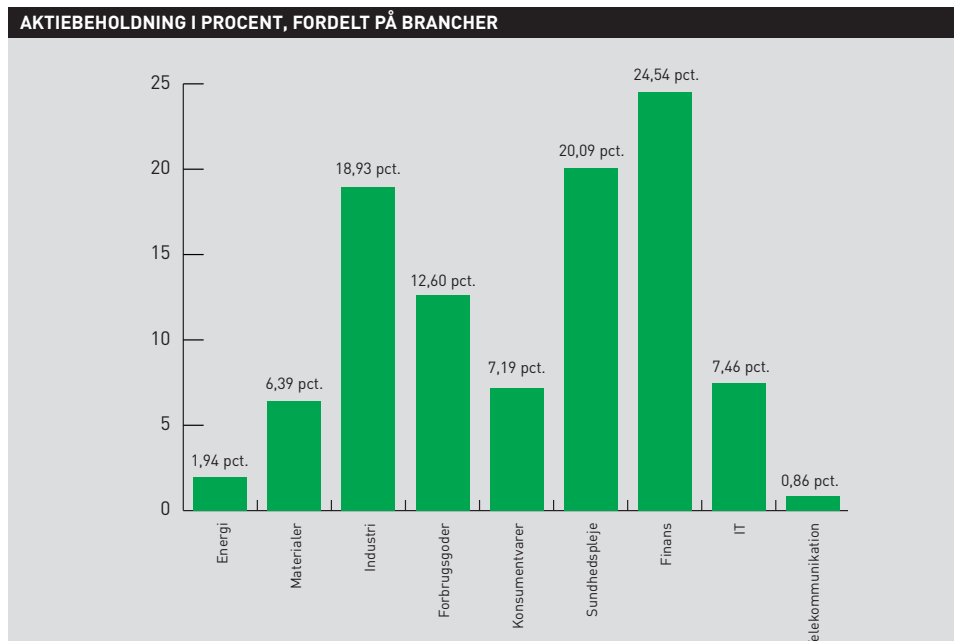
Selskab	Andel (%)
Novo Nordisk	15,4
Danske Bank	12,9
Vestas Wind Systems A/S	12,0
Genmab	9,6
Pandora A/S	9,4

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

Selskab	Andel (%)
Gilead Sciences	5,5
Apple	5,1
Storebrand	4,1
Celgene Corp.	3,1
Renault	3,4

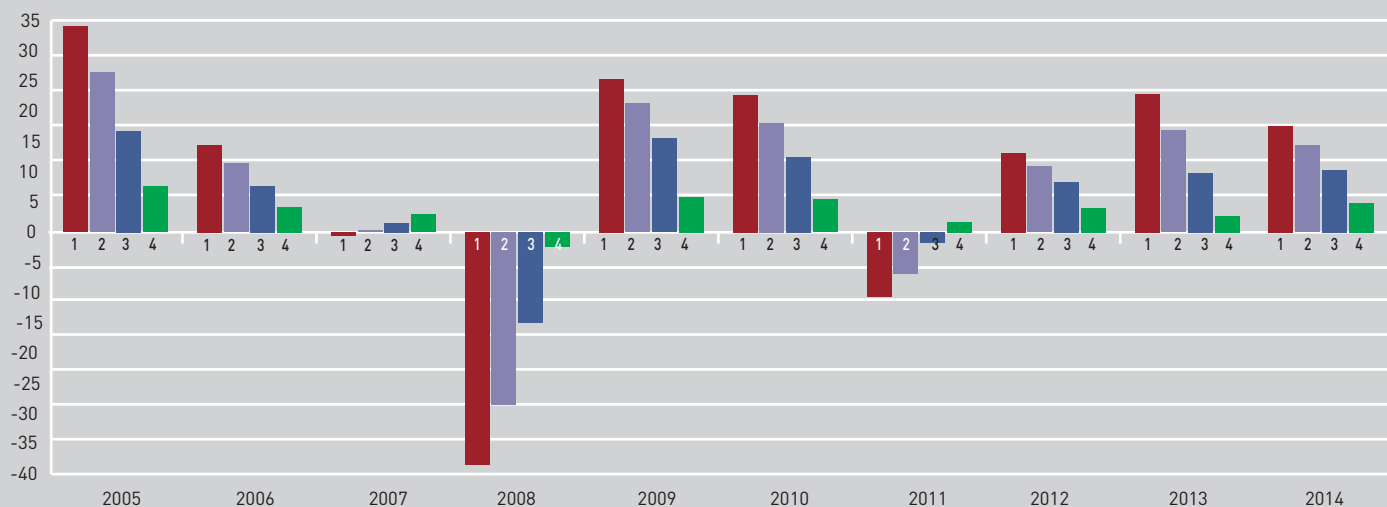
Obligationer: 3 største positioner (i procent af obligationer)

Obligation	Andel (%)
3% Nykredit 2034	29,4
2% Nykredit 2018	17,0
4% Nykredit 2018	13,8



Puljeafkast for 2005-2014

Årlige afkast i procent

**Puljeafkast 2. kvartal 2015**

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

Puljeafkast 1. kvartal 2015

Afkast i procent	Gruppe 1	Gruppe 2	Gruppe 3	Gruppe 4
Skattepligtigt afkast	0,1	0,1	0,2	0,2
Skattefrit afkast	0,0	0,0	0,0	0,0
Aktieafkast	18,0	13,8	8,6	3,1
Samlet afkast	18,1	13,9	8,8	3,3

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

Puljeafkast 2012

Afkast i procent	Gruppe 1	Gruppe 2	Gruppe 3	Gruppe 4
Skattepligtigt afkast	0,7	1,6	2,7	2,8
Skattefrit afkast	0,0	0,0	0,0	0,0
Aktieafkast	12,4	9,3	5,6	1,2
Samlet afkast	13,1	10,9	8,3	4,0

Puljeafkast 2011

Afkast i procent	Gruppe 1	Gruppe 2	Gruppe 3	Gruppe 4
Skattepligtigt afkast	0,7	1,8	3,4	3,0
Skattefrit afkast	0,0	0,0	0,0	0,0
Aktieafkast	-11,3	-8,6	-5,2	-1,3
Samlet afkast	-10,6	-6,8	-1,8	1,7

PULJENYTT - UDGIVES AF SPAR NORD BANK

Ansvarshavende:
Peter Kristensen, direktør,
Rente og Valuta

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. juli 2015



spar Nord

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