

INDHOLD

Rød oktober på aktiemarkederne
- bevar roenside 1
Markedskommentarside 2
Gruppe 1.....side 4
Gruppe 2.....side 5
Gruppe 3.....side 6
Gruppe 4.....side 7
Puljeafkastside 8

Rød oktober på aktiemarkederne - bevar roen

Af Christian Mose Nielsen
Chefstrateg
Kapitalforvaltning

Den første halvdel af oktober var blodig på de globale og i særdeleshed europæiske aktiemarkeder. I perioden fra 1. til 16. oktober faldt danske aktier således 12 pct., europæiske aktier 10 pct. og globale aktier 7 pct.

Sådan pludselige, hurtige og kraftige aktiekursfald kan nemt give anledning til, at selv langsigtede investorer reducerer i aktieandelen i den samlede portefølje af frygt for yderligere aktiekursfald. Selvom det kan være rigtigt at nedbringe aktieandelen i porteføljen, er det uhyre farligt at gøre det alene på grund af frygt for yderligere aktiefald. Ændringer i den overordnede porteføljesammensætning bør kun foretages, hvis forudsætningerne for den aktuelle porteføljesammensætning er ændret. Disse forudsætninger er typisk vækst-, inflations- og pengepolitiske udsigter samt prisfastsættelse af de forskellige aktivklasser i porteføljen. Herudover er det som investor altid vigtigt at huske på sin investeringshorisont og risikoprofil og sikre, at porteføljesammensætningen afspejler disse forhold.

I den aktuelle situation valgte vi i Spar Nord ikke at ændre i den overordnede porteføljesammensætning, idet vækst-, inflations- og de pengepolitiske udsigter

efter vores vurdering ikke var ændret. Nedturen på de globale aktiemarkeder i første halvdel af oktober blev udløst af kraftigt øget frygt for en ny økonomisk nedtur i Europa og deraf afledt risiko for lavere global vækst. Det var vores vurdering, at denne vækstfrygt var overdreven. Markedsbevægelserne medførte endvidere, at prisfastsættelse af aktier og obligationer blot talte endnu mere for vores aktuelle porteføljesammensætning, hvor vi har lidt flere aktier og lidt færre obligationer i porteføljerne end normalt.

Aktiekursfaldene var efter vores vurdering med andre ord kun af midlertidig karakter – en såkaldt korrektion – og ikke begyndelsen på en ny længerevarende aktienedtur. Sådanne midlertidige tilbagefald/korrektioner på aktiemarkederne er ret "normale" i en længerevarende aktieoptur, og vi har set lignende midlertidige tilbagefald hvert år siden bunden på de globale aktiemarkeder blev nået 9. marts 2009. I Europa har sådanne korrektioner historisk set i gennemsnit været på 10 pct. Det ser ud til, at oktober måneds korrektion i denne sammenhæng har været ret gennemsnitlig – i anden halvdel af oktober er danske, europæiske og globale aktier således steget kraftigt. For oktober som

helhed er danske aktier faldet 1 pct., europæiske aktier faldet 2 pct. og globale aktier steget 1 pct.

Som investor er det selvfølgelig fristende at forsøge at drage nytte af en korrektion ved midlertidigt at nedbringe aktieandelen i porteføljen for derefter at justere aktieandelen op igen, når korrektionen er tilendebragt. Dette er som investor dog ofte meget svært at gøre i praksis.

Da det tager noget tid, inden det er klart, at en korrektion er startet, risikerer man nemt, at aktieandelen først bliver reduceret, når aktiekurserne er faldet en del. Det er ligeledes meget svært at afgøre, hvornår en korrektion er tilendebragt. Man risikerer således, at aktieandelen først bliver opjusteret igen, når aktiemarkederne er steget en hel del. I værste fald bliver aktieandelen først opjusteret, når aktiemarkederne er steget tilbage til over det niveau, hvor man i første omgang nedbragte aktieandelen. Føler man sig som langsigtet investor overbevist om, at der blot er tale om en korrektion, er det bedste råd derfor typisk at bevare roen og ikke lade kortsigtede overvejelser påvirke ens porteføljesammensætning.

Markedskommentar 3. kvartal 2014

VÆKSTUSIKKERHED PRESSEDE AKTIER, MENS RENTEFALD VAR GODT FOR OBLIGATIONER

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

- De økonomiske nøgletal fra USA pegede i 3. kvartal 2014 fortsat i retning af et vedvarende opsving, mens Europa oplevede stigende problemer med lavvækst og faldende inflation.
- Aktier var i 3. kvartal 2014 langt hen ad vejen en broget affære med afkast tæt på nul, og afspejler dermed den usikkerhed om vækstudsigterne, der prægede kvartalet.
- De lange renter i Europa faldt yderligere i 3. kvartal og nåede mange steder ned på nye bundrekorder. I Tyskland kom renten på den 10-årige statsobligation under 1 pct. for første gang nogensinde.
- Der er fortsat udsigt til moderat global vækst og ekstrem lempelig pengepolitik, men risikoen er steget i løbet af 3. kvartal. Sandsynligheden for at ECB lancerer et opkøbsprogram for statsobligationer (QE) er også øget.

MAKROØKONOMI

De økonomiske nøgletal fra USA pegede i 3. kvartal 2014 fortsat i retning af et vedvarende opsving, mens Europa oplevede stigende problemer med lavvækst og faldende inflation, hvilket også fremgår af figur 1.

Den amerikanske centralbank (Fed) fortsatte neddrøstringen af opkøb af stats- og realkreditobligationer og er nu nede på 15 mia. USD om måneden. Der har derfor været meget fokus på, hvornår Fed begynder at hæve renten efter de forventeligt afslutter opkøbene til oktober. Fed-chef Yellen har sagt, at der vil gå en betydelig periode fra Fed stopper opkøbene til renten bliver sat op, og at Fed har fokus på arbejdsmarkedet, hvor der efter Fed's opfattelse stadig er betydelig ledig kapacitet.

Den Europæiske Centralbank (ECB) valgte på rentemødet den 4. september at sætte renten yderligere ned og kan nu i al praktisk henseende ikke komme længere ned. Til trods for, at ECB den 5. juni også satte renten ned og introducerede en række nye, ukonventionelle tiltag, har de økonomiske nøgletal skuffet så meget, at ECB har været tvunget til at gøre endnu mere. Inflationen er mod forventning faldet yderligere og faldt i september til bare 0,3 pct. og dermed langt fra ECB's målsætning om en inflation lige under 2 pct. Samtidig plages Eurozonen af lavvækst og det europæiske vækst-lokomotiv Tyskland trækker heller ikke så meget. Således gik IFO-indekset, der meget præcist tager temperaturen bredt i det tyske erhvervsliv, fra Boom til Downswing i september.

Divergensen mellem USA og Europa kunne også ses i valutamarkedet, hvor euroen blev svækket overfor dollaren. Målt i dansk regning steg USD fra 546 ved halvåret til 592, da kvartalet sluttede.

Kvartalet har også været præget af uro sikkerhedspolitik. Konflikten mellem Vesten og Rusland om Ukraine fortsatte og kamphandlingerne omkring Gaza-striben fandt heller ingen holdbare løsninger. Islamisk Stat (IS) gik i kvartalet fra at være næsten ukendt i den brede offentlighed til at være den største terrortrussel efter de har besat dele af Irak og Syrien. Økonomisk set har det primært været Europa, der er blevet ramt via samhandlen med Rusland.

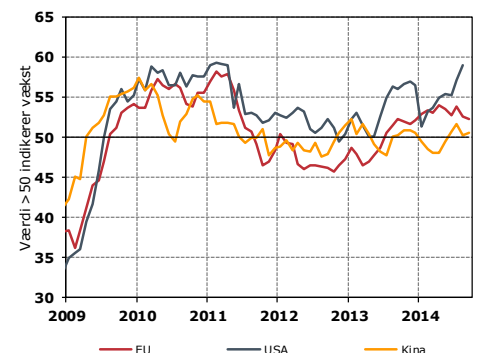
I Europa tiltrak en afstemning om skotsk uafhængighed den 18. september stor opmærksomhed, da den potentielt kunne udløse en lavine af uafhængighedsafstemninger i Europa. Det endte med et nej til uafhængighed, selv om enkelte meningsmålinger havde spået et ja. Derved blev den økonomiske usikkerhed med mange store og uafklarede spørgsmål afværget.

Trods fin vækst i 2. kvartal i Kina, skuffede udviklingen i industriproduktionen og investeringerne. Myndighederne introducerede flere reformer i løbet af kvartalet.

AKTIEBEHOLDNINGEN I GRUPPE 1-4 FORDELT PÅ LANDE.

Danmark	39,21
USA	38,57
Tyskland	5,00
Japan	4,98
England	4,20
Frankrig	2,37
Norge	1,40
Holland	1,11
Hong Kong	1,05
Belgien	0,81
Thailand	0,68
Sverige	0,62
Sum	100,00

FIG. 1: AKTIVITETSBAROMETRE EUROZONEN, USA OG KINA



Kilde: EcoWin og Markit

AKTIER

Aktier var i 3. kvartal 2014 langt hen ad vejen en broget affære med afkast tæt på nul, og afspejler dermed den usikkerhed om vækstudsigterne, der prægede kvartalet. Styrkelsen af dollaren er den væsentligste årsag til, at oversøiske aktiemarkeder gav lidt mere end et nul-afkast.

Danske aktier gav et negativt afkast i 3. kvartal, hvor de store aktier (OMXC20 CAP) gav et afkast på -0,4 pct. og det bredere aktieindeks (KAX CAP) gav et afkast på -1,2 pct., som det fremgår af tabel 1. Det samlede afkast for årets 3 første kvartaler er dog stadig positivt og to cifret med afkast på hhv. 17,9 pct. og 15,9 pct.

I Danmark blev højdespringeren blandt de 20 største aktier Novo med et afkast på 13,8 pct. i 3. kvartal. Bundskraberen blev Vestas, der tabte 15,8 pct. i kursværdi, men trods dette alligevel er i toppen for hele året med et år til dato afkast på 42,9 pct.

Europæiske aktier gav et afkast på 0,3 pct. i 3. kvartal og har i årets tre første kvartaler givet et afkast på 4,4 pct.

Amerikanske aktier gav et afkast på 8,9 pct. i 3. kvartal, men meget af dette skyldes styrkelsen af dollaren. En amerikansk investor, der er dollar-baseret, har således kun fået et afkast på 0,6 pct. i 3. kvartal.

Sektormæssigt klarede IT og sundhed sig bedst i 3. kvartal, mens energi og materialer klarede sig dårligst.

OBLIGATIONER

De lange renter i Europa faldt yderligere i 3. kvartal og nåede mange steder ned på nye bundrekorder. I Tyskland kom renten på den 10-årige statsobligation under 1 pct. for første gang nogensinde den 15. august, som det også fremgår af figur 3.

Rentefaldet har også betydet kursgevinster på statsobligationerne. Således har danske statsobligationer givet et afkast på 1,5 pct. i 3. kvartal, mens europæiske statsobligationer har givet et afkast på 2,7 pct., jf. tabel 2.

Danske realkreditobligationer har ikke helt kunne følge med statsobligationerne, men gav alligevel et positivt afkast på 1,0 pct. i 3. kvartal og set på årsbasis matcher afkastet danske statsobligationer med et afkast på 4,8 pct.

Selv om renterne generelt faldt i 3. kvartal, havde europæiske virksomhedsobligationer det svært og de mest risikofyldte virksomhedsobligationer (High Yield) gav et negativt afkast på -0,8 pct. Det skyldes, at merrenten på virksomhedsobligationer kørte ud i 3. kvartal og det ramte især de mest risikofyldte virksomhedsobligationer og illustrerer fint, at netop den type obligationer risikomæssigt befinder sig mellem ordinære obligationer og aktier.

De mest sikre virksomhedsobligationer (Investment Grade) gav et afkast på niveau med danske statsobligationer i 3. kvartal.

FORVENTNINGER

Der er fortsat udsigt til moderat global vækst, lav men svagt stigende inflation og ekstrem lempelig pengepolitik. Sandsynligheden for finanspolitiske lempelser i Europa og at ECB lancerer et opkøbsprogram for statsobligationer (QE) er steget i takt med de dårlige nøgletal ud af Europa.

Sandsynligheden for at jagten på afkast afspores er dog steget. De største risici er efter vores vurdering: 1) En kraftig eskalering af Ukraine krisen, hvilket vil mindske både risikoappetit og øge risikoen for en ny europæisk recession samt 2) Kraftigt stigende statsrenter.

Vækst-, inflations- samt pengepolitiske udsigter indikerer fortsat, at de lange statsrenter er for lave i forhold til fundamentale forhold. Vi forventer uændrede til svagt stigende lange statsrenter over de næste 3-6 måneder.

Virksomhedsobligationer er fair prisfastsat i forhold til statsobligationer. Potentialet for medvind fra faldende statsrenter er næsten opbrugt. Vi forventer stabile til svagt faldende kreditspænd de næste 3-6 måneder.

Aktier er i vores hovedscenarier attraktivt prisfastsat i forhold til både stats- og virksomhedsobligationer. Tiltagende indtjeningsvækst og faldende risikopræmier forventes at drive aktiemarkederne højere de næste 3-6 måneder.

FIG. 2: AKTIEMARKEDERNE I USA, EUROPA OG DANMARK. 01.01.2009 = 100



Kilde: EcoWin

TABEL 1: UDVALGTE MARKEDSAFKAST I DKK

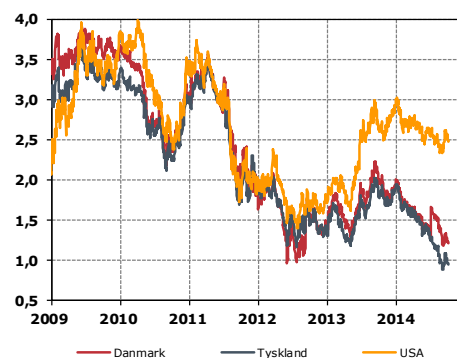
Land	Indeks	År til dato	
		2014	3Q 2014
Aktier			
Danmark	OMXC20 CAP	17,9 pct.	-0,4 pct.
Danmark	KAXCAP	15,9 pct.	-1,2 pct.
Europa	MSCI Europe	4,4 pct.	0,3 pct.
USA	S&P 500	16,3 pct.	8,9 pct.
Verden	MSCI World	11,4 pct.	5,4 pct.

Obligationer

Danmark	Statsobl. (EFFAS 1-10)	4,8 pct.	1,5 pct.
Danmark	Realkredit (Nykredit)	4,8 pct.	1,0 pct.
Europa	Statsobl. (EFFAS)	10,2 pct.	2,7 pct.
Europa	Investm. Grade (ML)	6,5 pct.	1,6 pct.
Europa	High Yield (ML)	4,5 pct.	-0,8 pct.

Kilde: Bloomberg og Bank of America Merrill Lynch

FIG. 3: RENTEN PÅ 10-ÅRIG STATS OblIGATION

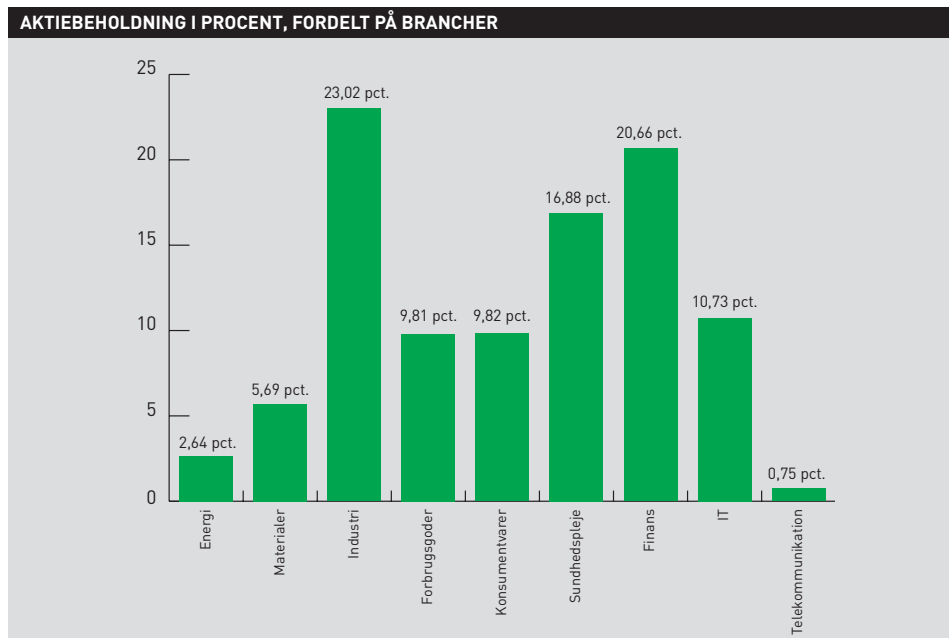
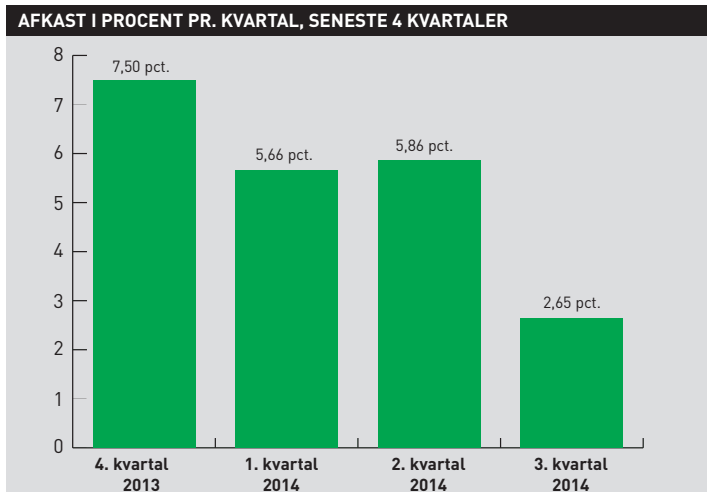
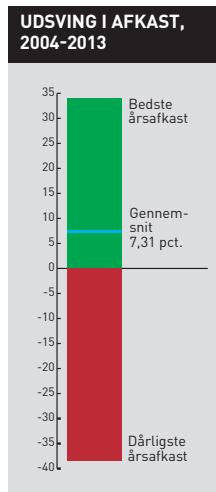
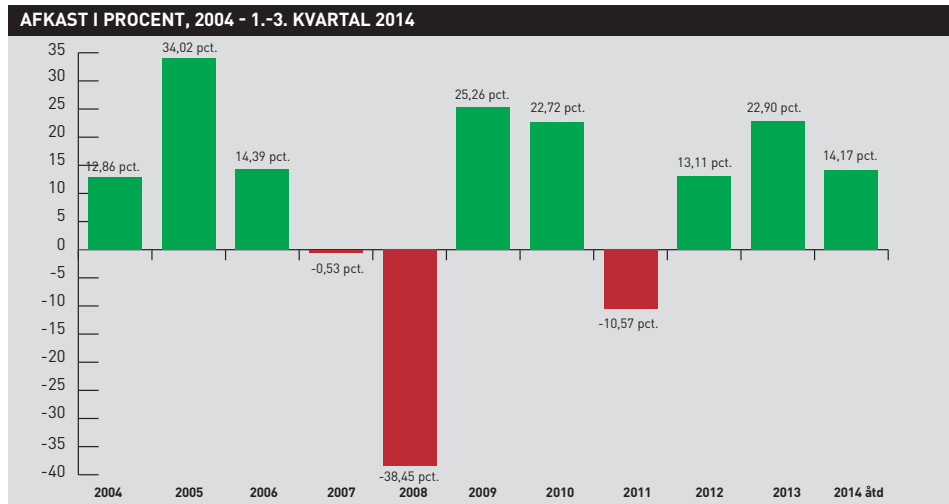


Kilde: EcoWin og Markit

Porteføljen gav i 3. kvartal 2014 et afkast på 2,65 pct., og for årets tre første kvartaler har det samlede afkast været på 14,17 pct. hvilket er bedre end markedsudviklingen. Både porteføljens obligationer og aktier har bidraget positivt til afkastet. For årets tre

første kvartaler har danske aktier klaret sig bedre end den generelle markedsudvikling, mens udenlandske aktier har klaret sig lidt dårligere end markedsudviklingen. I samme periode har obligationerne klaret sig på niveau med markedsudviklingen.

Neutral investeringsstrategi



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

Selskab	Andel
Novo Nordisk	14,6
Danske Bank	13,1
Vestas	10,3
Pandora	8,0
A.P. Møller Mærsk A	7,4

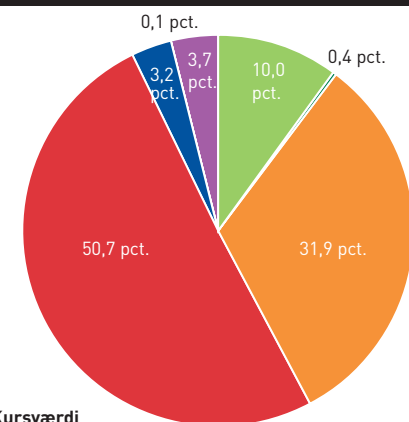
Udenlandske aktier: 5 største positioner (i procent af udenlandske aktier)

Selskab	Andel
Apple	5,6
Gilead Sciences	4,3
Amazon	3,3
Bank of America	2,8
Celgene	2,8

Obligationer: 3 største positioner (i procent af obligationer)

Obligation	Andel
2% Nykredit 2018	18,8
2% Realkredit Danmark 2044	18,8
2% Nordea Kredit 2029	14,4

AKTIVSAMMENSÆTNING



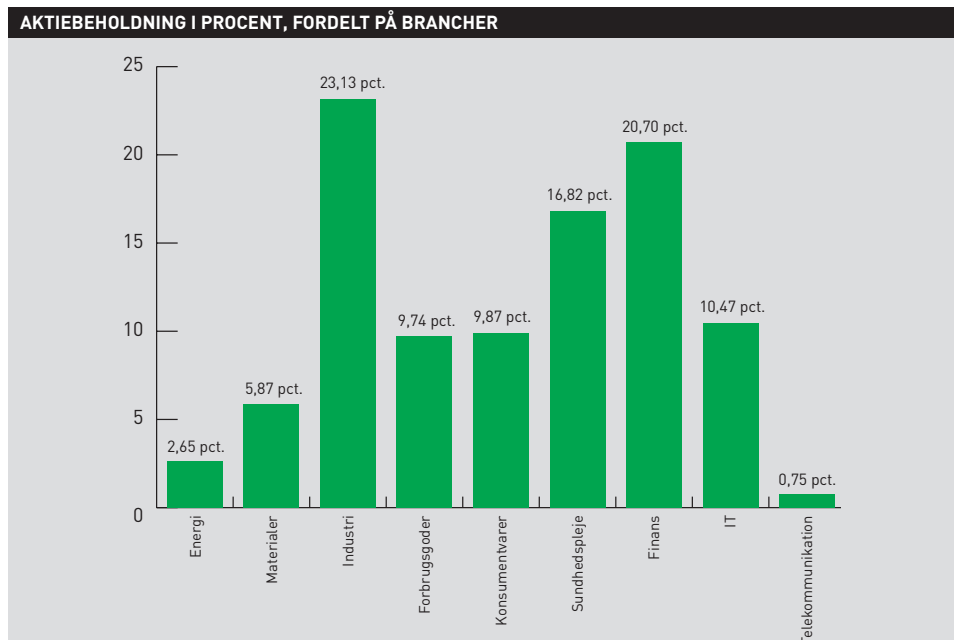
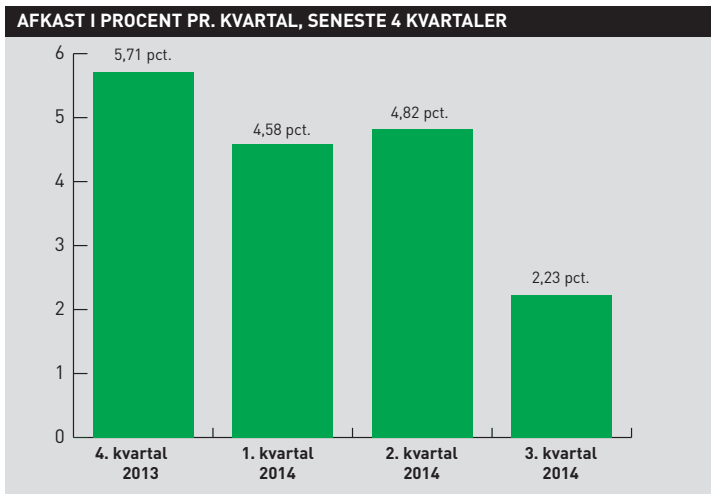
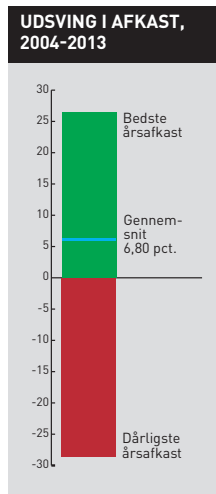
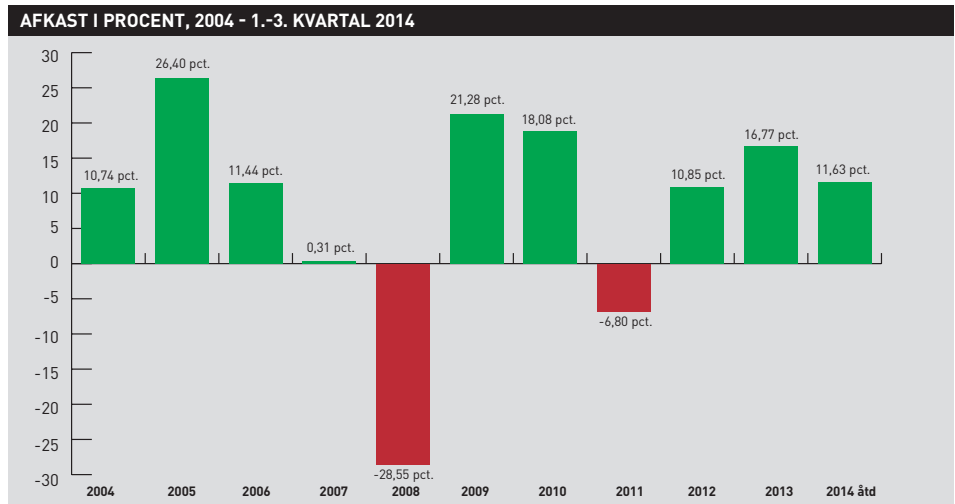
Kursværdi i mio. kr.

Danske obligationer (144,0)	Kontant (46,9)
Udenlandske obligationer (5,9)	Aftaleindlån (0,0)
Indeksobligationer (0,0)	Øvrige aktiver (1,8)
Danske aktier (462,1)	Andele i investeringsforeninger (52,9)
Udenlandske aktier (733,7)	

Porteføljen gav i 3. kvartal 2014 et afkast på 2,23 pct., og for årets tre første kvartaler har det samlede afkast været på 11,63 pct. hvilket er bedre end markedsudviklingen. Både porteføljens obligationer og aktier har bidraget positivt til afkastet. For årets tre

første kvartaler har danske aktier klaret sig bedre end den generelle markedsudvikling, mens udenlandske aktier har klaret sig lidt dårligere end markedsudviklingen. I samme periode har obligationerne klaret sig lidt dårligere end markedsudviklingen.

Neutral investeringsstrategi



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

Selskab	Andel
Novo Nordisk	14,5
Danske Bank	13,0
Vestas	10,4
Pandora	7,9
A.P. Møller Mærsk A	6,3

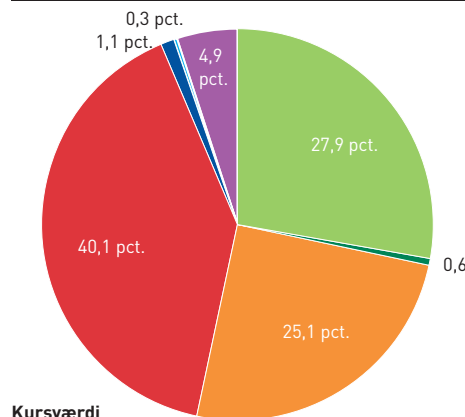
Udenlandske aktier: 5 største positioner (i procent af udenlandske aktier)

Selskab	Andel
Apple	5,7
Gilead Sciences	4,3
Amazon	3,3
Bank of America	2,9
Celgene	2,8

Obligationer: 3 største positioner (i procent af obligationer)

Obligation	Andel
2% Nykredit 2018	19,1
3,5% Realkredit Danmark 2044	16,6
2% Nordea Kredit 2029	14,6

AKTIVSAMMENSÆTNING



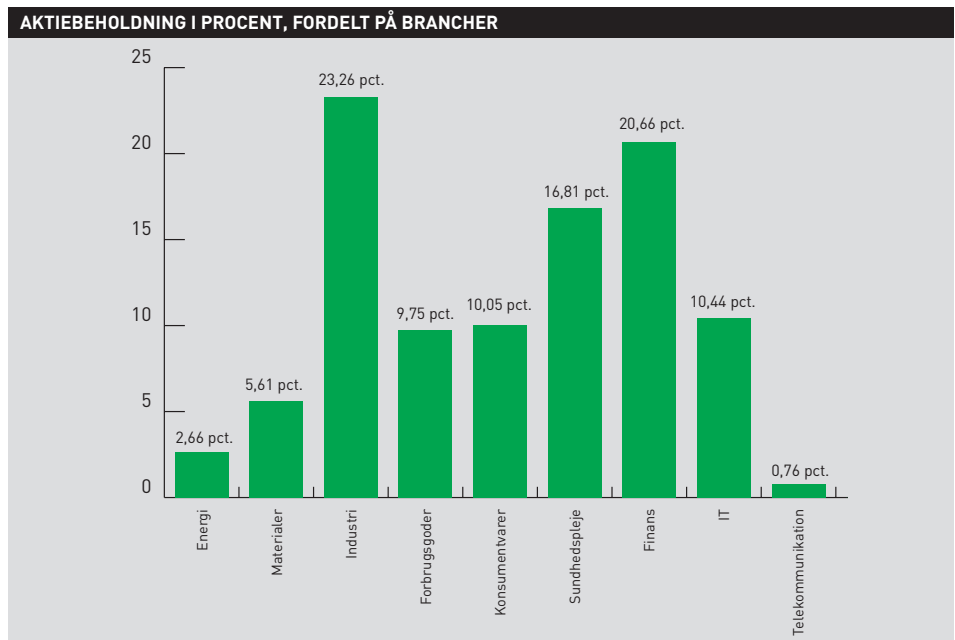
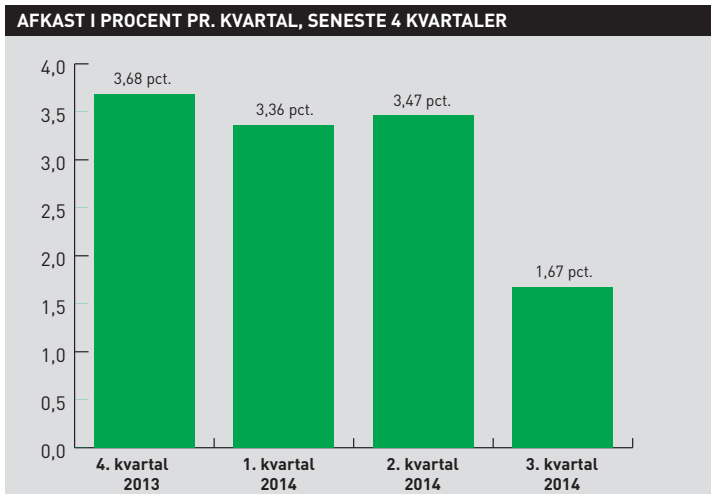
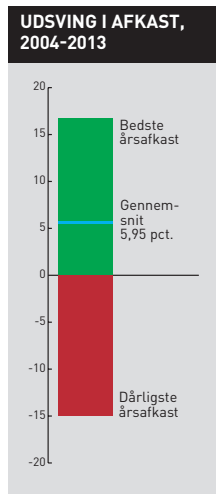
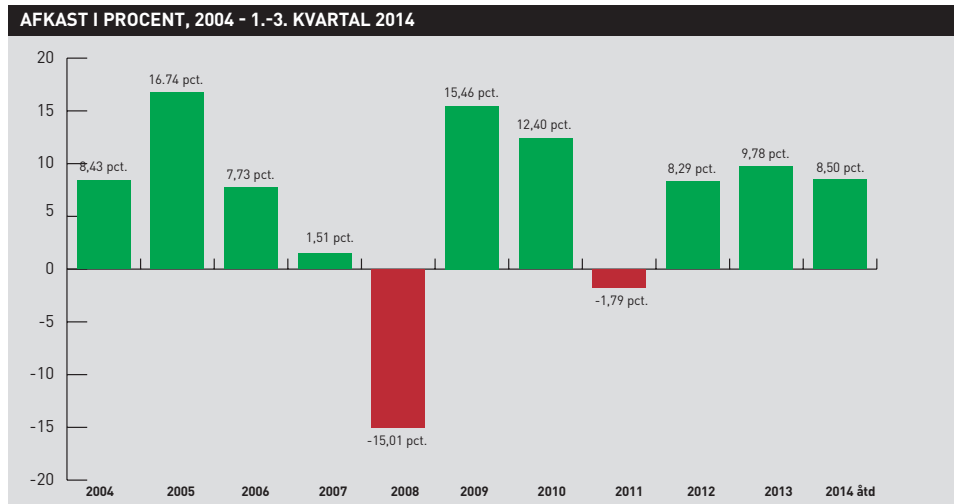
Kursværdi i mio. kr.

Danske obligationer (684,6)	Kontant (26,3)
Udenlandske obligationer (14,5)	Aftaleindlån (0,0)
Indeksobligationer (0,0)	Øvrige aktiver (7,6)
Danske aktier (617,0)	Andele i investeringsforeninger (121,6)
Udenlandske aktier (984,7)	

Porteføljen gav i 3. kvartal 2014 et afkast på 1,67 pct., og for årets tre første kvartaler har det samlede afkast været på 8,50 pct. hvilket er bedre end markedsudviklingen. Både porteføljens obligationer og aktier har bidraget positivt til afkastet. For årets tre

første kvartaler har danske aktier klaret sig bedre end den generelle markedsudvikling, mens udenlandske aktier har klaret sig lidt dårligere end markedsudviklingen. I samme periode har obligationerne klaret sig på niveau med markedsudviklingen.

Neutral investeringsstrategi



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

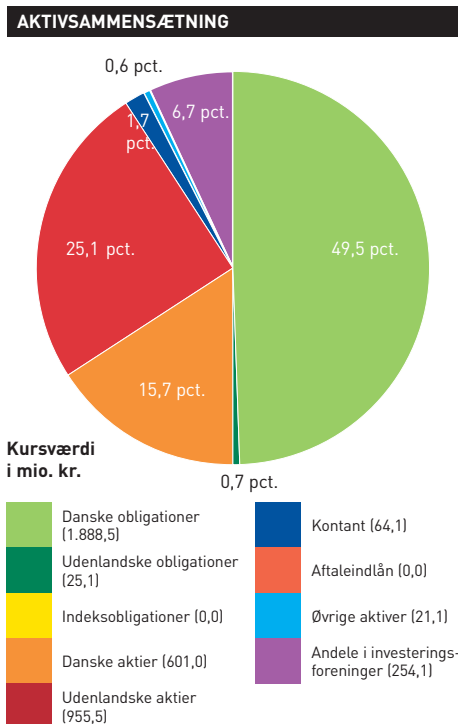
Selskab	Andel
Novo Nordisk	14,5
Danske Bank	13,0
Vestas	10,4
Pandora	7,9
A. P. Møller Mærsk A	6,5

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

Selskab	Andel
Apple	5,9
Gilead Sciences	4,3
Amazon	3,3
Bank of America	2,9
Celgene	2,9

Obligationer: 3 største positioner (i procent af obligationer)

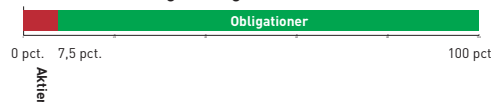
Obligation	Andel
2% Nykredit 2018	22,50
3,5% Realkredit Danmark 2044	20,70
2% Nordea Kredit 2018	13,10



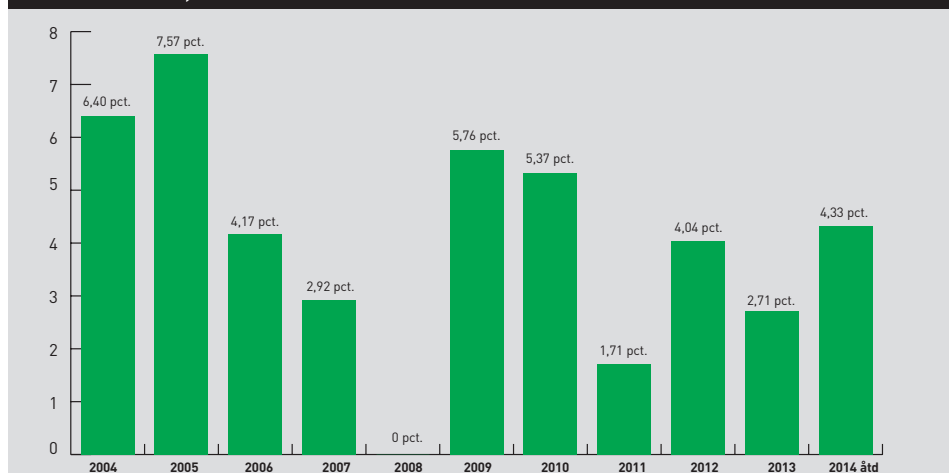
Porteføljen gav i 3. kvartal 2014 et afkast på 0,92 pct., og for årets tre første kvartaler har det samlede afkast været på 4,33 pct. hvilket er bedre end markedsudviklingen. Både porteføljens obligationer og aktier har bidraget positivt til afkastet. For årets tre

første kvartaler har danske aktier klaret sig bedre end den generelle markedsudvikling, mens udenlandske aktier har klaret sig lidt dårligere end markedsudviklingen. I samme periode har obligationerne klaret sig bedre end markedsudviklingen.

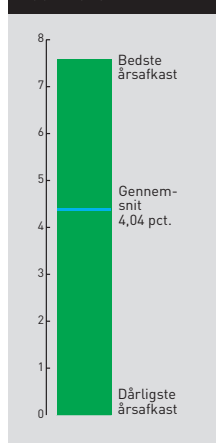
Neutral investeringsstrategi



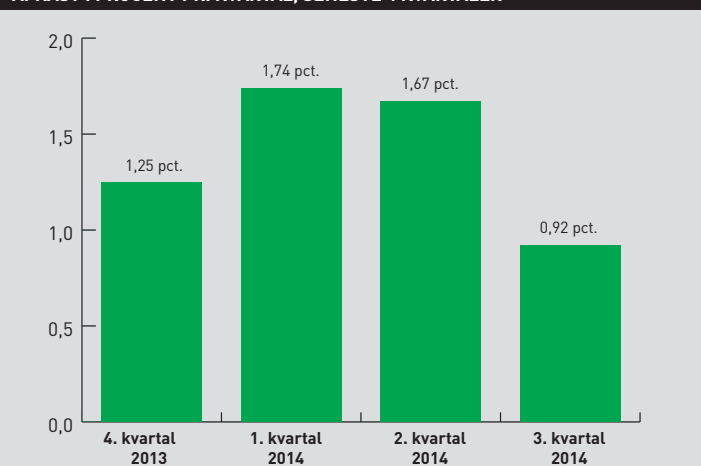
AFKAST I PROCENT, 2004 - 1.-3. KVARTAL 2014



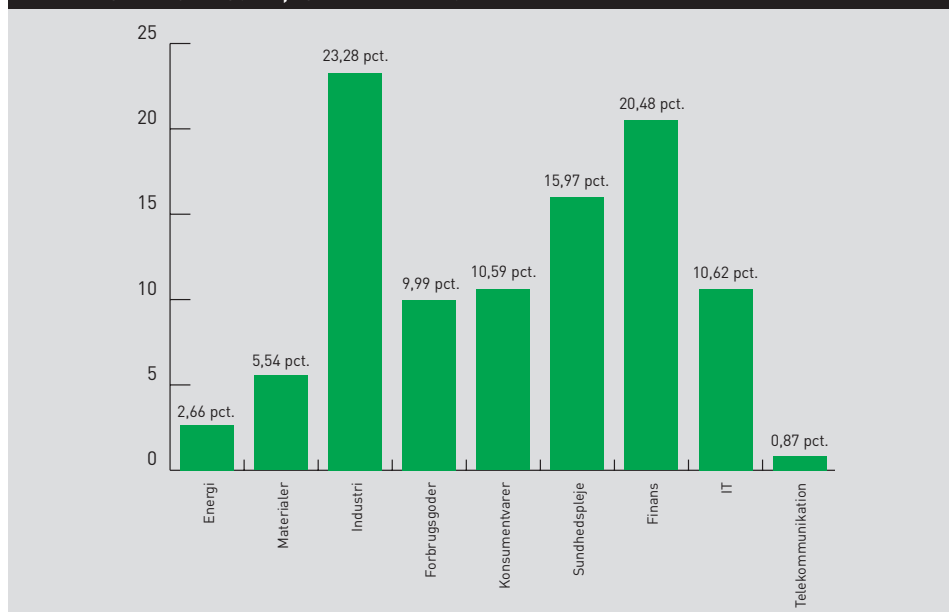
UDSVING I AFKAST, 2004-2013



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	14,4
Danske Bank	12,9
Vestas	10,7
Pandora	7,9
A.P. Møller Mærsk A	7,5

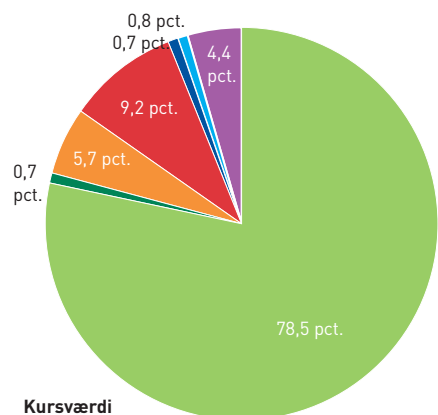
Udenlandske aktier: 5 største positioner (i procent af udenlandske aktier)

Selskab	Andel (%)
Apple	6,4
Gilead Sciences	3,6
Amazon	3,3
Celgene	3,1
Bank of America	2,4

Obligationer: 3 største positioner (i procent af obligationer)

Obligation	Andel (%)
3% Nykredit 2034	38,90
2% Nykredit 2017	13,80
4% Nykredit 2018	13,30

AKTIVSAMMENSÆTNING

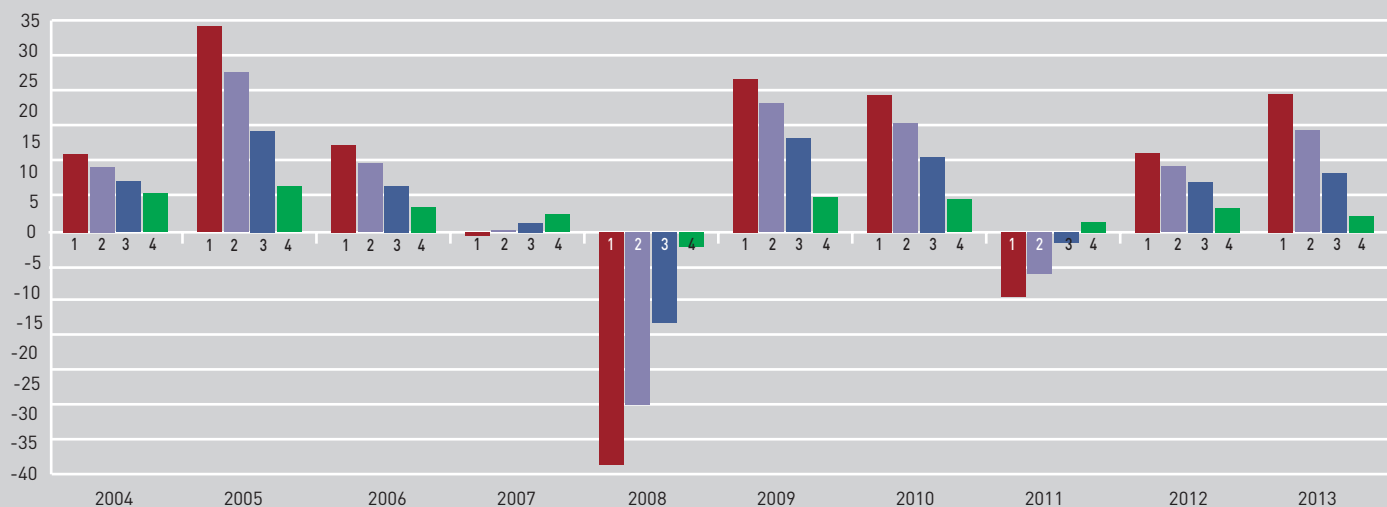


Kursværdi i mio. kr.

Danske obligationer (2.005,6)	Kontant (18,7)
Udenlandske obligationer (18,6)	Aftaleindlån (0,0)
Indeksobligationer (0,0)	Øvrige aktiver (21,6)
Danske aktier (144,9)	Andele i investeringsforeninger (112,2)
Udenlandske aktier (233,9)	

Puljeafkast for 2004-2013

Årlige afkast i procent

**Puljeafkast 3. kvartal 2014**

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

Puljeafkast 2. kvartal 2014

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

Puljeafkast 1. kvartal 2014

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

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

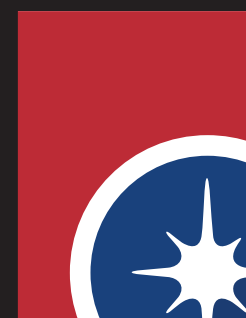
PULJENYTT - UDGIVES AF SPAR NORD BANK

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
6. november 2014



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.