



Slagelse Kommune
Frie Midler

Kvartalsrapport
April 2015

SEB



MARKEDSVÆRDI PR. AKTIV KLASSE

Slagelse Kommune

Depot nr.: 6100050824

Depot nr.:

Rapporten er opgjort på handelsdag

Dato: 03-31-2015

<u>Aktivklasse</u>	<u>Markedsværdi</u>	<u>Vægt</u>
Kontanter	1,083,844.60	0.5
Akt Inv.for.	2,536,347.69	1.3
Akt Inv.for.	19,001,167.14	9.5
Obl Inv.for.	13,355,166.71	6.7
Obl Dk nom	163,547,990.56	82.0
TOTAL	199,524,516.69	100.0



PERFORMANCE RAPPORT - TIDSVÆGTET AFKAST

Slagelse Kommune

Depot nr.: 6100050824

Depot nr.:

Rapporten er opgjort på handelsdag

Periode: 28-02-2015 til 31-03-2015

	Periode kr.	År til dato kr.
Beregningsperiodens start	28-02-2015	02-01-2015
Porteføljens startværdi	197,752,530.08	192,906,617.98
Vedhængende renter	867,122.62	404,097.29
Total	198,619,652.70	193,310,715.27
Indskud i perioden	0.00	6,484,917.66
Udtræk i perioden	0.00	-5,350,000.00
Afkast for perioden	904,863.99	5,078,883.76
Porteføljeværdi ultimo 31-03-2015	198,140,739.29	198,140,739.29
Vedhængende renter	1,383,777.40	1,383,777.40
Total	199,524,516.69	199,524,516.69
Specifikation af afkast		
Realiseret gevinst	67,296.40	1,426,109.00
Realiseret kursgevinst	67,296.40	1,426,109.00
Realiseret valutagevinst	0.00	0.00
Urealiseret gevinst	484,211.11	2,640,807.40
Urealiseret kursgevinst	484,211.11	2,640,807.40
Urealiseret valutagevinst	0.00	0.00
Realiserede Renter Depot	-163,301.39	32,284.16
Realiserede Renter Kontantkonto	3.09	3.09
Modtaget og tilgodehavende udbytte	0.00	0.00
Ændring i vedhængende renter	516,654.78	979,680.11
Afkast for perioden	904,863.99	5,078,883.76
Forvaltningsgebyr	0.00	0.00
Øvrige omkostninger	0.00	0.00
Total afkast for periode efter gebyrer	904,863.99	5,078,883.76
Tidsvægtet afkast	0.46%	2.58%



PERFORMANCE RAPPORT - TIDSVÆGTET AFKAST

Slagelse Kommune

Depot nr.: 6100050824

Depot nr.:

Rapporten er opgjort på handelsdag

Periode: 31-12-2014 til 31-03-2015

	Periode kr.	År til dato kr.
Beregningsperiodens start	31-12-2014	02-01-2015
Porteføljens startværdi	192,906,617.98	192,906,617.98
Vedhængende renter	404,097.29	404,097.29
Total	193,310,715.27	193,310,715.27
Indskud i perioden	6,484,917.66	6,484,917.66
Udtræk i perioden	-5,350,000.00	-5,350,000.00
Afkast for perioden	5,078,883.76	5,078,883.76
Porteføljeværdi ultimo 31-03-2015	198,140,739.29	198,140,739.29
Vedhængende renter	1,383,777.40	1,383,777.40
Total	199,524,516.69	199,524,516.69
Specifikation af afkast		
Realiseret gevinst	1,426,109.00	1,426,109.00
Realiseret kursgevinst	1,426,109.00	1,426,109.00
Realiseret valutagevinst	0.00	0.00
Urealiseret gevinst	2,640,807.40	2,640,807.40
Urealiseret kursgevinst	2,640,807.40	2,640,807.40
Urealiseret valutagevinst	0.00	0.00
Realiserede Renter Depot	32,284.16	32,284.16
Realiserede Renter Kontantkonto	3.09	3.09
Modtaget og tilgodehavende udbytte	0.00	0.00
Ændring i vedhængende renter	979,680.11	979,680.11
Afkast for perioden	5,078,883.76	5,078,883.76
Forvaltningsgebyr	0.00	0.00
Øvrige omkostninger	0.00	0.00
Total afkast for periode efter gebyrer	5,078,883.76	5,078,883.76
Tidsvægtet afkast	2.58%	2.58%

OBLIGATIONER

Første kvartal af 2015 bød, ligesom tilfældet var sidste år, på yderligere rentefald på langt de fleste obligationsmarkeder verden over. Rentefaldet var overraskende, da de økonomiske udsigter, både i USA og i Europa, generelt så pænere ud. Også i dette kvartal var rentefaldet imidlertid delvist baseret på en "flight-to-quality" i takt med, at den politiske risiko, specielt i Grækenland, var stigende. Yderligere medførte den kraftige pengepolitiske ekspansion fra ECB, at inflationsforventningerne blev på de lave niveauer fra ultimo sidste år. I marts steg inflationsforventningerne en smule, men det påvirkede ikke hverken de lange eller korte renter.

Udviklingen i renterne var forskellig på tværs af regionerne. De 10-årige statsrenter faldt både i USA og i Tyskland, men rentefaldet var dog lidt større i Tyskland, og klart størst i Danmark, hvor Danmarks Nationalbank har kæmpet for at holde kronkursen fast i forhold til EUR. De korte renter faldt en smule både i Tyskland og i USA, men i Danmark faldt den 2-årige rente med hele 39 bps. til et aktuelt niveau på -0,42%. Da den 10-årige rente i Danmark faldt med hele 57 bps., jf. tabellen på næste side, skete der generelt en udfladning af rentekurven. De aktuelle statsrenter i Danmark er stadig på et ekstremt lavt niveau, og der må forventes en vis korrektion, når (og hvis) Danmarks Nationalbank har vundet "valutakrigen".

Spændet mellem Danmark og Tyskland var meget volatilt i kvartalet, men sluttede omkring de 10 bps. fra starten af 2015. Se tillige figurene og tabellerne på næste side.

Den generelle risikoappetit på de finansielle markeder var høj i første kvartal, men de fleste danske realkreditobligationer oplevede stigende OAS-udvikling. Dette var dog mest udpræget på lav-kupon-obligationerne, hvor store udstedelser blandt andet som følge af konverteringer af højforrentede realkreditobligationer, pressede markedet. Ligeledes klarede de inkonverterbare realkreditobligationer det relativt dårligt.

På trods af OAS-udviklingen var der dog gode afkast for specielt 2%- og 2,5%-obligationerne grundet disse obligationers relativt lange varighed jf. det kraftige rentefald. Se tabellen nedenfor. Desværre var der en flad udvikling for 3,0%, 3,5% og 4%'s obligationerne grundet frygt for stigende udtrækninger i takt med, at 2% 2047-obligationen handler til ganske høje kurser. Aktuelt er det således historisk attraktivt for mange låntagere at konvertere lån med en kupon over eller på 3%. Dette har generelt påvirket porteføljerne negativt.

En væsentlig forklaring på det globale rentefald er nye lempelser fra den europæiske centralbank, ECB.

Renteniveauet for 10-årige statsobligationer er stadig klart højere i USA end i Tyskland og Danmark. Den amerikanske 10-årige rente endte kvartalet i 1,92%, hvilket skal sammenholdes med en 10-årig tysk rente på 0,18%. I Danmark er renten ultimo kvartalet 0,28% – altså lidt højere end i Tyskland.

Den danske valutareserve er i løbet af kvartalet vokset voldsomt som følge af nationalbankens salg af kroner for at holde kursen stabil overfor EUR. Valutareserven udgør ved udgangen af kvartalet DKK 737 mia.

Som det fremgår af tabellen på næste side, har konverterbare realkreditobligationer med lav kupon givet et pænt afkast i kvartalet. De lange statsobligationer har dog givet et langt

flottere afkast, mens både 3,0%, 3,5% og 4%'s konverterbare har givet afkast lige over nul.

PORTEFØLJENS AFKAST

	Marts	1. kvartal
Portefølje	0,12%	0,84%
Benchmark	-0,02%	0,82%
Performance %-point	0,14%	0,02%

PORTEFØLJENS PERFORMANCE

Porteføljens afkast på obligationer gav i 1. kvartal et højt absolut afkast på 0,84%, hvilket er 0,02%-point højere end benchmarks afkast på 0,82%. I marts gav porteføljen et afkast på 0,12%. Benchmark faldt i samme periode med -0,02%, hvormed porteføljen i marts outperformede benchmark med 0,14%-point.

I næste afsnit gennemgås kort en dekomponering af merafkastet.

AFKASTDEKOMPONERING 1. KVARTAL 2015

Nedenstående tabel viser, hvordan udvalgte faktorer har påvirket afkastet på danske obligationer i fjerde kvartal. De benyttede faktorer er:

Tid (Carry): Afkast som følge af kupon/vedhængende rente og løbetidsforkortelse.

Kurve: Afkast som følge af rentændringer.

Volatilitet: Afkast som følge af ændringer i volatilitet.

OAS: Afkast som følge af ændringer i spændet.

Dekomponering af afkast i 1. kvartal 2015 på danske obligationer

Tal i %	Tid	Kurve	Vol.	OAS	Total
Konverterbare realkreditobligationer					
2% 2047	1,09	4,57	-0,55	-3,2	1,91
2,5% 2047	0,67	3,55	-0,61	-1,72	1,89
3% 2044	0,90	-0,95	-0,22	0,43	0,17
3,5% 2044	0,92	-1,47	-0,11	0,82	0,15
4% 2041	1,32	-1,28	-0,05	0,16	0,14
Statsobligationer					
4% DGB 2017	-0,05	1,07	0,00	0,00	1,01
3% DGB 2021	0,17	1,93	0,00	0,00	2,10
1,75% DGB 2025	0,43	5,49	0,00	0,00	5,92
4,5% DGB 2039	0,39	14,46	0,00	0,00	14,85
Inkonverterbare realkreditobligationer					
2% 2016 April	-0,02	0,65	0,00	-0,15	0,48
2% 2018 April	0,08	1,17	0,00	-0,14	1,12
2% 2020 April	0,23	1,16	0,00	0,6	1,99
Capped Floaters					
5% CF 2018 IO	0,02	0,75	-0,02	-0,33	0,42
5% CF 2021	0,03	1,55	-0,03	-0,93	0,62

Kilde: SEB

Det positive merafkast i 1. kvartal tilskrives primært at porteføljens carry (den løbende merforrentning) oversteg benchmarks carry. Kurve-komponenten bidrog også positivt, da porteføljen har været overvægtet varighed i perioder med

kraftige rentefald. Overvægten til realkreditobligationer bidrog dog negativt gennem volatilitetskomponenten og stigende OAS-niveauer.

PORTEFØLJEOMLÆGNINGER

I januar blev porteføljens beholdning af korte Flexlånsobligationer reduceret mod at købe lange Flexlånsobligationer. Senere på kvartalet blev en position i 3% konverterbare og 2% 2024 byttet ud med 30-årige 2% konverterbare realkreditobligationer. Begge omlægninger øgede varigheden. Yderligere blev der købt 2,5% 2047 i januar.

SEB Wealth Management holder fast i vurderingen af, at realkreditobligationer på lang sigt vil give et bedre afkast end tilsvarende statsobligationer. På den baggrund har vi valgt fortsat at have en stor eksponering mod dette segment.

PORTEFØLJENS RISIKOPROFIL

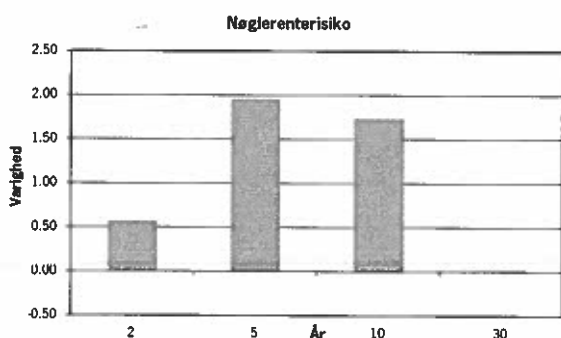
Tabellen herunder viser porteføljens fordeling på obligations-typer.

Beholdningssammensætning

Obligationstype	%-fordeling
Statsobligationer	0
Inkonverterbare flexlånsobligationer	30
Konverterbare realkreditobligationer	69
Variabelt forrentede obligationer og Capped Floaters	0
Kontanter og udtrukne obligationer	1

PORTEFØLJENS KURVEEKSPONERING

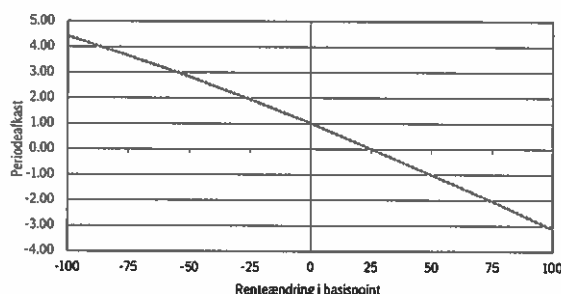
Porteføljen er primært eksponeret mod de 5- og 10-årige renter. Den korte renteeksponering kommer fra korte Flexlånsobligationer og 4% konverterbare realkreditobligationer, som på de nugældende renteniveauer har en meget kort modelmæssig renteeksponering. Overvægten til de 5-årige renter kommer især fra porteføljens beholdning af Flexlånsobligationer med udløb her, mens den 10-årige renterisiko kommer fra lange statsobligationer.



PORTEFØLJENS AFKASTPROFIL.

Figuren nedenfor viser det forventede afkast for resten af 2015 under antagelse af uændrede rentespænd, en parallelforskydning af rentestrukturen samt en uændret porteføljesammensætning.

Horisontafkast - resten af 2015



Ved uændrede renter og uændret OAS er det forventede afkast ca. 1,0% for resten af 2015. Ved rentefald/-stigning på 1%-point er det forventede afkast henholdsvis 4,4% og -3,1%. Der er ikke antaget ændringer i andre parametre end rentestrukturen.

RENTEUDVIKLINGEN I 1. KVARTAL

Der var rentefald i første kvartal 2015. Generelt faldt swaprenterne mindre end statsrenterne, dog med en tendens til lidt større fald i de korte danske swaprenter end de tilsvarende tyske.

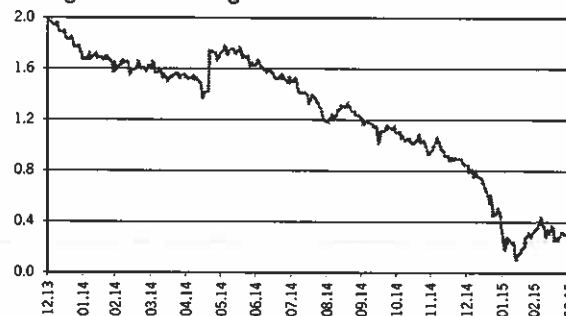
Renteniveauer ultimo 1. kvartal samt ændringer gennem kvartalet

	2Y, %	Ændring bp.	10Y, %	Ændring bp.
Statsobligationer				
USA	0,56	-10	1,92	-25
Tyskland	-0,25	-15	0,18	-36
DK	-0,42	-39	0,28	-57
Swaps				
USA	0,80	-9	2,04	-25
Tyskland	0,08	-10	0,56	-25
DK	0,15	-27	0,81	-32

Kilde: Bloomberg

Figuren nedenfor viser udviklingen i det 10-årige renteniveau i Danmark.

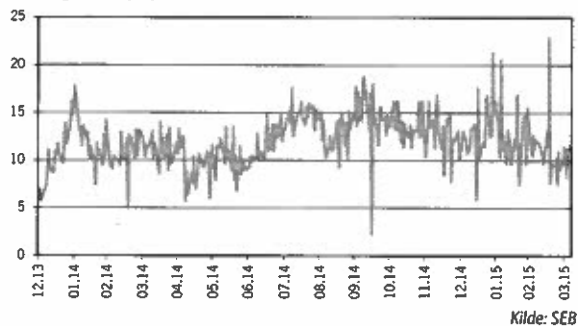
10-årig dansk statsobligation



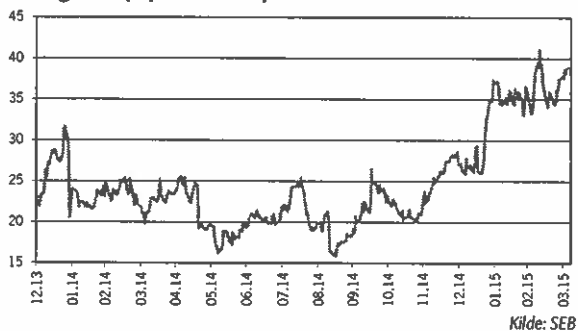
Kilde: SEB

De næste figurer viser det 10-årige swapspænd i henholdsvis USA og Europa. Som nævnt er europæiske swaprenterne kørt lidt ud i forhold til statsobligationerne, og det er kun de amerikanske swapspænd, der ikke er kørt ud.

10-årige swappspænd i USA

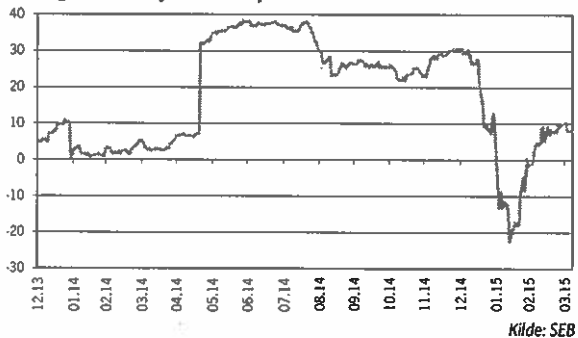


10-årige swappspænd i Europa



Nedenstående figur viser udviklingen i renteforskellen mellem Danmark og Tyskland. Generisk 10-årig rente.

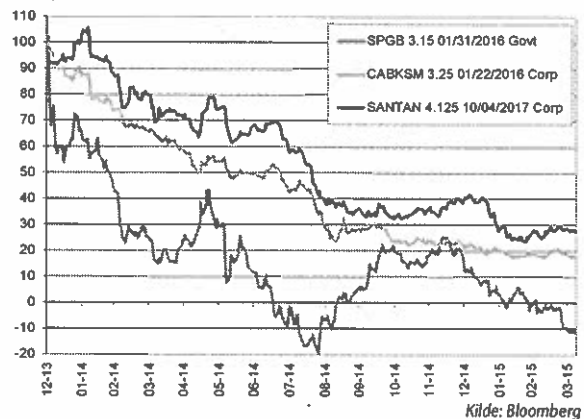
10-årige dansk-tysk rentespænd



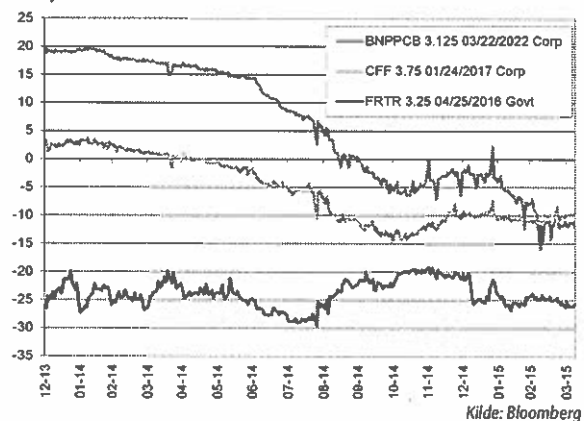
REALKREDITSPÆND I FØRSTE KVARTAL

Både tyske, spanske og franske inkonverterbare covered bonds har i første kvartal oplevet stabile til svagt faldende swappspænd. Udviklingen har været lidt mere negativ for danske inkonverterbare realkreditobligationer.

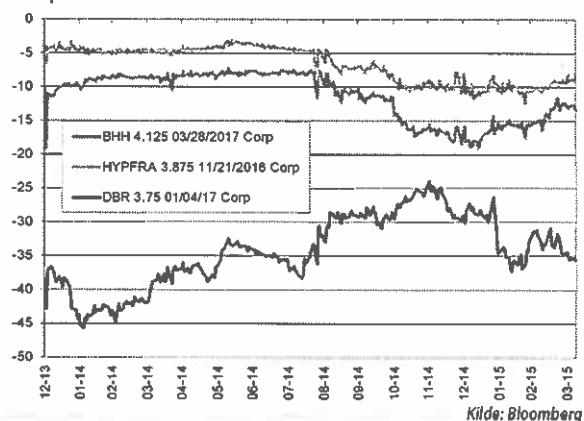
Rentespænd spanske realkreditobligationer i forhold til swappkurven



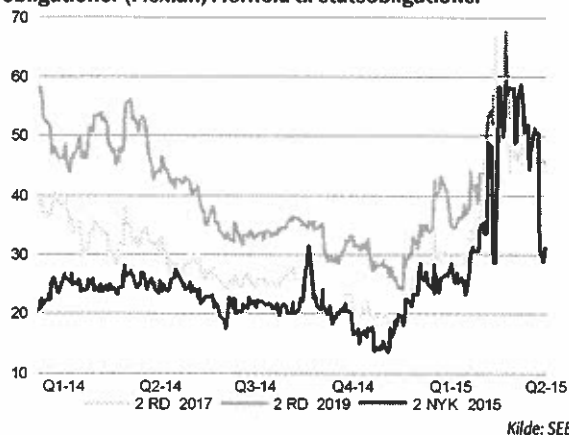
Rentespænd franske realkreditobligationer i forhold til swappkurven



Rentespænd tyske realkreditobligationer i forhold til swappkurven



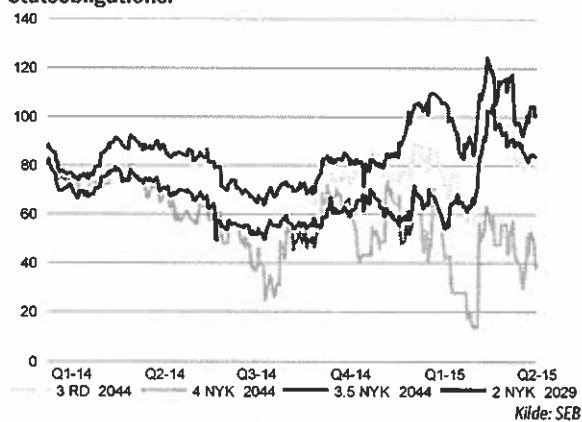
OAS på fastforrentede inkonverterbare realkreditobligationer (Flexlån) i forhold til statsobligationer



Kilde: SEB

De danske flexlånsobligationer har generelt underperformat statsobligationer i første kvartal. OAS-mæssigt handler 1-årige og 3-årige på samme niveauer.

OAS på konverterbare realkreditobligationer i forhold til Statsobligationer



Kilde: SEB

Spændudvidelsen på konverterbare realkreditobligationer fra fjerde kvartal er stoppet, men OAS ligger stadig relativt højt. Specielt ligger OAS på 3,5%'s obligationerne på et højt niveau, hvilket afspejler markedets frygt for voldsomme konverteringer til den kommende 1. juli-termin. For 2%- og 3%-obligationerne er der tale om fald i OAS i slutningen af kvartalet.

Tabellen nedenfor viser afkastet på udvalgte stats- og realkreditobligationer i første kvartal 2015

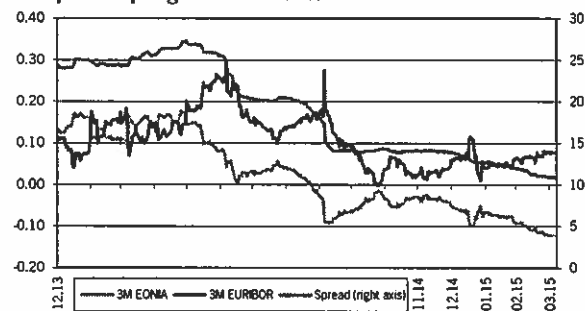
Afkast i procent	Marts	1. kvartal	2015
2% Konverterbar 2047	-0,03	1,91	1,91
2,5% Konverterbar 2047	0,32	1,89	1,89
3% Konverterbar 2044	0,23	0,17	0,17
3,5% Konverterbar 2044	0,07	0,15	0,15
4% Konverterbar 2041	-0,10	0,14	0,14
4% DGB 2017	-0,41	1,01	1,01
3% DGB 2021	-0,08	2,10	2,10
1,75% DGB 2025	-0,04	5,92	5,92
4,5% DGB 2039	5,30	14,85	14,85
2% Inkonverterbar 2016 April	-0,08	0,48	0,48
2% Inkonverterbar 2018 April	-0,08	1,12	1,12
2% Inkonverterbar 2020 April	0,24	1,99	1,99
5% CF 2018 IO	0,36	0,42	0,42
5% CF 2021	0,25	0,62	0,62

Kilde: SEB

FORVENTNINGER TIL RENTEUDVIKLINGEN I ANDET KVARTAL 2015

Rentespændet mellem sikrede og usikrede penge har på det seneste været stabilt – jævnfør figuren nedenfor. Dette illustrerer især situationen bankerne imellem, hvor der nu er mindre tilbageholdenhed med at låne penge til hinanden, end der var sidste år.

Europæiske pengemarkedsrenter



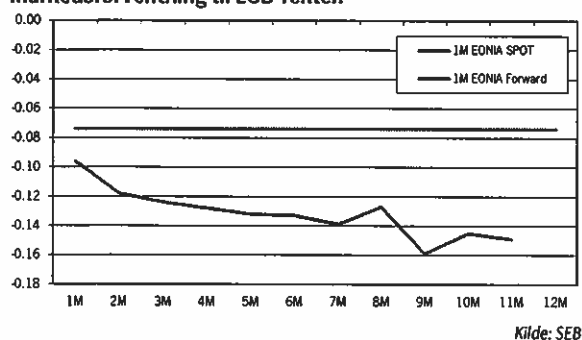
Kilde: SEB

I afsnittet "Økonomisk Finansielt Scenarie" er SEB Wealth Managements holdning til udviklingen i den globale økonomi uddybet. I det følgende vil vi derfor fokusere specifikt på obligationsmarkedet.

Forventningen i obligationsmarkedet er, at Fed Funds-renten forbliver omkring det nuværende lave niveau i første halvdel af 2015, og at renten lidligst bliver hævet til september.

For så vidt angår ECB forventes det, at renten bliver fastholdt på det ekstremt lave niveau hele 2015 og et stykke ind i 2016. Kun en kraftig stigning i den økonomiske vækst eller inflationen kan ændre på denne forventning.

Markedsforventning til ECB-renten



Kilde: SEB

Som det fremgår af afsnittet "Økonomisk Finansielt Scenarie", forventes det, at væksten i den underliggende økonomi vil være positivt stigende hen over 2015. Dog med USA i førertrøjen, mens Europa halter noget efter.

Det er SEB Wealth Managements vurdering, at rentekurven kan blive en smule stejlere i løbet af de kommende seks til tolv måneder. Denne stejlning forventes at være baseret på stabile korte og svagt stigende lange renter. I Danmark forventes en langsom normalisering af de korte renter, i takt med at nationalbanken lykkedes med at svække (stabilisere) kronen. Denne udvikling vil være fordelagtig i forhold til den porteføljesammensætning SEB Wealth Management har implementeret.

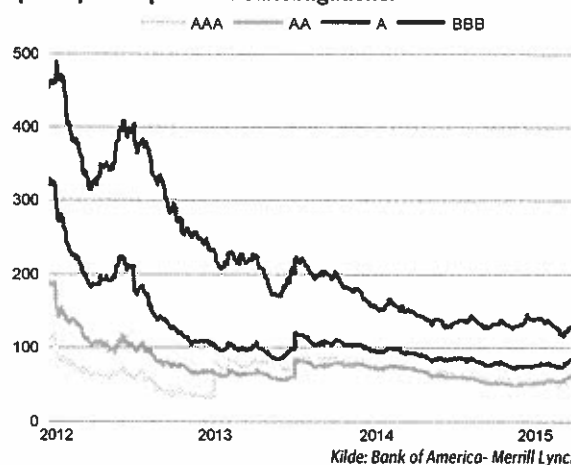
Performance for realkreditobligationer forventes at være drevet af udbuds- og efterspørgselsituationen. Aktuelt er de løbende udstedelser af flexlån på et meget afdæmpet niveau. Samtidig er udstedelsesniveauet af 30-årige fastforrentede 2,0% lån stigende. Kursniveauet for den relativt nye 2,0% 2047-obligation er meget afgørende. Handler obligationen som nu over kurs 97, vil det givetvis medføre store konverteringer af 3,5% og 4%'s obligationer. En rentestigning herfra vil modsat medføre god performance af specielt 4%'s obligationerne.

FORVENTNINGER TIL KREDITUDVIKLINGEN I ANDET KVARTAL 2015

Markedet for Investment Grade har i første kvartal oplevet en rimelig stabil spændudvikling, dog med en tendens til stigende spænd.

Store inflows til aktivklassen har medført, at spændet til statsobligationer er reduceret til noget nær det laveste niveau siden finanskrisen. Likviditeten i det sekundære marked er fortsat relativt dårlig. Det er fortsat muligt at handle alle typer af obligationer, men forskellen på købs- og salgspriserne (bid-offer-spændet) er temmelig stor.

Spænd på europæiske kreditobligationer

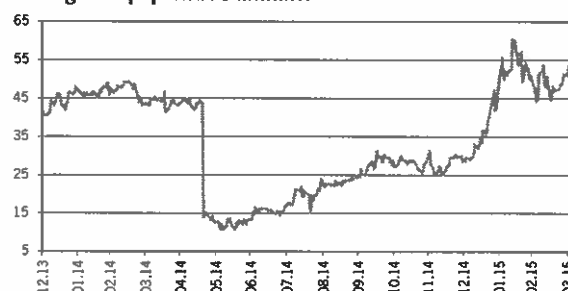


Kilde: Bank of America- Merrill Lynch

Ovenstående figur viser, at spændet på rating-klasser inden for Investment Grade-universet har været svagt stigende i første kvartal 2015.

SEB Wealth Management ser på trods af disse niveauer ikke den helt store værdi i segmentet, specielt ikke sammenlignet med danske realkreditobligationer. Vi vurderer, at der er risiko for spændudvidelser, hvis den underliggende økonomiske situation forbedres, og udstedelsespresset stiger. Derfor er det vores vurdering, at der er mere værdi i danske konverterbare realkreditobligationer end i de fleste andre europæiske kreditobligationer, hvor kun de allermost efterstillede finansielle udstedelser (for eksempel CoCo's, Tier 1 og AT1) giver en væsentligt højere rente.

10-årigt swapspænd i Danmark



Kilde: SEB

Ligeledes vurderes der stadig at være rimelig god værdi i realkreditobligationer relativt til statsobligationer. Udstedelsesbilledet samt muligheden for ekstraordinære indfrielse fra låntagerne vil være af signifikant betydning for performance inden for realkreditsegmentet det kommende år. Dette vil være særligt gældende for flexlån og de lange konverterbare obligationer med 3,0%- 3,5%- og 4%-rentekupon.

Det er SEB Wealth Managements vurdering, at danske konverterbare realkreditobligationer vil give et attraktivt afkast i 2015, specielt sammenlignet med statsobligationer.

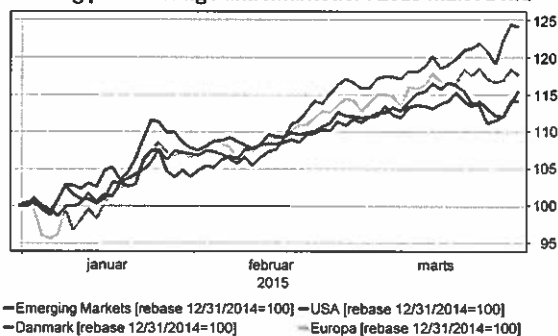
ØKONOMISK & FINANSIELT SCENARIE

(Redaktionen afsluttet 7. april 2015)

ÅRSFAKAST PÅ ET KVARTAL

1. kvartal 2015 har været usædvanligt i den forstand, at man som investor på bare tre måneder allerede er blevet belønnet med noget, der minder om et godt årsafkast på aktiemarkederne. Regionalt har Europa, og især Danmark, ført an, mens USA og Emerging Markets har stået i stampe. Da dollaren har fortsat styrkelsen, har man som dansk investor dog fået en betydelig valutagevinst, hvilket betyder, at aktieafkastene på alle de store indeks ser særdels pæne ud i DKK-termer.

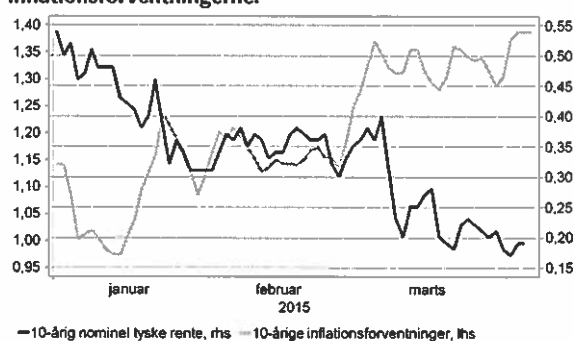
Udvikling på forskellige aktiemarkeder i 2015 målt i DKK.



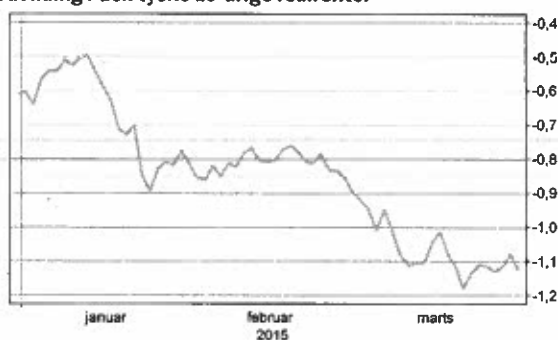
Kilde: Macrobond

For obligationsinvestorer har det også været et godt kvartal, idet de nominelle renter er faldet gennem perioden. Samtidig er inflationsforventningerne i samme periode steget, hvilket tilsammen har ført til et kollaps i realrenten, som i forvejen var negativ.

Udvikling i den 10-årige nominelle tyske rente og inflationsforventningerne.



Udvikling i den tyske 10-årige realrente.

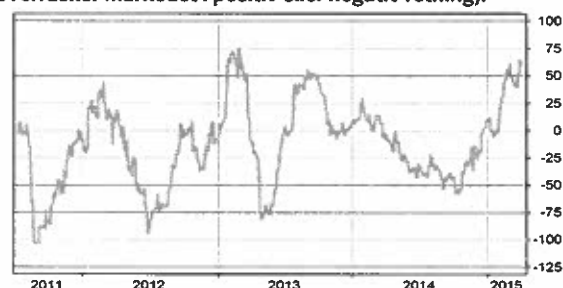


Kilde: Macrobond

DET EUROPÆISKE OPSVING BIDER SIG FAST

Ved årets indgang beskrev vi i denne publikation, hvordan 2015 kunne gå hen og blive året, hvor Europa overraskede positivt, blandt andet baseret på meget lave forventninger. Dette scenarie må siges at have holdt stik. De makroøkonomiske nøgletal har generelt overrasket markedet positivt, og tendensen går nu i retning af, at økonomerne opjusterer deres vækstsøn for regionen.

Europæisk "surprise-indicator" (udtryk for om nøgletallene overrasker markedet i positiv eller negativ retning).

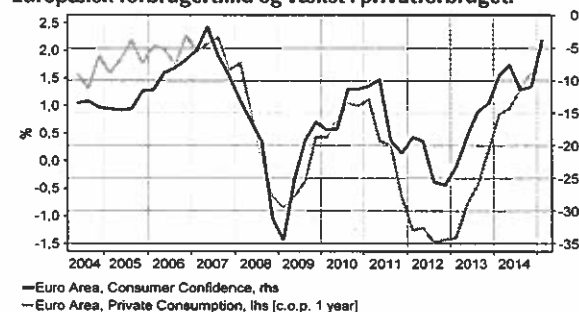


Kilde: Macrobond

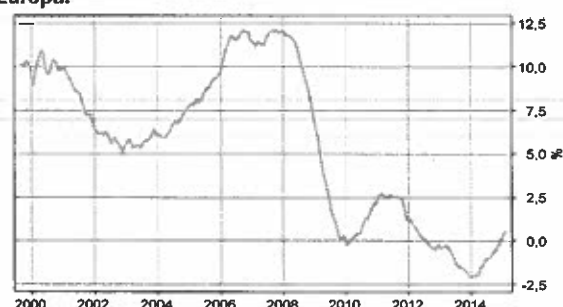
Trods opjusteringerne er der fortsat tale om lave vækstrater, men på de finansielle markeder er det ofte ændringerne frem for niveauerne, der betyder noget for afkastene. Og ændringen er positiv på flere fronter. Ændringen i kreditvæksten til den private sektor (som er yderst vigtig for en bankfinansieret økonomi som den europæiske) er positiv, og det samme er ændringerne i både erhvervs- og forbrugertilliden. Understøttet af en faldende arbejdsløshed er sidstnævnte nu tilbage på niveauerne fra højkonjunktoren i 2006.

Selvom det er værd at holde fast i, at det kun er en rundspørge-baseret tillidsindikator, tegner det alligevel godt for privatforbruget i de kommende kvartaler, hvilket ses af grafen nedenfor.

Europæisk forbrugertillid og vækst i privatforbruget.



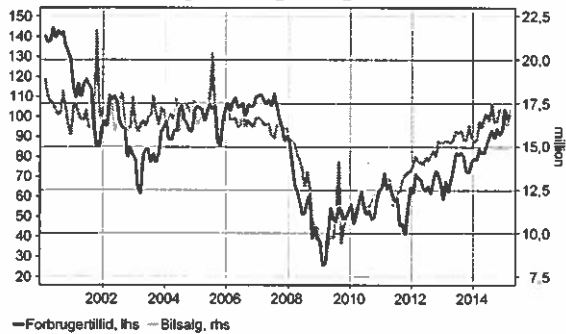
Udlån til den private sektor i Europa.



USA: A TALE OF TWO STORIES

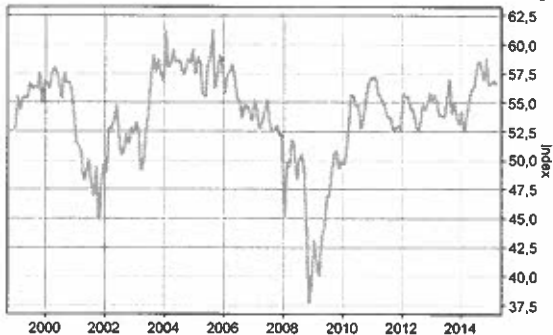
Overordnet set har amerikansk økonomi det fortsat godt. Den indenlandske efterspørgsel er stigende, forbrugertilliden ligger på et højt niveau, og erhvervstilliden for servicesektoren tegner fortsat et billede af høj aktivitet.

Amerikansk forbrugertillid og bilsalg.



Kilde: Macrobond

Erhvervstillid for servicesektoren (ISM Non-manufacturing).



Kilde: Macrobond

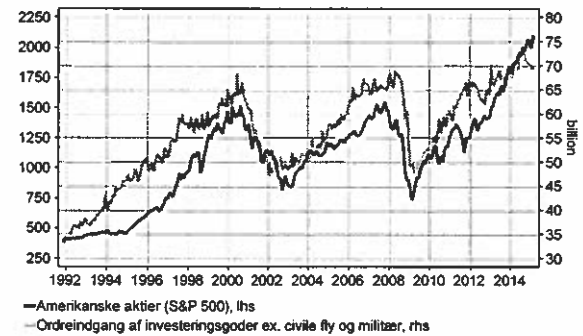
Mens den indenlandske del af økonomien fortsat kører derudad i USA, begynder de eksportorienterede sektorer nu i stigende grad at mærke effekten af den stærke dollar. Det ses dels af de ledende indikatorer for fremstillingsindustrien samt direkte på ordreindgangen af investeringsgoder.

Ledende indikator for fremstillingssektoren i USA. Forskel i indeks for nye ordrer og lagerindekset fra ISM Manufacturing.



Kilde: Macrobond

Ordreindgang af investeringsgoder samt udviklingen i amerikanske aktier.



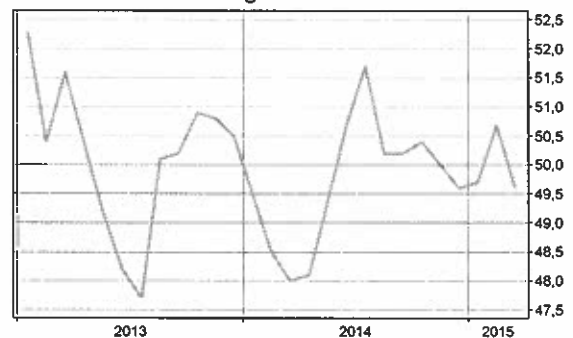
Kilde: Macrobond

Eksporten fylder dog forholdsvis lidt i amerikansk økonomi, så selvom vi aktuelt ser lidt svaghed inden for denne del, vurderer vi ikke, at det er nok til at trække væksten nævneværdigt ned. Omvendt er de amerikanske selskaber i det toneangivende S&P 500 aktieindeks væsentlig mere eksporttunge end amerikansk økonomi som helhed. Den stærke dollar bør således ramme disse selskaber hårdere end den brede økonomi. I den kontekst er det værd at bemærke divergensen mellem netop det amerikanske aktiemarked og ordreindgangen, der ellers historisk har fulgtes pænt ad. Det kunne indikere, at der er øget risiko for kursfald på amerikanske aktier.

DEN STRUKTURELLE OPBREMSNING I KINA ER IKKE OVRE

Vores holdning til EM har ikke ændret sig. De seneste nøgletal fra Kina viser med al tydelighed, at den strukturelle opbremsning langt fra er ovre.

HSBC China Manufacturing PMI.



Kilde: Macrobond

Kinas tilpasning til en ny vækstmodel baseret på færre investeringer og mere privatforbrug har vidtrækkende konsekvenser for store dele af EM-komplekset. Den kinesiske væksts lavere råvareintensitet har længe kunnet aflæses i de lave råvarepriser, hvilket naturligvis smitter negativt af på flere af de store EM-lande. Samtidig har transitionen over i en forbrugsdrevet økonomi endnu ikke været tilstrækkelig stærk til at holde hånden under væksten. Det rammer også uden for Kina med lande som Sydkorea og Taiwan som tabere. Pilen peger således fortsat nedad makromæssigt i store dele af EM. Kombineret med eventuelle negative følgeeffekter af strammere dollar-likviditet, når Fed senere på året begynder at hæve renten, betyder det, at vi fortsat er forbeholdne over for EM som aktieregion.

FORVENTNINGER OG PRÆFERENCER

Til trods for den særdels gode start på året for aktier forventer vi også for resten af året, at aktier vil slå obligationer som aktivklasse. Med realrenter på under -1% og positive makroøkonomiske udsigter for både USA og Europa skal der i vores optik gå meget galt, hvis ikke aktier skal slutte året bedre end obligationer. Dette velvidende, at den absolutte værdiansættelse af aktier ikke længere er lige så favorabel som for bare et halvt år siden. Europæiske aktier handler i dag på en værdiansættelse, der ligger lidt over det historiske gennemsnit, og amerikanske aktier ligger yderligere lidt over.

Værdiansættelse af europæiske aktier målt i antal standardafvigelse fra det historiske gennemsnit.



Det er dog samtidig værd at bemærke, at vi på ganske kort tid har bevæget os fra et nulrentemiljø til en situation med *negative* statsrenter. Et debitorprivilegium, der tidligere kun var forbeholdt Schweiz, og som naturligvis har konsekvenser for den relative værdiansættelse. Det betyder, at selvom aktier absolut set er blevet dyrere de seneste måneder, peger den relative værdiansættelse fortsat på aktier som den foretrukne aktivklasse. Både i forhold til stats- og kreditobligationer. I en ellers rentefri verden byder amerikanske High Yield-obligationer ligeledes på relativ værdi i forhold til Investment Grade-obligationer og statsobligationer. Udsigterne for amerikansk økonomi betyder, at vi i årene fremover vil se meget få konkurser, og det aktuelle kreditspænd mere end kompenserer for den risiko. Risikoen for aktivklassen er snarere relateret til likviditetsforhold, og dermed er vi fremme ved den altafgørende faktor for de finansielle markeder de kommende tre til seks måneder, nemlig Fed. Den amerikanske centralbank er efter det seneste møde og ændringen i formuleringen af referatet blevet endnu mere "data-afhængig" i deres beslutning om, hvornår de begynder at hæve renten. Det betyder, at markedet er mere følsomt over for nøgletal, da alt vil blive tolket ud fra en "hæve/udskyd-logik", som kan føre til både øget volatilitet og nye investeringsmuligheder.

På den regionale aktieallokering fastholder vi præferencen for Danmark og Europa på bekostning af USA og EM. Godt hjulpet på vej af valutaeffekter begynder vi nu at se, at indtjenings-estimerne bliver oprevideret hos førnævnte. Det bidrager dels til at sikre, at værdiansættelsen ikke løber løbsk, og dels giver det momentum til aktiemarkedet.

AFKASTUDVIKLING FOR FØRSTE KVARTAL 2015

I nedenstående tabel har vi opsummeret afkastene på udvalgte aktivtyper. Endelig vises udviklingen for udvalgte valutaer mod danske kroner.

Afkast for udvalgte aktivtyper

Ændring i procent (benchmark valutaenhed)	Mar 2015	1. kvrt. 2015	YTD 2015
Obligationer			
EFFAS Europe Govt All (EUR)	1,20%	4,55%	4,55%
EFFAS USA All (USD)	0,67%	1,83%	1,83%
EFFAS Germany All (EUR)	1,62%	3,78%	3,78%
EFFAS Japan All (JPY)	0,00%	-0,54%	-0,54%
EFFAS Denmark All (DKK)	1,62%	5,73%	5,73%
ML Global HY Index TR Local (XXX)	-0,21%	2,66%	2,66%
ML US Cash Pay HY Constrained Index TR USD (USD)	-0,55%	2,52%	2,52%
JPMorgan EMBI Global Diversified (USD)	0,22%	2,01%	2,01%
Nykredit Danish Mortgage Bond (DKK)	0,14%	0,67%	0,67%
Aktier			
MSCI World (net div) (DKK)	2,92%	15,65%	15,65%
MSCI North America (net div) (DKK)	2,89%	13,90%	13,90%
MSCI Europe (net div) (DKK)	1,78%	16,94%	16,94%
TOPIX TR INDEX (DKK)	6,37%	24,91%	24,91%
MSCI Emerging Markets (net div) (DKK)	3,07%	15,57%	15,57%
OMXC Copenhagen All Share GI (DKK)	8,57%	27,53%	27,53%
OMXC Copenhagen All Share Capped GI (DKK)	5,32%	21,17%	21,17%
Valuta mod DKK			
EUR	0,11%	0,33%	0,33%
USD	4,55%	13,04%	13,04%
JPY	4,22%	13,01%	13,01%

EFFAS = European Federation of Financial Analysts Societies
 ML = Merrill Lynch
 JPM = JP Morgan
 MSCI = Morgan Stanley Capital International
 OMXC = Københavns Fondsbørs

DISCLAIMER

Dette materiale er udarbejdet af SEB Asset Management, en afdeling i Wealth Management i Skandinaviska Enskilda Banken AB, Copenhagen Branch. Skandinaviska Enskilda Banken AB, Copenhagen Branch ("SEB") er en del af Skandinaviska Enskilda Banken AB (publ), som er et svensk aktieselskab, der er underlagt tilsyn af Finansinspektionen i Sverige og delvist af Finanstilsynet i Danmark.

Dette materiale er udarbejdet alene til orientering for de investorer, som materialet er udleveret til. Publikationen er ikke et tilbud om eller en opfordring til at købe eller sælge finansielle instrumenter. Alle råd og informationer i materialet er baseret på kilder, som SEB har vurderet pålidelige. SEB er ikke ansvarlig for fuldstændigheden eller nøjagtigheden af oplysningerne og for direkte eller indirekte tab, som kan opstå på grund af fejl eller mangel heri. Investorerne opfordres til at udøve et eget skøn over, hvorledes der skal investeres, og publikationens informationer, beregninger, vurderinger og skøn træder ikke i stedet for investors egen vurdering. SEB er ikke ansvarlig for det økonomiske udfald af placeringer eller andre tiltag, der er sket på basis af information i dette materiale. SEB, datterselskaber af SEB samt medarbejdere i SEB kan udføre forretninger, have, etablere, ændre eller afsluttet positioner i finansielle instrumenter, som er omtalt i materialet. SEB har ophavsretten til publikationen, som er til kundens personlige brug og ikke til offentliggørelse noget sted.

Skandinaviska Enskilda Banken, Danmark, filial af Skandinaviska Enskilda Banken AB (publ), Sverige, Bernstorffsgade 50, 1577 København V

BEHOLDNINGSOVERSIGT
Stagelse Kommune

Depot nr.: 6100050824

Depot nr.:

Rapporten er opgjort på handelsdag

Dato: 31-03-2015

Værdipapirer	ISIN	Stk.	Gns. købspris	Kostpris	Markeds-kurs	Markeds-værdi	Ureal. gevinst/tab	Markeds-værdi inkl. rente i DKK	Vægt %
Kontanter (DKK) (FX = 1.0000)									
Transaktionskonto (DKK)	TRKONTO			1,083,844.60		1,083,844.60	0.00	1,083,844.60	0.54
Obligationer - Inkonverterbare (DKK) (FX = 1.0000)									
Realkreditobligationer									
2% Real 19									
2 RD T SDRO 2019 epr	DK0009286668	15,400,000.00	107.4600	16,548,840.00	107.2500	16,516,500.00	-32,340.00	16,823,656.16	8.43
2% Real 20									
2 RD T SDRO 2020 jan	DK0009287716	16,755,000.00	107.4057	17,995,824.00	108.1500	18,120,532.50	124,708.50	18,202,241.82	9.12
2% Real 18									
2 NYK G RO2L 201E Apr	DK0009791048	5,700,000.00	104.7000	5,967,900.00	105.4400	6,010,080.00	42,180.00	6,123,767.67	3.07
2% Real 19									
2 NYK G RO2L 2015 Apr	DK0009793846	6,000,000.00	105.4370	6,326,220.00	106.7500	6,405,000.00	78,780.00	6,524,671.23	3.27
Sum Realkreditobligationer				46,838,784.00		47,052,112.50	213,328.50	47,674,336.88	23.89
SUM Obligationer - Inkonverterba				46,838,784.00		47,052,112.50	213,328.50	47,674,336.88	23.89
Obligationer - Konverterbare (DKK) (FX = 1.0000)									
Realkreditobligationer									
2% Real 47									
2 NYK E SDO 2047 ALM	DK0009504169	6,152,946.57	98.5148	6,061,560.87	98.1500	6,039,117.06	-22,443.81	6,069,539.96	3.04
4% Real 41									
4 NYK E SDO 2041 ALM	DK0009775355	23,921,348.51	104.3000	24,949,966.50	104.4750	24,991,828.86	41,862.36	25,228,384.41	12.64
2% Real 24									
2 NYK I RO2L 2024 ALM	DK0009788416	8,427,215.53	102.9000	8,671,604.78	102.6460	8,650,199.65	-21,405.13	8,691,867.55	4.36
2% Real 37									
2 NYK E SDO 2037 ALM	DK0009798647	6,481,476.87	99.8200	6,469,810.21	101.3750	6,570,597.18	100,786.96	6,602,644.48	3.31
2.5% Real 47									
2.5 NYK E SDO 2047 ALM	DK0009798803	60,572,019.74	100.6127	60,943,161.71	101.1800	61,286,769.57	343,607.86	61,661,138.31	30.90
2.5 NYK E SDO 2047 IO10	DK0009798993	6,996,450.78	99.6250	6,970,214.09	100.4000	7,024,436.58	54,222.49	7,067,678.54	3.54
Sum 2.5% Real 47				114,066,318.16		114,562,948.90	496,630.74	115,321,253.25	57.80
Sum Realkreditobligationer:				114,066,318.16		114,562,948.90	496,630.74	115,321,253.25	57.80
SUM Obligationer - Konverterbare				114,066,318.16		114,562,948.90	496,630.74	115,321,253.25	57.80

Forbehold: Der tages forbehold for eventuelle fejl i kurser, renter og udbytter / Disclaimer: SEB accepts no liability for possible errors in prices, interest rates and dividends



BEHOLDNINGSOVERSIGT
Slagelse Kommune

Depot nr.: 6100050824

Depot nr.:

Rapporten er opgjort på handelsisdag

Dato: 31-03-2015

Værdipapirer	ISIN	Stk.	Gns. købspris	Kostpris	Markedskurs	Markedsværdi	Ureal. gevinst/tab	Markedsværdi inkl. rente i DKK	Vægt %
Obligationer - Udtrukne (DKK) (FX = 1.0000)									
Realkreditobligationer									
2% Real 47									
2 NYK E SDO 2047 ALM	DK0009504169	42,053.43	98.1962	41,294.87	100.0000	42,053.43	758.56	42,261.36	0.02
2% Real 37									
2 NYKREIT REALKREDIT AS 2037	DK0009798647	75,568.85	99.8200	75,432.82	100.0000	75,568.85	136.03	75,942.50	0.04
2.5% Real 47									
2.5 NYK E SDO 2047 ALM	DK0009798803	427,980.26	100.6074	430,579.72	100.0000	427,980.26	-2,599.46	430,625.42	0.22
2.5 NYK E SDO 2047 IO10	DK0009798993	3,549.22	99.6250	3,535.91	100.0000	3,549.22	13.31	3,571.16	0.00
Sum 2.5% Real 47									
				550,843.32		549,151.76	-1,691.56	552,400.43	0.28
Sum Realkreditobligationer				550,843.32		549,151.76	-1,691.56	552,400.43	0.28
SUM Obligationer - Udtrukne (DKK)									
				2,087,866.99		2,536,347.69	448,480.70	2,536,347.69	1.27
Investeringsforeninger (DKK) (FX = 1.0000)									
Investeringsforeninger mv.									
Inv. - akt.: Danske									
SEBinvest Danske Aktier	DK0010260629	7,529.000	277.3100	2,087,866.99	336.8771	2,536,347.69	448,480.70	2,536,347.69	1.27
Inv. - akt.: Europa									
SEBinvest Europa Højt Udbytte	DK0016002496	20,932.000	121.6200	2,545,749.84	147.1183	3,079,480.26	533,730.42	3,079,480.26	1.54
SEBinvest Europa Smail Cap	DK0016283211	11,427.000	323.5000	3,696,634.50	390.5949	4,463,327.92	766,693.42	4,463,327.92	2.24
Sum Inv. - akt.: Europa									
								7,542,808.18	3.78
Inv. - obl.: Emerging Market bonds									
SEBinvest EMB Index (SEB AB)	DK0016283567	132,210.000	101.4800	13,416,670.80	101.0148	13,355,166.71	-61,504.09	13,355,166.71	6.69
Inv. - akt.: Nordamerika									
SEBinvest Nordamerika Indeks (SE Wealth Invest AKL SEB Globalt Ak	DK0016283997	7,877.000	78.5800	618,974.66	89.6744	706,365.25	87,390.59	706,365.25	0.35
Sum Inv. - akt.: Nordamerika									
								11,458,358.96	5.74
Sum Investeringsforeninger mv.								34,892,681.53	17.49
SUM Investeringsforeninger (DKK)								34,892,681.53	17.49
TOTAL								199,524,516.69	100.00

Forbehold: Der tages forbehold for eventuelle fejl i kurser, renter og udbytter / Disclaimer: SEB accepts no liability for possible errors in prices, interest rates and dividends

