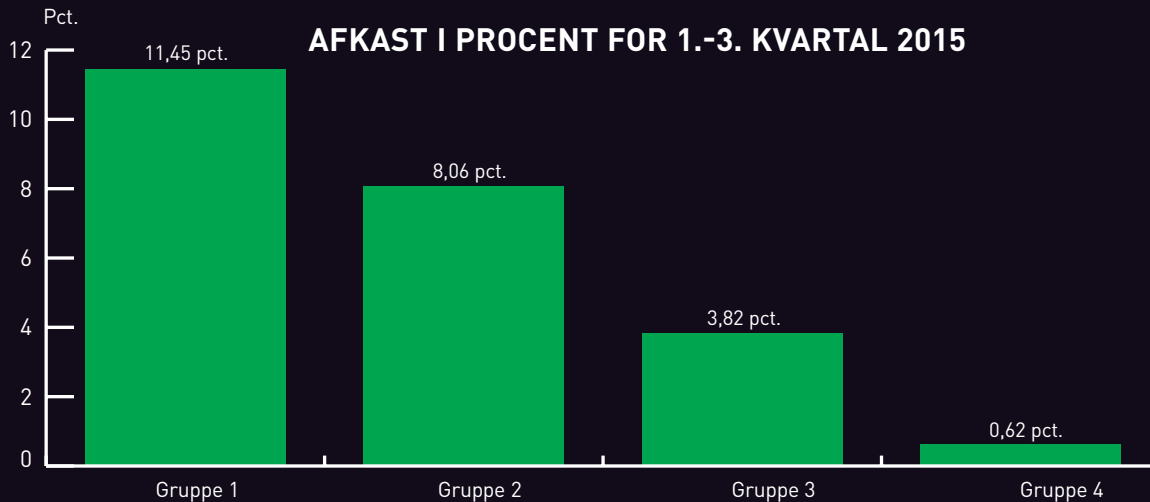




AFKAST I PROCENT FOR 1.-3. KVARTAL 2015



INDHOLD

- Overdreven vækstfrygt udløste aktienedturside 1
- Markedskommentarside 2
- Gruppe 1.....side 4
- Gruppe 2.....side 5
- Gruppe 3.....side 6
- Gruppe 4.....side 7
- Puljeafkast.....side 8

Overdreven vækstfrygt udløste aktienedtur

Tredje kvartal 2015 vil gå over i historien som et meget dårligt kvartal for de globale aktiemarkeder, der faldt 9,1 pct. fra 30. juni til 30. september. Kvartalet er samtidig en vigtig påmindelse om, hvor hurtigt og let humøret kan skifte på de globale aktiemarkeder, og hvor brutale sådanne humørsvingninger kan være.

Grækenland var forud for tredje kvartal udset til at være problembarn nummer et for de finansielle markeder, og i løbet af kvartalet hobede problemerne omkring Grækenland sig op – herunder nej til EU's hjælpepakke ved folkeafstemningen 5. juli og et nyvalg 20. september. Grækenland endte dog i sidste ende med at acceptere EU's krav for en ny hjælpepakke og fik kun en meget kortvarig negativ effekt på de globale aktiemarkeder.

Det der i tredje kvartal spolerede stemningen på aktiemarkedet var derimod en gammel travet i form af frygt for, at den kinesiske økonomi er på vej mod en såkaldt hård landing, det vil sige en meget kraftig vækstafmatning, hvilket i værste fald vil kunne trække resten af den globale økonomi tilbage i recession. Denne frygt har utallige gange over de seneste år ulmet på de finansielle markeder, men blussede i august pludseligt voldsomt op som følge af en kombination af skuffende kinesiske nøgletal, en bristet kinesisk aktieboble og en liberalisering af det kinesiske valutasystem, der resulterede i en mindre devaluering af den kinesiske Renminbi.

Hastigheden hvormed de globale aktiemarkeder skiftede humør var meget høj. I løbet af de fem handelsdage fra og med den 18. august til og med den 24. august, faldt de globale aktiemarkeder således næsten 13 pct. i DKK. Som det nok bedste eksempel på, hvor paniske de globale aktiemarkeder reagerede, var mandag den 24. august, hvor globale aktier faldt 5 pct. – vel og mærke på en dag uden væsentlige nyheder.

Som vi beskrev i Puljenyt for tredje kvartal 2014, der omhandlede en lignende – om end mindre kraftig – global aktienedtur udløst af europæisk vækstfrygt i oktober 2014, er midlertidige korrektioner i en længerevarende aktieoptur meget normale. Aktiemarkederne overreagerer typisk meget hurtigt i sådanne situationer for derefter at stige hurtigt igen. Forsøg på at time korrektioner udløst af vækstfrygt er meget svære i praksis og meget farlige. Man risikerer som investor således nemt at reducere sin aktieeksponering for tidligt og få genetableret aktieeksponeringen for sent. Det er i sådanne situationer derfor typisk bedst at bevare roen – vel og mærke hvis man vurderer, at vækstfrygten er overdreven.

I den aktuelle situation er det vores vurdering, at vækstfrygten, der har sat dagsordenen på de globale aktiemarkeder i tredje kvartal, er overdreven. Kina er strukturelt på vej ned i gear som en naturlig følge af, at de kinesiske myndigheder forsøger at omstille den kinesiske

*Christian Mose Nielsen, chefstrateg
Kapitalforvaltning, 21. oktober 2015*



økonomi fra at være primært eksport og investeringsdrevet til i langt højere grad at være også forbrugsdrevet. De kinesiske myndigheder har dog fortsat et meget stort penge- og finanspolitisk råderum, der kan bruges til at sikre, at denne omstilling sker på kontrolleret vis – en såkaldt blød landing. Det er desuden vores vurdering, at de igangværende opsving i både Eurozonen og USA, der langt fra er prangende, ikke vil blive afsporet af lidt lavere vækst i Kina.

Aktienedturen i august er efter vores vurdering således klart overgjort, og vi har derfor valgt at holde fordelingen mellem aktier og obligationer i Spar Nords puljer uændret. Desværre har den rekyl på de globale aktiemarkeder, som vi har oplevet siden slutningen af august, ikke været ligeså kraftig som i oktober 2014, hvor globale aktier i løbet af anden halvdel af oktober genvandt mere end alt det tabte fra første halvdel af oktober. Globale aktier er dog pr. 22. oktober steget 10 pct. siden 24. august. Vi har fortsat tiltro til, at aktieopturen fortsætter de kommende 3-6 måneder.

Markedskommentar 3. kvartal 2015

FALD I AKTIEKURSER OG RÅVAREPRISER SATTE SIT PRÆG PÅ 3. KVARTAL

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

- Store kursfald på aktiemarkedene og fornyede fald i energi- og råvarepriserne satte sit præg på kvartalet. Arnestedet var usikkerhed om kinesisk vækst, og hårdest ramt blev Emerging Markets landene.
- Aktier tabte i værdi i 3. kvartal. Globalt set faldt aktierne med -9,1 pct. målt i DKK, men det dækker over store forskelle. Emerging Market landene tabte -18,7 pct., mens Danmark lå i top med et tab på kun -2,7 pct.
- Trods de store kursfald på aktiemarkedene, blev renten på statsobligationerne kun påvirket i beskedent omfang. Til gengæld steg kreditspændet på virksomhedsobligationer så meget, at de kom ud med negativt afkast.
- De finansielle markeder er stadig præget af stor frygt for, at Kina er på vej mod en hård landing, og at dette i værste fald vil trække global økonomi tilbage i recession. Denne frygt er efter vores vurdering overdreven.

MAKROØKONOMI

Store kursfald på aktiemarkedene og nye fald i energi- og råvarepriserne satte sit præg på 3. kvartal 2015. Det var svagere end ventede nøgletal for den kinesiske økonomi, punktering af en kinesisk aktieboble og kinesiske devalueringer, der udløste uroen. Frygten var og er, at en såkaldt hård landing i Kina kombineret med begyndende renteforhøjelser i USA, kan give alvorlige udfordringer for Emerging Markets (EM), og det i sidste ende også kan trække de udviklede lande ned. Uroen har ramt bredt, men især ramt EM-landene. Blandt de hårdest ramte er blandt andet Brasilien og Tyrkiet, der begge har oplevet deres valutaer blive svækket til det svageste nogensinde overfor både USD og EUR.

Som det fremgår af figur 1, har aktivitetsbarometret for Kina været faldende siden sommeren 2014 og er nu kommet under 50, som adskiller fremgang fra tilbagegang. Derimod viser aktivitetsbarometret i både USA og EU fortsat tegn på moderat vækst.

Kaoset omkring den græske økonomi og store statsgæld blev midt i juli løst for nærværende efter megen tumult. Det endte med en aftale, hvor euro-landene sikrede finansieringen mod håndfæstning af grækerne på en genopretningsplan. Det betød, at Grækenland umiddelbart blev fjernet fra listen over akutte risici på finansmarkedene, hvor den havde stået siden 2010, men der er stadig lang vej til den græske økonomi er kommet helt på fode og dermed helt fjernet fra finansmarkedernes fokus.

Selv om alt tegner til et moderat opsving i Eurozonen, bekymrer den seneste udvikling Den Europæiske Centralbank (ECB), da vækst ikke længere er så sikkert og faldet i råvarepriserne igen vil sætte inflationen under pres og øge risikoen for deflation. Derfor forventes det, at ECB vil føre en lempelig pengepolitik lang tid endnu, og højst sandsynligt, at obligationsopkøbsprogrammet (QE) vil blive forlænget, øget eller udvidet.

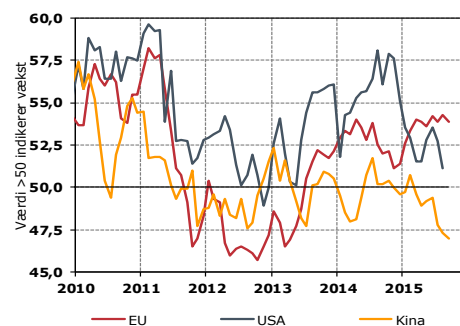
Selv om væksten i USA har skuffet hen over vinteren, er der blevet skabt mange jobs. Arbejdsløsheden er kommet ned i 5,1 pct. og væksten tegner til at blive moderat og selv-bærende. Det mest overraskende er imidlertid, at faldet i arbejdsløsheden ikke har medført tilsvarende stigninger i lønningerne. Det har betydet, at den amerikanske centralbank (Fed) endnu ikke er begyndt at hæve renten, som mange ellers forventede tidligere på året.

I Danmark vil Nationalbanken genoptage salget af statsobligationer til oktober efter udstedelsen blev suspenderet i januar i forbindelse med det omvendte valutapres på den danske krone. Presset på kronen er således aftaget og valutareserverne er på vej ned til mere normale niveauer. Næste skridt vil blive en hævnning af Indskudsbevisrenten.

AKTIEBEHOLDNINGEN I GRUPPE 1-4 FORDELT PÅ LANDE.

Danmark	36,98
USA	33,60
Frankrig	9,56
Japan	5,00
Tyskland	3,21
Norge	2,85
Hong Kong	2,09
Spanien	1,80
Schweiz	1,63
Holland	1,48
Italien	1,35
Sverige	0,45
	100,00

FIG. 1: AKTIVITETSBAROMETRE EUROZONEN, USA OG KINA



Kilde: EcoWin og Markit

AKTIER

Aktier tabte værdi i 3. kvartal, som det fremgår af figur 2. Globalt set faldt aktierne med -9,1 pct. i 3. kvartal målt i DKK, men det dækker over store forskelle. Aktiemarkederne i Emerging Market landene tabte -18,7 pct., mens Danmark lå i top med et tab på kun -2,7 pct. (OMXC20 CAP).

Set hen over årets tre første kvartaler har de danske aktier også klaret sig bemærkelsesværdigt flot med et afkast på 18,3 pct., mens europæiske aktier har leveret afkast på 0,5 pct. og amerikanske aktier 1,1 pct., som det fremgår af tabel 1. Det positive afkast på amerikanske aktier skyldes dog udelukkende styrkelse af dollaren. Reguleres der herfor, har amerikanske aktier givet et tab på -6,7 pct. målt i USD.

Ser vi på de store danske aktier i 3. kvartal, var Chr. Hansen (+14,2 pct.) og William Demant (8,7 pct.) de to bedste, mens FL Smidth (-31,2 pct.) og Carlsberg (-15,6 pct.) var de to dårligste.

Globalt set steg IT, stabilt forbrug og cyklisk forbrug mest. Flere sektorer blev presset i 3. kvartal og gav negativt afkast. Faldet i energi- og råvarepriser samt skandalen med Volkswagen satte sine spor. Det samme gjorde forøget politisk fokus i USA mod de stigende medicinpriser også. Sektormæssigt blev det energi, materialer og finans, der klarede sig dårligst i 3. kvartal.

OBLIGATIONER

Trods de store kursfald på aktiemarkederne, blev renten på statsobligationer kun påvirket i beskedent omfang, som det fremgår af figur 3. Det betød, at danske stats- og realkreditobligationer gav hhv. 0,3 pct. og 0,8 pct. i afkast i 3. kvartal, jf. tabel 1.

Afklaringen af kaosset omkring Grækenland betød, at merrenten på mange af de økonomisk set mere belastede lande i Eurozonen faldt. Det er årsagen til, at europæiske statsobligationer gav et afkast på 2,8 pct. i 3. kvartal, som det fremgår af tabel 1, mens danske statsobligationer kun gav et afkast på 0,3 pct.

Det negative afkast på danske realkreditobligationer for årets ni første måneder skyldes blandt andet, at kursen på realkreditobligationerne har været presset af historisk stor konverteringsaktivitet først på året og implementering af nye regler i finanssektoren, som gør det sværere for bankerne at holde realkreditobligationer.

Virksomhedsobligationerne oplevede i 3. kvartal stigende kreditspænd og negativt afkast. Det er sket efter en længere periode med faldende eller uændrede kreditspænd. Det betød, at de mindst risikofyldte europæiske virksomhedsobligationer (Investment Grade – IG) gav et afkast på -0,2 pct. i kvartalet, mens de mest risikofyldte europæiske virksomhedsobligationer (High Yield – HY) gav et afkast på -2,3 pct., som det fremgår af tabel 1.

FORVENTNINGER

De finansielle markeder er stadig præget af stor frygt for, at Kina er på vej mod en hård landing, og at dette i værste fald vil trække global økonomi tilbage i recession. Denne frygt, mener vi, er overdreven. Kina er således efter vores vurdering på vej mod en blød landing understøttet af målrettede stimuli, hvilket den kommende tids økonomiske nøgletal formentligt vil bekræfte, og væksten i Eurozonen og USA forbliver moderat.

Kombinationen af historisk lave statsrenter, fortsat ekstrem lempelig pengepolitik – herunder udsigt til en udvidelse af ECBs opkøbsprogram – og håndterbar politisk risiko understøtter dette vækstbillede og en fortsat jagt på afkast.

Vi forventer høj volatilitet i lange danske og tyske statsrenter omkring de nuværende niveauer over de næste 3-6 måneder. Afkastpotentialet er dog begrænset og udfaldsrummet er asymmetrisk. Der er fortsat udsigt til stigende statsrenter på længere sigt.

Virksomhedsobligationer er fair til attraktivt prisfastsat relativt til statsobligationer. Kreditspændene forventes at forblive uændrede til lavere over de næste 3-6 måneder.

Der er ingen tegn på en aktieboble og både globale og europæiske aktier er meget attraktivt prisfastsat relativt til obligationer – herunder i særdeleshed statsobligationer. Vi forventer stigende aktiemarkeder på 3-6 måneders sigt.

Kapitalforvaltning, 1. oktober 2015

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



Kilde: EcoWin

TABEL 1: UDVALGTE MARKEDSAFKAST I DKK

Land	Indeks	1.-3. kvrt. 2015	3. kvrt. 2015
Aktier			
Danmark	OMXC20 CAP	18,3%	-2,7%
Danmark	KAXCAP	19,6%	-1,1%
Europa	MSCI Europe	0,5%	-9,3%
USA	S&P 500	1,1%	-7,2%
Verden	MSCI World	0,3%	-9,1%
Obligationer			
Danmark	Statsobl. (EFFAS 1-10)	0,0%	0,3%
Danmark	Realkredit (Nykredit)	-1,0%	0,8%
Europa	Statsobl. (EFFAS)	1,7%	2,8%
Europa	Investment Grade (ML)	-1,4%	-0,2%
Europa	High Yield (ML)	-0,3%	-2,3%

Kilde: Bloomberg

FIG. 3: RENTEN PÅ 10-ÅRIG STATS OblIGATION

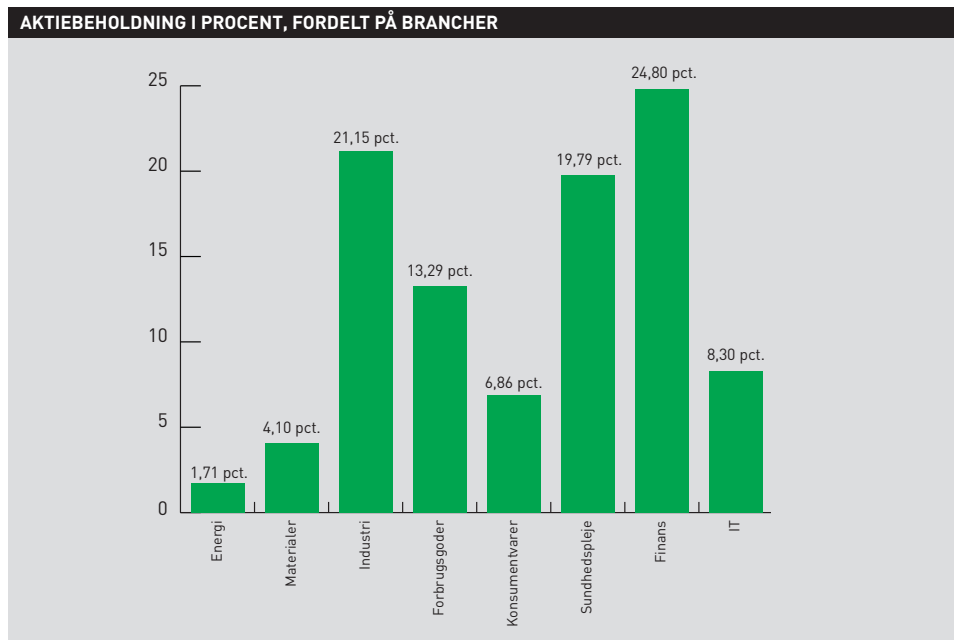
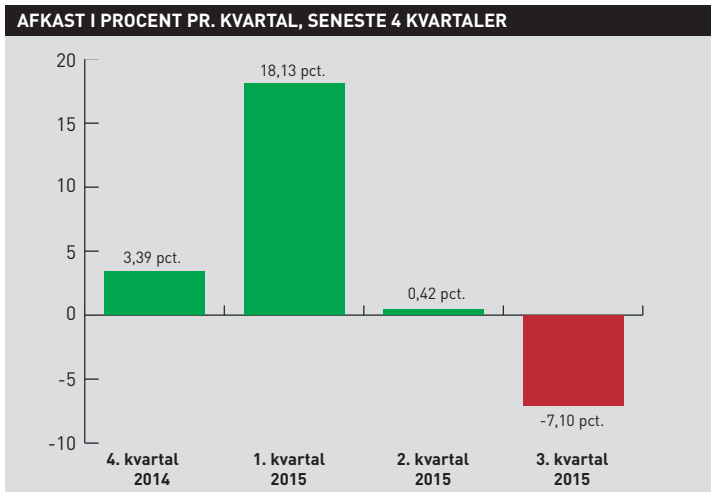
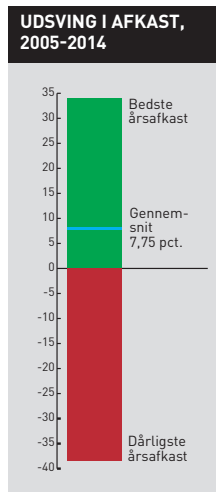
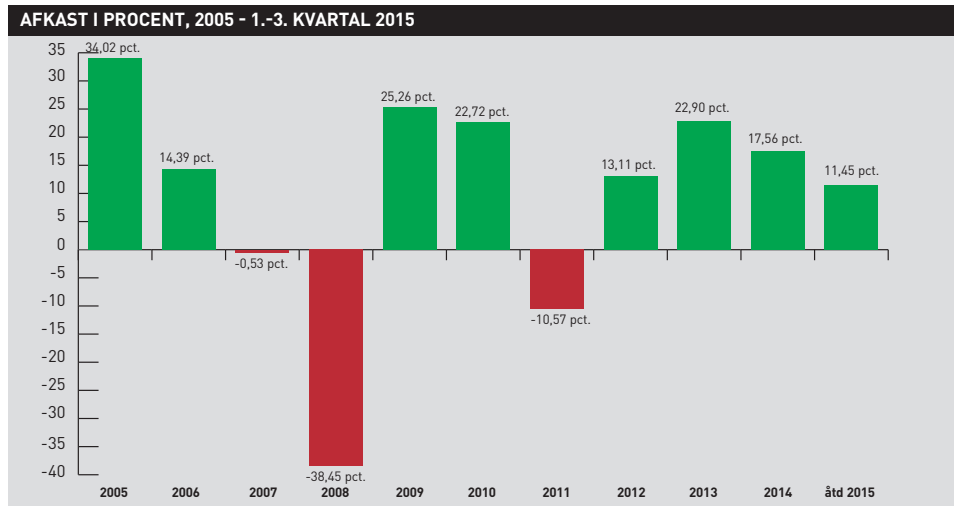
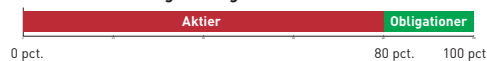


Kilde: EcoWin

Porteføljen gav i 3. kvartal 2015 et afkast på -7,10 pct., og for de første 3 kvartaler af 2015 har afkastet været på 11,45 pct. hvilket er bedre end markedsudviklingen. Porteføljens obligationer har bidraget negativt til afka-

stet, 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	14,9
Danske Bank	12,9
Vestas Wind Systems A/S	12,1
Genmab	11,3
Pandora A/S	10,1

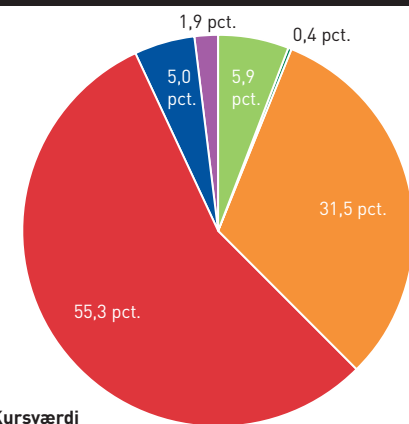
Udenlandske aktier: 5 største positioner (i procent af udenlandske aktier)

Selskab	Andel
Gilead Sciences	4,5
Apple	4,5
Amazon	4,0
Renault	3,9
Storebrand	3,7

Obligationer: 3 største positioner (i procent af obligationer)

Obligation	Andel
2% Nykredit 2019	23,00
2,50% Nykredit 2047	18,40
1% Realkredit Danmark 2018	16,60

AKTIVSAMMENSÆTNING



Kursværdi i mio. kr.

Danske obligationer (102,4)	Kontant (87,5)
Udenlandske obligationer (7,3)	Aftaleindlån (0,0)
Indeksobligationer (0,0)	Øvrige aktiver (0,8)
Danske aktier (548,0)	Andele i investeringsforeninger (33,5)
Udenlandske aktier (964,3)	

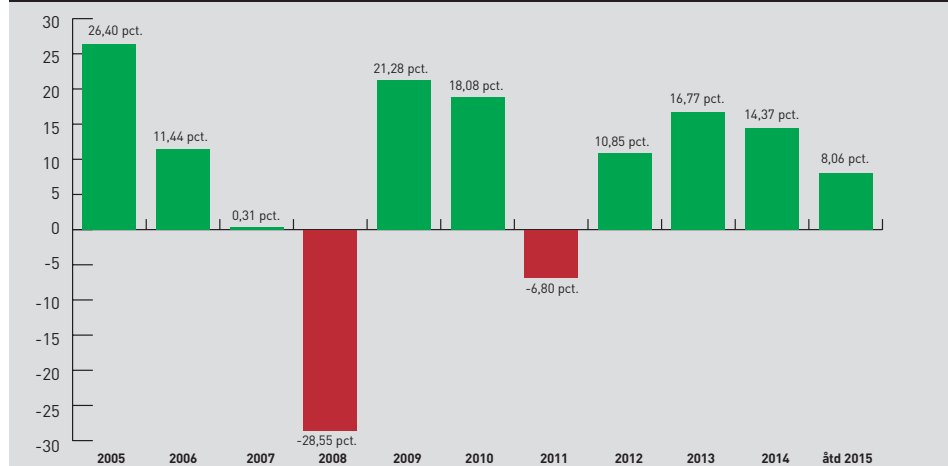
Porteføljen gav i 3. kvartal 2015 et afkast på -5,48 pct., og for de første 3 kvartaler af 2015 har afkastet været på 8,06 pct. hvilket er bedre end markedsudviklingen. Porteføljens obligationer har bidraget negativt til afka-

stet, 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.

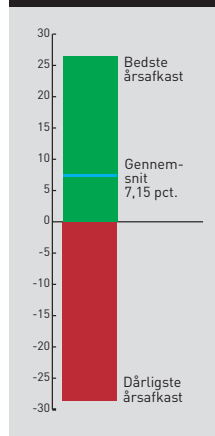
Neutral investeringsstrategi



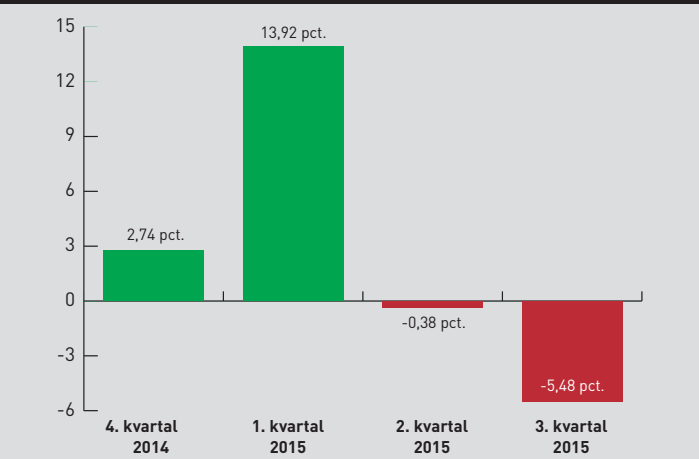
AFKAST I PROCENT, 2005 - 1.-3. KVARTAL 2015



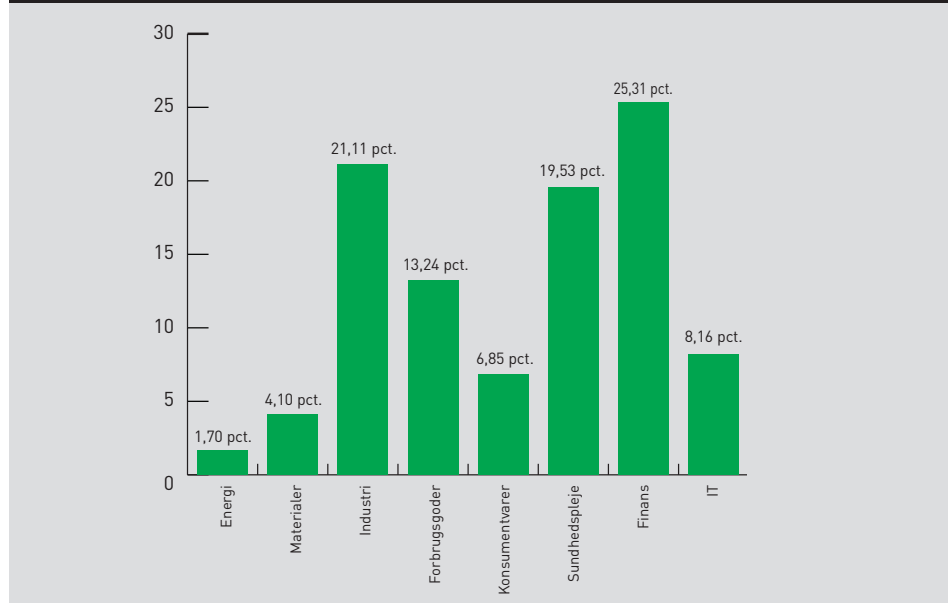
UDSVING I AFKAST, 2005-2014



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	14,6
Danske Bank	12,7
Vestas Wind Systems A/S	12,0
Genmab	10,8
Pandora A/S	9,9

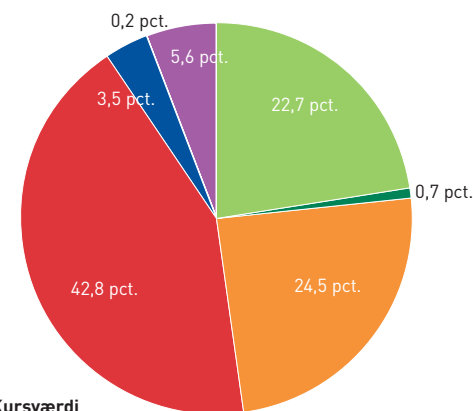
Udenlandske aktier: 5 største positioner (i procent af udenlandske aktier)

Selskab	Andel
Gilead Sciences	4,6
Apple	4,5
Amazon	4,0
Renault	3,9
Storebrand	3,7

Obligationer: 3 største positioner (i procent af obligationer)

Obligation	Andel
2,5% Nykredit 2047	17,30
2% Nykredit 2019	16,20
2% Nordea Kredit 2018	11,20

AKTIVSAMMENSÆTNING



Kursværdi i mio. kr.

Danske obligationer (673,3)	Kontant (103,9)
Udenlandske obligationer (20,3)	Aftaleindlån (0,0)
Indeksobligationer (0,0)	Øvrige aktiver (5,3)
Danske aktier (727,4)	Andele i investeringsforeninger (167,3)
Udenlandske aktier (1.269,6)	

Porteføljen gav i 3. kvartal 2015 et afkast på -3,40 pct., og for de første 3 kvartaler af 2015 har afkastet været på 3,82 pct. hvilket er bedre end markedsudviklingen. Porteføljens obligationer har bidraget negativt til afka-

stet, 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.

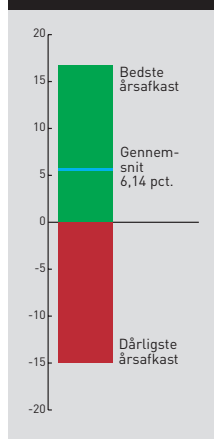
Neutral investeringsstrategi



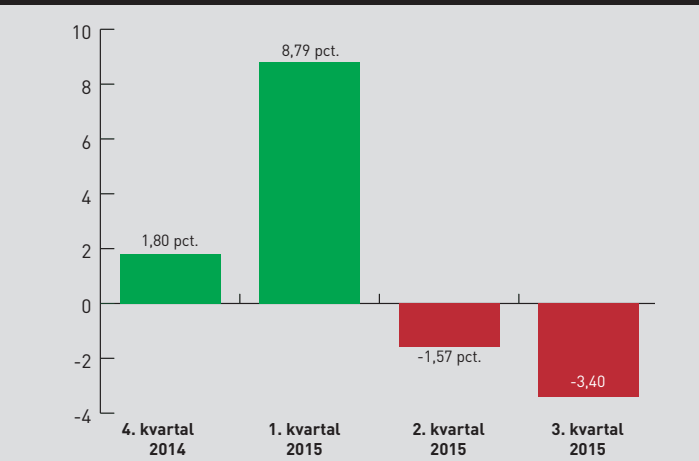
AFKAST I PROCENT, 2005 - 1.-3. KVARTAL 2015



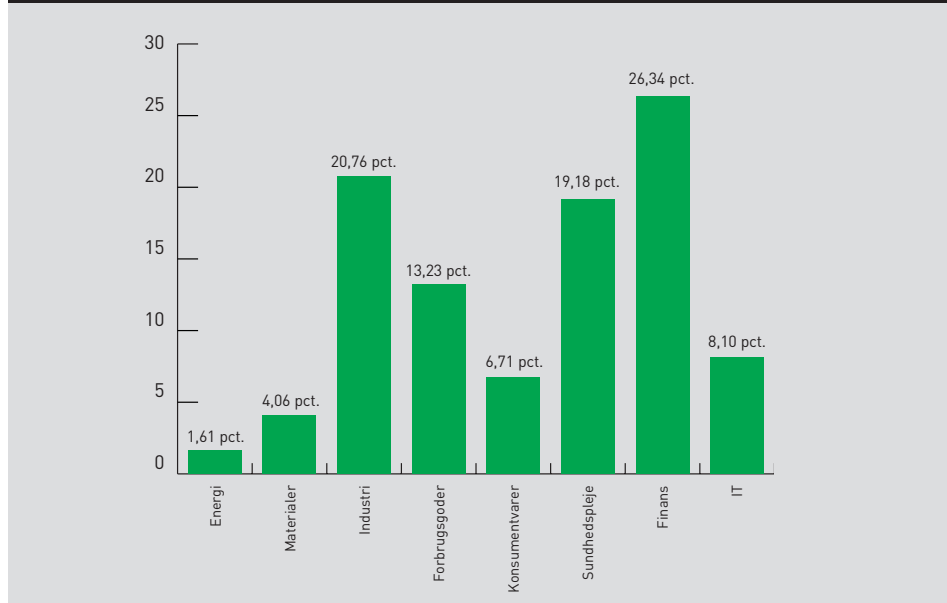
UDSVING I AFKAST, 2005-2014



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	14,0
Danske Bank	12,2
Vestas Wind Systems A/S	11,5
Genmab	10,4
Pandora A/S	9,5

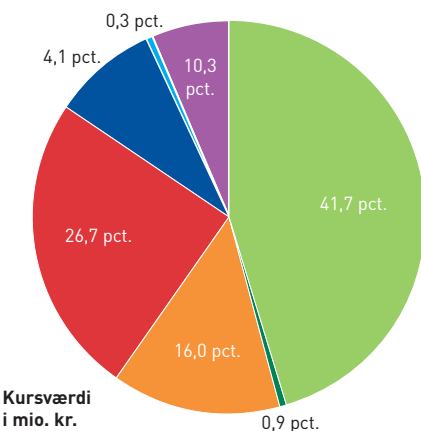
Udenlandske aktier: 5 største positioner (i procent af udenlandske aktier)

Selskab	Andel
Gilead Sciences	4,6
Apple	4,6
Amazon	4,2
Renault	4,0
Storebrand	3,8

Obligationer: 3 største positioner (i procent af obligationer)

Obligation	Andel
2,5% Nykredit 2047	18,90
1% Realkredit Danmark	15,30
1% Nykredit 2019	13,60

AKTIVSAMMENSÆTNING



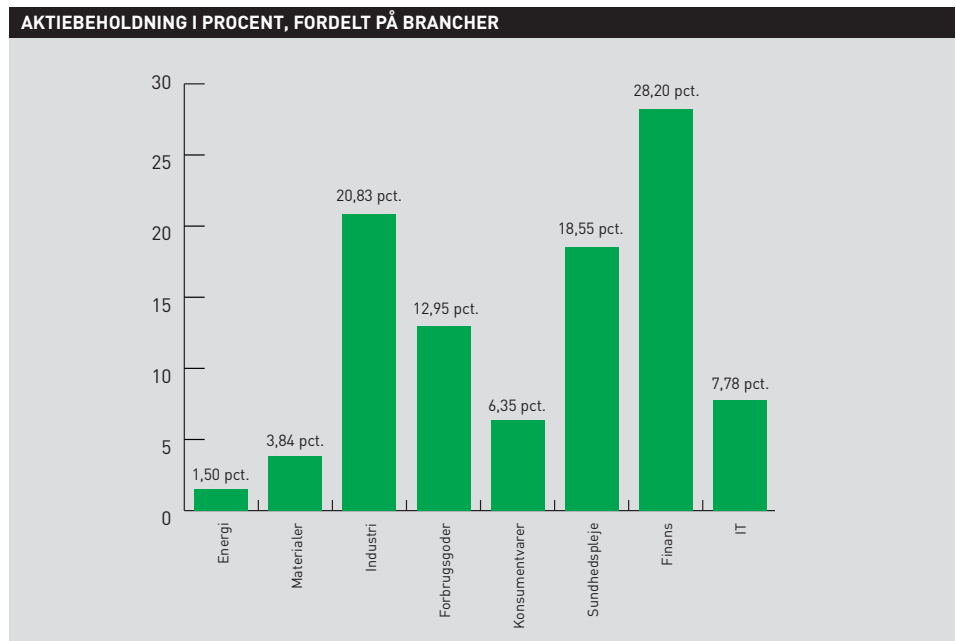
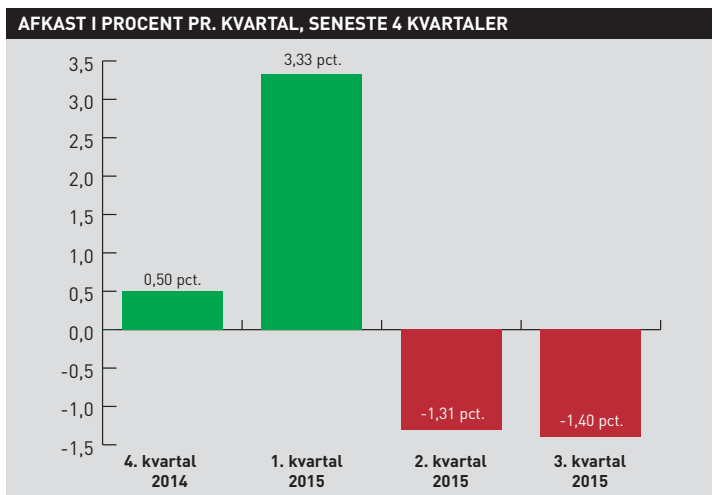
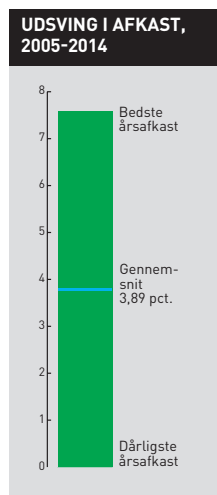
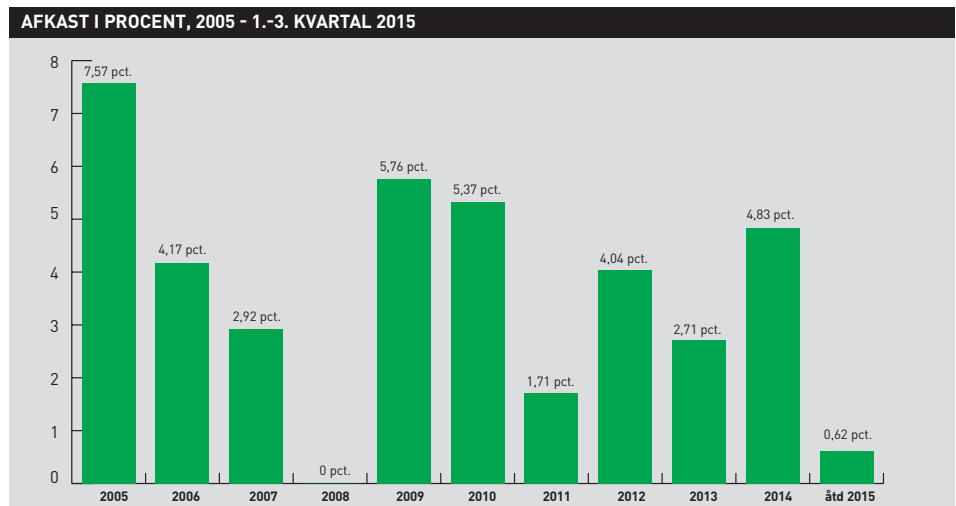
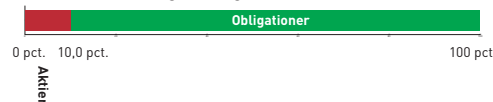
Kursværdi i mio. kr.

Danske obligationer	(2.033,1)
Udenlandske obligationer	(43,5)
Indeksobligationer	(0,0)
Danske aktier	(777,6)
Udenlandske aktier	(1.298,2)
Kontant	(197,9)
Aftaleindlån	(0,0)
Øvrige aktiver	(14,0)
Andele i investeringsforeninger	(501,4)

Porteføljen gav i 3. kvartal 2015 et afkast på -1,40 pct., og for de første 3 kvartaler af 2015 har afkastet været på 0,62 pct. hvilket svarer til 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)

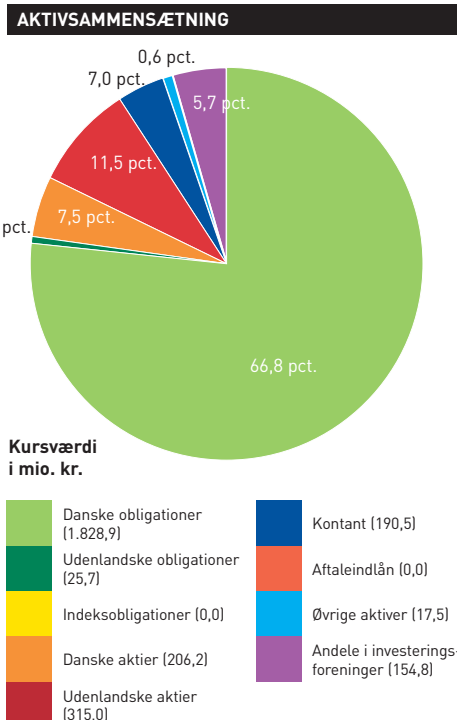
Selskab	Andel
Novo Nordisk	13,3
Core Bolig VI A/S	12,0
Danske Bank	11,6
Vestas Wind Systems A/S	10,9
Pandora A/S	8,9

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

Selskab	Andel
Gilead Sciences	4,6
Apple	4,4
Amazon	4,3
Renault	4,0
Storebrand	3,9

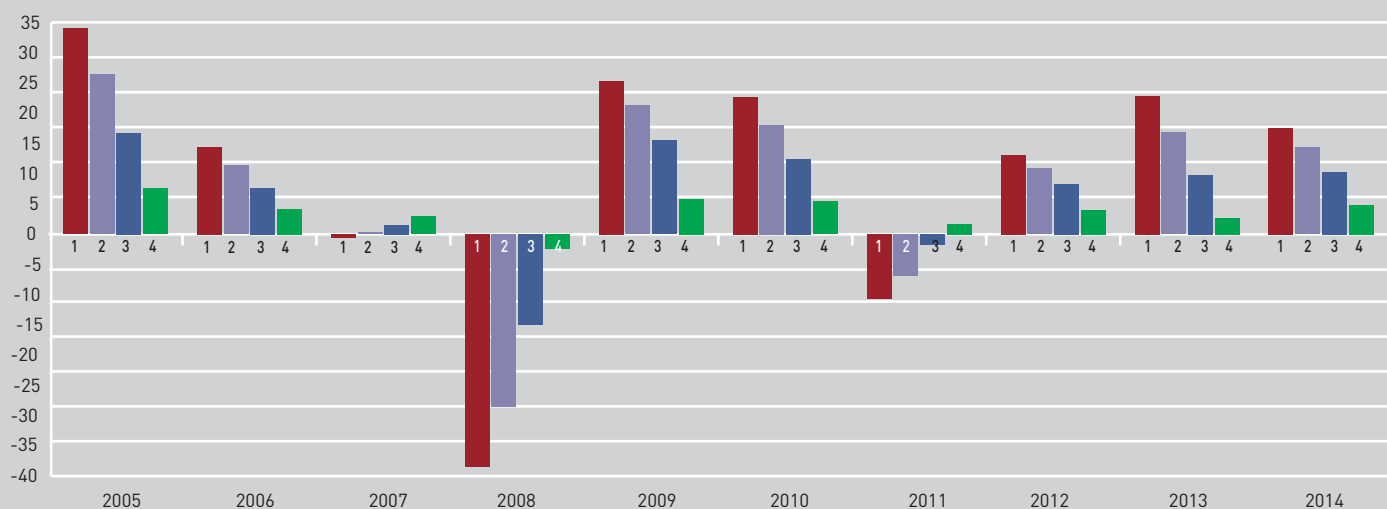
Obligationer: 3 største positioner (i procent af obligationer)

Obligation	Andel
3% Nykredit 2034	23,60
2% Nykredit 2018	17,30
2% Realkredit Danmark	16,80



Puljeafkast for 2005-2014

Årlige afkast i procent

**Puljeafkast 3. kvartal 2015**

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

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

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
23. oktober 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.