

Slagelse Kommune - Deponerede midler
Rapport for 1. kvartal 2015

Adresse:
Rådhuset
4200 Slagelse
Denmark

Portefølje- og markedsbeskrivelse	
Afkastopgørelse.....	1
Markedsudvikling.....	2
Performance.....	4
Danske obligationer.....	4
NIE Euro Investment Grade.....	5
Nordea Invest European High Yield.....	6
Nordea Invest Højrentelände.....	6
Status og vurdering af fulgt investeringsstrategi	
Status og vurdering af fulgt investeringsstrategi.....	7
Porteføljrisiko og -struktur	
Danske obligationer.....	8
NIE Euro Investment Grade.....	8
Nordea Invest Højrentelände.....	10
Investeringsstrategi	
Investeringsstrategi.....	11
Bilag	
Oversigtsliste beholdninger.....	13
Beholdningsliste.....	15
Transaktionsliste.....	20
Afstemningsliste opgjort pr. valørdag.....	23
Benchmark sammensætning.....	25

Afkastopgørelse

Som det fremgår af tabellen opnåedes i kvartalet et samlet afkast før gebyr på 1,93% mod et benchmarkafkast på 2,77%. Porteføljens underperformance var således på 0,84 procentpoint.

Portefølje- og benchmarkafkast

	1. kvartal 2015				Ar til dato			
	1000 DKK	Portefølje	Benchmark	%	1000 DKK	Portefølje	Benchmark	%
Slagelse Kommune - Deponerede midler								
Danske obligationer	1.078	1,76	1,41	1,41	1.078	1,76	1,41	1,41
Danske obligationer i alt	1.078	1,76	1,41	1,41	1.078	1,76	1,41	1,41
NIE Euro Investment Grade	224	3,06	1,78	1,78	224	3,06	1,78	1,78
Kreditobl. Investment Grade i alt	224	3,06	1,78	1,78	224	3,06	1,78	1,78
EUR og DKK obligationer i alt	1.301	1,90	1,43	1,43	1.301	1,90	1,43	1,43
Obligationer i alt	1.301	1,90	1,43	1,43	1.301	1,90	1,43	1,43
Nordea Invest. Højrentelån	138	2,79	15,31	15,31	138	2,79	15,31	15,31
Emerging Markets Bonds i alt	138	2,79	15,31	15,31	138	2,79	15,31	15,31
Globale aktier			15,65	15,65			15,65	15,65
Globale aktier i alt			15,65	15,65			15,65	15,65
Internationale aktier i alt			15,65	15,65			15,65	15,65
Aktier i alt	0		15,65	15,65	0		15,65	15,65
Pengemarkedskonto	0				0			
Kontant i alt	0				0			
Porteføljefkast før PM-gebyr	1.439	1,93	2,77	2,77	1.439	1,93	2,77	2,77
PM-Gebyr	-131				-131			
Porteføljefkast efter PM-gebyr	1.308	1,74	2,77	2,77	1.308	1,74	2,77	2,77

Taktisk Asset Allocation

Dekomponering af performance - kvartalet

1. kvartal 2015	Aktivudvælgelse	Taktisk Aktivfordeling	Total
Danske obligationer i alt	0,30	0,00	0,30
Kreditobl. Investment Grade i alt	0,13	0,02	0,15
EUR og DKK obligationer i alt			
Obligationer i alt			
Emerging Markets Bonds i alt	-0,84	-0,04	-0,04
Aktier i alt	0,00	0,25	-0,59
Kontant i alt	0,00	-0,61	-0,61
Total	-0,40	-0,44	-0,05
			-0,85

Performance (aktiv udvælgelse/taktisk asset allocation)

Rentefald og positive aktiemarkeder i 1. kvartal 2015

Det forgangne kvartal var præget af et rentefald, stærkt stigende aktiemarkeder og højere oliepriser. Hermed blev porteføljens samlede positive afkast skabt med positive bidrag fra alle aktivklasser. Obligationsmarkederne med den bedste kreditkvalitet leverede afkast i størrelsesordenen 1-2%, hvilket skyldtes det faldende renteniveau i især Europa.

Obligationer i High Yield og Emerging Markets segmentet leverede med afkast i størrelsesordenen 3-4 pct. de bedste afkast i obligationsuniverset godt understøttet af stigende oliepriser.

Det globale aktiemarked leverede i 1. kvartal et pænt positivt afkast, hvilket i modsætning til det foregående kvartal dækkede over store stigninger på især emerging markets (efter store fald i 4. kvartal 2014). Stigningen på det nordamerikanske marked skyldtes stort set alene styrkelse af USD.

Markedsudvikling

Centralbankerne i aktion

Centralbankerne over det meste af verden er kommet på hårdt arbejde. Mange har sat kampen ind mod lav inflation og manglende vækst, bl.a. Den Europæiske Centralbank (ECB), som er i færd med at gennemføre et stort obligationsopkøbsprogram. Målet er at holde renterne lave, for derigennem at understøtte væksten og skabe inflation. Aktionen har allerede haft effekt. Renterne i euroområdet er faldet til nye rekordlave niveauer, og den 10-årige tyske statsrente nåede sidst i marts ned på blot 0,18%.

USA er længere fremme i den økonomiske cyklus, og et selv bærende opsving er så småt i gang. Derfor vil der snart være mulighed for at hæve styringsrenten. Chefen for den amerikanske centralbank Janet Yellen ændrede retorik på rentemødet i marts og åbnede dermed døren på klem for en snarlig renteforhøjelse. Hun gjorde dog samtidig en dyd ud af at berolige markederne ved at sige, at kommende renteforhøjelser vil ske i et afmålt tempo. Hvornår den første renteforhøjelse bliver en realitet, vil afhænge af udviklingen i de økonomiske nøgletal.

Nøgletallene i USA har generelt været lidt til den svage side i årets første kvartal. Især privatforbruget har skuffet i lyset af, at det stærke arbejdsmarked og faldende energipriser burde give husholdningerne masser af overskud til forbrug. De fleste økonomer er dog enige om, at der er tale om et midlertidigt blødt punkt, og at den amerikanske økonomi snart vil komme op i omdrejninger igen. I euroområdet tyder meget på, at der endelig er lysere tider på vej. De europæiske nøgletal har vist opmuntrende tendenser på det seneste, og det giver forhåbninger om, at de lave energipriser og ECB's opkøbsprogram kan hjælpe økonomien til positive vækstrater i år.

Valutastormen aftaget i Danmark

Effekten af ECB's obligationsopkøb har også lagt pres på de danske renter i årets første måneder. Det danske obligationsmarked har endvidere været påvirket af Nationalbankens kamp for at forhindre en styrkelse af kronen. For at modvirke et

spekulativt pres sænkede Nationalbanken indskudsbevisrenten til -0,75% og lavede et midlertidigt stop for udstedelse af statsobligationer. Disse tiltag medførte, at de danske renter faldt endnu kraftigere end de tyske i den første del af året, men siden er udviklingen delvis normaliseret, da presset på kronen er aftaget, og de danske renter bevæger sig igen mere i takt med de tyske.

På trods af den delvise normalisering ligger de danske renter stadig væsentligt lavere end ved årets begyndelse, og det er primært kommet statsobligationer til gode. De lange statsobligationer, hvor rentefølsomheden er stor, har leveret høje afkast, men også statsobligationer med kortere løbetid har givet pæne positive afkast i år. Inkonverterbare realkreditobligationer har ikke helt kunnet følge med statsobligationerne, men der har også været tale om positive afkast i årets første kvartal.

De konverterbare realkreditobligationer holdte gevaldigt efter statsobligationerne, da renterne dykkede kraftigt i januar og februar, men de er kommet lidt igen i marts. Mange af de konverterbare serier er hæmmet af, at rentefaldet har øget låntageres konverteringsmuligheder, og selv obligationer med en kuponrente så lav som 3% er i farezonen for at blive ramt af betydelige førtidige indfrielser. I januar rullede den største konverteringsbølge i 10 år, og meget tyder på, at endnu en stor konverteringsbølge er på trapperne.

Pæne afkast på virksomhedsobligationer i 1. kvartal

Marts har været en moderat måned for virksomhedsobligationer, men set over kvartalet er der tale om ganske gode afkast. Især højrenteobligationerne har nydt godt af en indsnævring af merrenten som følge af, at olieprisen har stabiliseret sig. Det er positivt, da obligationer understøttet af energiselskaber udgør en betydelig andel af højrentesegmentet.

Globale high yield obligationer gav i 1. kvartal et afkast på 2,9%, målt ved Merrill Lynchs globale indeks i DKK. Lidt bedre er det gået for de europæiske high yield obligationer, der isoleret set er steget 3,5% i 1. kvartal. Investment Grade obligationer har til sammenligning opnået afkast på 1,8%, målt ved Merrill Lynch Euro Corporate Index i DKK.

centralbank (Fed). Konsekvenserne af en markant styrket dollar overfor bl.a. euro er udpræget negative for eksportafhængige amerikanske selskaber, hvilket også er afspejlet i selskabernes forventninger til 2015.

Høje afkast på udenlandske obligationer

Investeringer i internationale obligationer og højrentelande har - primært af valutamæssige årsager - givet særdeles høje afkast i 1.kvartal. Det skyldes, at ECB's aggressive pengepolitik har svækket euroen over for de fleste andre valutaer, og set fra en dansk investors synspunkt betyder det, at de fleste valutaer er styrket. Det gælder især den amerikanske dollar, indiske rupee og japanske yen. En af de få undtagelser er den brasilianske real, som er ramt af skuffende økonomisk vækst og politisk usikkerhed.

Obligationer fra emerging markets (hard currency) har leveret afkast på 1,8% målt ved J.P. Morgans EMBI-indeks i DKK. Til sammenligning har emerging markets obligationer (local currency) opnået afkast på 8,6%, målt JP Morgan GBI-EM Global Diversified i DKK. For sidstnævnte er det især styrkelsen af USD overfor DKK, der slår kraftigt igennem.

Fantastisk start på året for aktierne - godt hjulpet af valutakursudviklingen

Samlet set blev 1. kvartal et markant positivt kvartal for aktieinvestorerne og MSCI's Verdensindeks steg 15,7%, målt i DKK. Udviklingen dækker dog over store forskelle, hvor især valutakursændringer har været afgørende. I 1. kvartal har en styrket dollar og yen, begge med 13,0% overfor danske kroner, således haft markant positive konsekvenser. Den egentlige baggrund er naturligvis ECB, der med sin meget lempelige pengepolitik har presset euroen ned.

USA

Det amerikanske aktiemarked, målt ved MSCI Nordamerika i DKK, opnåede et afkast på 13,9% i 1. kvartal. Stigningen er hovedsageligt trukket af valutakursudviklingen, idet dollaren i samme periode er steget med 13,0% overfor DKK. Udviklingen på det amerikanske aktiemarked var således stort set flad, målt i dollar, hvilket i væsentlig grad skyldes et faldende momentum i både indtjeningsudvikling og i de makroøkonomiske data. Hertil og relateret kom markedets fokus på, hvornår der kommer rentestigninger fra den amerikanske

Emerging markets

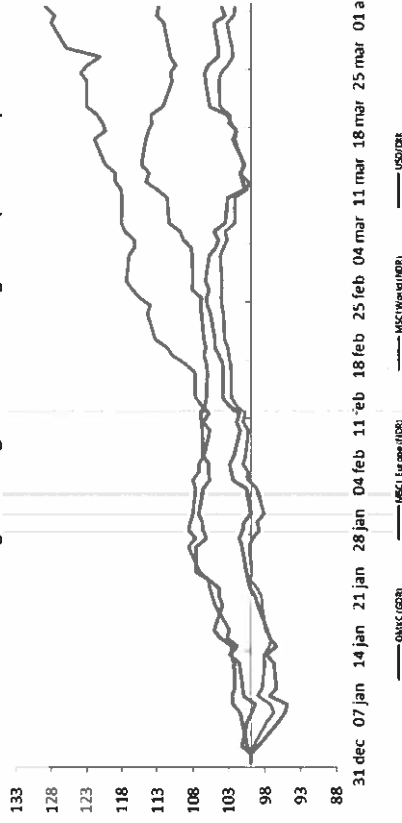
MSCI's Emerging Market indeks klarede sig i 1. kvartal ganske pænt og steg med 15,6%. Markedet har fokuseret på positive økonomiske nøgletal fra Kina og at renten blev sænket for at stabilisere væksten. Hertil har mere ro på konflikten i Ukraine og en stabilisering af olieprisen styrket rublen og det russiske aktiemarked.

der i 2014 var tvunget i knæ. Udviklingen i Brasilien har til gengæld trukket i den modsatte retning. Flere faktorer ligger bag, heriblandt tiltrædelsen af en ny ikke investerbar regering, vækstproblemer, olieprisfaldet i 2014 samt ikke mindst det forhold, at én af Brasiliens største selskaber, Petrobras, er blevet beskyldt for bestikkelse.

Danmark

Det brede danske OMX-indeks er steget 27,5% i 1. kvartal. Stigningerne er bredt funderede, dels trukket af den generelt gode stemning på de europæiske aktiemarkeder, og dels trukket af gode selskabsspecifikke historier. Sidstnævnte inkluderer ikke mindst Novo Nord sk, der i marts meddelte, at selskabet indsender registreringsansøgning for selskabets vigtige insulinprodukt Tresiba til de amerikanske sundhedsmyndigheder. Dette var ekstremt gode nyheder, da det med meget stor sandsynlighed betyder, at produktet ender på det amerikanske marked. Pandora og Vestas var andre af de toneangivende danske selskaber, der formåede at levere flotte resultater, med deraf følgende markante aktiekursstigninger.

Udviklingen i udvalgte MSCI-indeks og OMX (indekseret)



Performance

Danske obligationer

Renterne faldt kraftigt i 4. kvartal, og renten på den 10-årige danske statsobligation lå ultimo 2014 på 0,83% svarende til et rentefald på 0,37% i kvartalet og 0,10% i december. Samtidig med rentefaldet blev rentekurven markant fladere. Renten på 2-årige danske statsobligationer lå fastforankrede omkring 0%, og derfor blev rentefaldet i de lange løbetider direkte overført til en fladere rentekurve. Rentefaldet i danske statsobligationer blev drevet af tilsvarende rentefald i Tyskland og Eurozonen. Obligationsmarkedet forventer i stigende grad, at ECB vil begynde at opkøbe statsobligationer (QE) for derved at øge pengemængden og modvirke tendensen til faldende inflation.

Afkastene på danske realkreditobligationer blev i 4. kvartal ret forskellige. RTL obligationer gav lidt lavere afkast end statsobligationer, hvilket dækker over en relativ god performance i første halvdel men en svag performance i anden halvdel af kvartalet. 5-årige RTL obligationer gav en merrente på 47bp til statsobligationer ultimo året, svarende til en udvidelse på 7bp i løbet af kvartalet. RTL obligationerne blev negativt påvirket af en svag refinansieringsauktion i november, hvor der var betydeligt lavere investorinteresse end forventet. Fundede investorer og banker er traditionelt meget aktive investorer i RTL segmentet, og meget tyder på, at dårligere muligheder for at belåne realkreditobligationer i repomarkedet var stærkt medvirkende til, at spændene kørte ud. Samtidig var der op mod årsskiftet en stor udstedelse af nye obligationer i form af specielt realkredit floaters og lange konverterbare obligationer.

Konverterbare obligationer med en kupon på 4% og 5% leverede svage afkast sammenlignet med korte statsobligationer. De højforrentede konverterbare obligationer blev ramt af høje udtrækninger til januar terminen, hvor der blev indfriet 85 mia. kr. Udtrækningsprocenten på 30% i 4 kuponerne, 20% i 5 kuponerne og 12% i 3½ kuponerne gav en kraftig negativ kursreaktion på de højforrentede konverterbare obligationer i starten af november, og set over hele kvartalet gav 4% og 3½% kuponerne typisk negative afkast på mellem -50bp og -150bp. Samtidig har

det fortsatte rentefald i december og åbningen af nye 2% 2047 obligationer øget risikoen for flere terminer med høje udtrækninger.

Lavt forrentede konverterbare obligationer med kupon på 2,5% og 3% leverede solide afkast i 4. kvartal sammenlignet med statsobligationer. 2,5% 2047 gav et afkast på 3,25% i kvartalet svarende til afkastet på lange statsobligationer. 3% obligationer gav højere afkast end statsobligationer med tilsvarende varighed. De lange konverterbare leverede således god performance på trods af stor nyudstedelse af især 2,5% 2047. I 4. kvartal blev der således udstedt over 60 mia. kr. i nye 2,5% obligationer, men rentefaldet øgede samtidig efterspørgslen efter varighed i markedet, hvilket understøttede performance i dette segment.

Capped floaters gav et afkast på omkring nul, hvilket var på niveau med korte statsobligationer. Det dækker dog over svagt positive afkast på lange løbetider og svagt negative afkast på kortere løbetider. De korte løbetider blev ramt af spændvidelserne på korte floaters, mens de lange løbetider i højere grad blev understøttet af det løbende tilbagekøb fra låntagerne. Lange capped floaters blev således handlet omkring kurs 105 i hele kvartalet.

Den aktive forvaltning har i perioden givet følgende bidrag til performance:

- **Allokering:** Den samlede overvægt af realkreditobligationer på bekostning af statsobligationer bidrog negativt til performance.
- **Udvælgelse:** Overvægten af realkreditobligationer var koncentreret i fastforrentede konverterbare obligationer med en kupon på 3%, 2- og 4-årige RTL-obligationer og lange capped floaters, hvilket gav et positivt bidrag til performance. Det positive bidrag fra overvægten af 3% kuponer blev dog modsvaret af et negativt bidrag fra en mindre overvægt i de højere kuponer.
- **Renterisiko:** Porteføljen var eksponeret mod en fladere rentekurve fra 2 til 10 år, hvilket bidrog positivt til performance.

NIE Euro Investment Grade

Porteføljens afkast var 3,06% i 1. kvartal. Benchmark afkastet var i same periode 1,78%.

Overvægten i Subordinated Financials bidrog markant positivt. Porteføljens varighed lå højere end benchmark varigheden gennem det meste af kvartalet, hvilket også bidrog positivt. Papir udvælgelse gav et negativt bidrag, primært drevet af overvægten i Tyske statsobligationer som underperformede syd-europæiske statsobligationer i perioden.

Nordea Invest European High Yield

I 1. kvartal kom de positive bidrag primært fra overvægten i Towergate, Heta-Asset-Resolution (covered bond) og Lloyds samt undervægten i Portugal Telecom, Lafarge og OTE. Omvendt var der negative bidrag især fra overvægten i Bombardier, Cash og HSH Bank samt undervægten i Gazprombank, Barclays og Petrobras.

Porteføljen klarede sig dårligere end markedet i 1. kvartal 2015. Afkastudviklingen kan opdeles i to perioder. I første periode omfattende januar og februar steg markedet kraftigt, mens porteføljen klarede sig dårligere end markedet primært som følge af sin lave varighed. I anden periode var der tale om et svagt markedsafkast med en stærk udvikling i porteføljen. Porteføljens overperformance i marts gjorde det muligt at indhente noget af januar og februar måneds svagere underperformance.

En af kilderne til underperformance i 1. kvartal var, at et antal såkaldte fallen angels blev inkluderet i benchmarket. Bl.a. medførte euroobligationerne fra Petrobras, det brasilianske olie- og gasselskab, og obligationerne fra den russiske bank Gazprombank en underperformance i forhold til benchmarket. Nogle af overvægtene i porteføljen gav ligeledes et negativt bidrag. Bombardiers obligationer kom under markant pres i januar efter selskabets nedjustering af forventningerne til 2014 (både EBIT-margin og cashflow) og meddelelsen om, at Learjet 85-programmet blev sat på hold grundet svag efterspørgsel.

Nordea Invest Højrentelande

I 1. kvartal gav Nordea I Emerging Market Bond Fund et afkast på 2,50% (brutto), hvilket var 49 bp højere end benchmarkafkastet på 2,01%. Afkastudviklingen i kvartalet var drevet af overvægten i Argentina og Rusland, da investorerne fortsatte jagten på merrente. En overvægt i Indonesien og en undervægt i Malaysia bidrog ligeledes til performance. En overvægt i Venezuela gav det største negative bidrag. Undervægten i Chile og Filippinerne trak også ned. Positioneringen i statsobligationer i Argentina og langtløbende obligationer i Brasilien og Colombia trak ned, mens positioneringen i Indonesien, Filippinerne, Ungarn, Tyrkiet og Rumænien bidrog til performance. Papirudvælgelsen i Colombia og Nigeria trak ned drevet af en underperformance i hhv. Pacific Rubiales og Afren. Papirudvælgelsen i Argentina og Brasilien trak også ned.

Status og vurdering af fulgt investeringsstrategi

Portefølj udvikling	31.12.2014		1. kvartal 2015		31.03.2015	
	Markedsværdi	1000 DKK	Indskud/udtræk	Afkaat	Markedsværdi	1000 DKK
Slagelse Kommune - Deponerede midler						
Danske obligationer	68.344		-8.300	1.078	61.122	
Danske obligationer i alt	68.344		-8.300	1.078	61.122	
NIE Euro Investment Grade	8.106		-1.028	224	7.301	
Kredittobl.. Investment Grade i alt	8.106		-1.028	224	7.301	
EUR og DKK obligationer i alt	76.450		-9.328	1.301	68.423	
Obligationer i alt	76.450		-9.328	1.301	68.423	
Nordea Invest Højrentelån	5.837		-839	138	5.136	
Emerging Markets Bonds i alt	5.837		-839	138	5.136	
Pengemarkedskonto	9		36	0	45	
Kontant i alt	9		36	0	45	
Portefølle	82.296		-10.131	1.439	73.604	

Aktivfordeling

	Portefølle		Benchmark		Investeringssammenligning	
	31.03.2015	31.12.2014	31.03.2015	31.03.2015	31.03.2015	31.03.2015
	1.000 DKK	%	%	M/in.	Max.	
Danske obligationer i alt	61.122	83,04	83,05	65,00		
Kredittobl.. Investment Grade i alt	7.301	9,92	9,85	5,00		
EUR og DKK obligationer i alt	68.423	92,86	92,90	90,00		
Obligationer i alt	68.423	92,96	92,90	90,00	0,00	100,00
Emerging Markets Bonds i alt	5.136	6,98	7,09	5,00	0,00	10,00
Globale aktier i alt	0	0,00	0,00	5,00		
Internationale aktier i alt	0	0,00	0,00	5,00		
Aktier i alt	0	0,00	0,00	5,00		
Kontant i alt	45	0,06	0,01	0,00	0,00	20,00
Total	73.604	100,00	100,00	100,00		

Porteføljers risiko og -struktur

Danske obligationer

Markedsværdi og benchmark					
Danske obligationer					Markedsværdi
Benchmark					61.121.996
					EFFAS Danmark 3-5

Eksposering

		31.03.2015			
	Portefølje	Benchmark	Eksposering	Ændring i eksp.	

Slagelse Kommune - Deponerede midler

Aktivfordeling					
Statsobligationer	20,07	100,00	-79,93		-0,91
Konverterbare realkreditobligationer	52,47	0,00	52,47		-1,40
Andre inkonverterbare obligationer	27,09	0,00	27,09		2,14
Korttidsallokering	0,37	0,00	0,37		0,17
Obligationer inkl. kontantallokering	100,00	100,00	0,00		0,00
Modificeret korrigeret varighed					
Statsobligationer	1,96	4,35	-2,39		0,11
Konverterbare realkreditobligationer	1,47	0,00	1,47		-0,02
Andre inkonverterbare obligationer	1,09	0,00	1,09		0,39
Obligationer inkl. kontantallokering	4,52	4,35	0,17		0,48
Møglighedsrisiko					
2 år	0,78	0,74	0,05		-0,34
5 år	0,52	3,61	-3,10		0,52
10 år	2,62	0,00	2,62		-0,02
30 år	0,53	0,00	0,53		0,21
Andre nøgletal					
Konveksitet	-1,32	0,24	-1,56		0,46
OAS	0,10	-0,04	0,14		-0,01

Risiko

Porteføljens aktive risiko (tracking error) steg i 1. kvartal. Undervægten af danske statsobligationer bidrager nu med højere risiko end tidligere pga. den forøgede markedsvolatilitet i spændene mellem statsobligationer og realkreditobligationer.

Renterisiko

Porteføljen har en overvægt i de 5- til 20-årige løbetider på bekostning af kortere og længere løbetider. Dermed er porteføljen eksponeret til en mere flad rentekurve fra 2 til 20 år samt en stejlere rentekurve fra 20 til 30 år. Porteføljens samlede varighed er på niveau med benchmark.

Allokering

Porteføljens største eksponering kommer fra overvægten af danske realkreditobligationer og undervægten af danske statsobligationer. Realkrediteksponeringen er fordelt på RTL-obligationer, floaters, capped floaters og konverterbare obligationer.

I kvartalet er eksponeringen til korte RTL-obligationer nedbragt. I stedet er allokeringen øget til konverterbare obligationer med lav kupon og realkredit floaters.

Udvælgelse

Højere likviditetspræmier har øget mulighederne for at finde attraktive præmier i fx de mindre realkreditinstitutter. Realkreditfloaters vurderes attraktivt prisfastsat sammenlignet med RTL-obligationer. Inden for fastforrentede konverterbare realkreditobligationer foretrækkes de lavere kuponer som 2% 2047 og 2,5% 2047. Porteføljen har fortsat forholdsvis lav allokering til konverterbare obligationer med højere kupon.

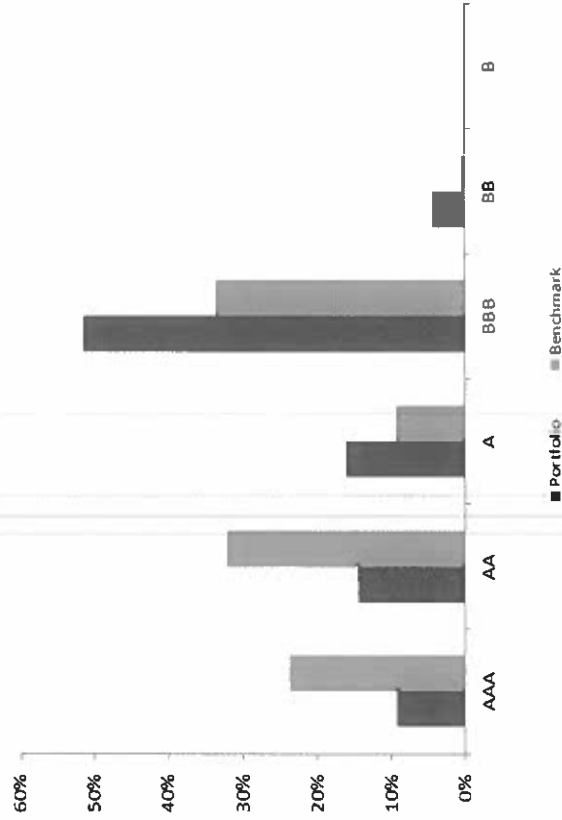
NIE Euro Investment Grade

Markedsværdi og benchmark

NIE Euro Investment Grade Benchmark	Markedsværdi
	7.301.359

Merrill Lynch Euro Corporate Index

Rating-eksponering, ultimo



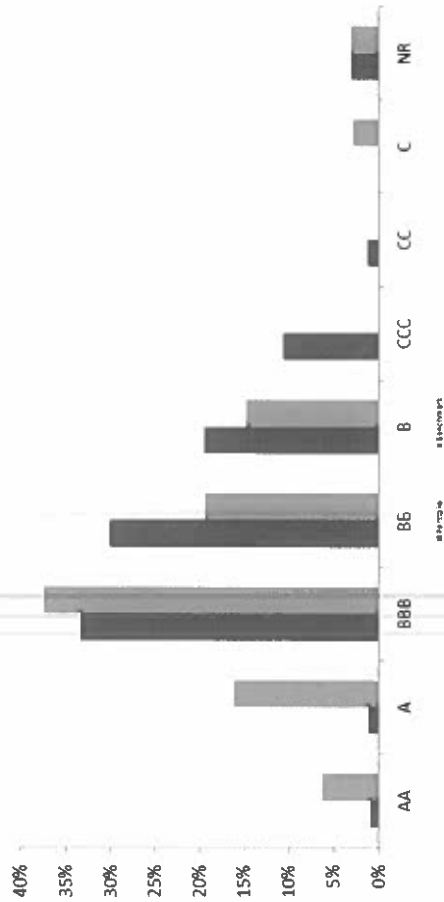
Industry-allokering, ultimo

31. March 2015	Invest	Euro	Investment	Portfolio	Benchmark
Grade					
Agency				0.0	2.3
Automotive				0.7	0.8
Banking				11.1	5.6
Basic Industry				1.2	0.9
Capital Goods				1.6	0.5
Cash				3.9	0.0
Consumer Goods				4.0	1.3
Corporate Sub				3.0	0.5
Covered Bonds				8.4	8.7
Energy				0.8	0.9
Finance & Investment				2.5	0.7
Government				0.0	5.9
Insurance				6.6	0.8
Leisure				1.6	0.0
Local - Authority				0.0	2.6
Media				0.0	0.2
Retail				2.6	0.4
Services				2.3	0.2
Sovereign				33.5	60.2
Supranational				0.0	3.2
Technology & Electronics				1.2	0.2
Telecommunications				5.5	1.3
Transportation				3.5	0.8
Utility				6.0	2.2
Total				100	100

Nordea Invest Højrentelände

Markedsværdi og benchmark

	Markedsværdi
Nordea Invest Højrentelände	5 135.852
Benchmark	JP Morgan EMBI Global diversified



Lande-eksponering, ultimo

31. marts 2015	Portfolio	Benchmark
Nordea Invest Højrentelände		
Russian Federation	7.2	4.2
Indonesia	6.7	4.5
Argentina	5.5	2.2
Russia	5.2	4.2
Brazil	5.1	1.7
Turkey	4.7	4.7
Peru	4.5	3.1
Hungary	4.0	3.6
Kazakhstan	3.5	3.0
Venezuela	3.2	3.0
Philippines	3.1	4.8
Panama	2.5	2.6
Colombia	2.4	3.9
Dominican Republic	2.4	1.9
Croatia	2.3	2.5
South Africa	2.3	3.3
China	2.2	4.2
Sri Lanka	2.1	1.7
Uruguay	2.0	0.0
Romania	1.9	0.0
Other	27.2	40.9
Total	100,0	100,0

Investeringsstrategi

Kraftigere vækst og højere inflation er på centralbankernes dagsorden

For lav økonomisk vækst og for lav inflation er fortsat det, der præger den globale økonomi og de økonomisk-politiske beslutningstageres dagsorden. Indtil videre har ikke mindre end tyve centralbanker lempet pengepolitikken i år, og selv i USA er Federal Reserve måske i færd med at udsætte den første renteforhøjelse efter måneders opvarmning til et sommer-kickoff på en normalisering af pengepolitikken. Truslen om for lav inflation har rod i forskellige kilder i de forskellige regioner, men helt altoverskyggende er naturligvis den lave oliepris, som selv med en nylig geopolitisk og militær optrapning i Mellemøsten stadig befinder sig tæt på 50 USD/tønde. I tillæg til de lave energipriser er det i USA en meget lav – og faldende – løninflation samt en stærk dollar, mens det i Europa er et massivt negativt output-gap, der medvirker til at fastholde inflationstakterne på uønskede lave niveauer.

Lidt svagere amerikanske nøgletal i årets første kvartal ...

I forhold til forventningerne til verdensøkonomien ved indgangen til 2015 har der været budt på flere overraskelser – og mest til den negative side. I USA er nøgletallene over en bred kam kommet lidt svagere ud end forventet af markederne. En del af årsagen er givetvis ugünstigt vejrlig i et økonomisk perspektiv, hvilket især er kommet til udtryk i skuffende byggeaktivitets- og forbrugstal. Den lave oliepris har indtil videre ikke rigtig løftet det private forbrug, men har til gengæld allerede påvirket investeringsaktiviteten i olieindustrien i negativ retning. Vores forventning er dog, at det private forbrug henover foråret og sommeren vil nyde godt af de lave energipriser og den stærke jobvækst, og vores estimat for BNP-væksten i 2015 er fortsat på den pæne side af 3 pct.

... og ligeledes svage tal fra Kina

Også Kina er kommet vækstmæssigt svagt fra start i år, og nogle økonomiske nøgletal har i årets første to måneder befundet sig på det laveste niveau siden finanskrisen. Det er fortsat investeringerne, som trækker ned i den økonomiske vækst som følge af overkapacitet, kreditrationering, svag efterspørgsel og faldende priser. I Japan blev væksten sidste år trykket ned til næsten nul af et svagt privat forbrug som følge ven-svækkelsen og en moms-forhøjelse, hvilket økonomien

fortsat lider under. Vi forudser dog positiv japansk vækst i 2015 i takt med, at forbrugerprisinflationen aftager igen.

Den mest positive overraskelse på vækstfronten stammer fra Europa, og for første gang siden udbruddet af euro-krisen i 2011 vil BNP-væksten komme i nærheden af 1½ pct. i år og formentlig blive endnu pænere næste år. Dermed skønnes den europæiske økonomi atter at vokse med en hast, som reducerer arbejdsløsheden. ECB's annoncering og introduktion af et kvantitativt lempelsesprogram betyder, at de monetære vilkår -målt som en kombination af korte renter, lange renter og styrken af valutaen - stort set aldrig har været mere lempelige i euro-området, og det synes allerede at have haft en positiv afsmitning på både pengemængdevækst og kreditter til husholdninger og erhverv.

Næppe udsigt til kraftigt stigende obligationsrenter

På trods af forskelligheder og modsatrettede overraskelser i de økonomiske nøgletal vurderer vi på et overordnet plan, at verdensøkonomien fortsat er på vej i den rigtige retning. Både USA, Europa og Japan forventes i 2015 at vokse stærkere end i 2014, og selv om Emerging Markets med Kina og de råvareproducerende økonomier trækker i den modsatte retning, vil vi fortsat karakterisere udviklingen som et moderat globalt opsving.

På inflationsfronten er billedet anderledes, idet den globale inflation er på den lave side og vil tilmed falde yderligere i år. Denne udvikling vil fastholde de globale centralbanker i et meget lempeligt modus hele 2015, og som udgangspunkt er det kun Federal Reserve, som vil forsøge sig med spæde stramminger af sin pengepolitik (med 1-2 renteforhøjelser af 25 basispunkter i 2. halvår). I et sådant miljø mener vi ikke, at man skal være meget bekymret for kraftigt stigende obligationsrenter.

Lav vækst og inflation og centralbanker på hold har historisk set ikke skabt problemer for obligationsmarkederne. Omvendt er renterne meget lave i øjeblikket, og selv med nul-renter i de korte ender af rentekurven og kvantitative lempelsesprogrammer, begynder visse obligationsmarkeder at se dyre ud. Opsummeret vurderes de lange obligationsrenter – de aktuelt lave niveauer til trods – ikke på en kort til mellemlang tidshorisont at være klart opadgående. Dermed kan

obligationer stadig fremstå som et alternativ til en kontantplacering, som i øjeblikket giver et negativt afkast.

Dansk obligationsmarked nærmer sig normalisering efter spekulatjonen mod DKK først på året

Spekulation i en styrkelse af kronen over for EUR blev et meget dominerende tema i det danske obligationsmarked i 1. kvartal. Danmarks Nationalbank iværksatte en række tiltag for at fasholde kronkursen over for EUR: Man stoppede udstedelsen af lange statsobligationer og skatkammerbeviser samt reducerede indlånsrenten til -0,75 pct. Dette medførte betydelige markedsbevægelser i særligt de kortere danske obligationsrenter.

Ved indgangen til 2. kvartal tyder meget på, at spekulatjonen i en styrkelse af kronkursen er aftaget, og at vi bevæger os mod en normalisering af danske renter sammenlignet med Tyskland. Primo 2. kvartal ligger 10-årige danske renter således igen højere end tyske renter, svarende til den naturlige likviditetspræmie, man normalt ser i danske statsobligationsrenter i forhold til Tyskland. Nationalbanken har allerede genoptaget udstedelsen af skatkammerbeviser, og næste skridt kan forventes at være en genoptagelse af udstedelsen af statsobligationer hver 14. dag, samt en eventuel forhøjelse af indlånsrenten.

I Europa fortsættes ECB's støtteopkøb af EUR statsobligationer, hvilket forventes at fasholde de lange renter på et meget lavt niveau. Ved indgangen til 2. kvartal er Tyske renter negative ud til 7 år og 10-årige renter ligger på 0,15 pct. I sammenligning hermed tilbyder lange konverterbare realkreditobligationer såsom 2 pct. 2047 en betydeligt højere rente på godt 2 pct.

Det vurderes derfor også, at realkreditobligationerne vil være en robust investering i forhold til investering i statsobligationer, som følge af den betydeligt højere løbende carry. En trussel mod høje afkast i de lange realkreditobligationer er et fortsat højt udstedelsesniveau. I 2015 er der allerede udstedt betydelige mængder af konverterbare obligationer - en udvikling der må forventes at fortsætte resten af året. I 2 pct. 2047 er der en ny-udstedelse pr. dag på mere end 1 mia. DKK. Låntagerne

udnytter det lave renteniveau til at skifte væk fra variabelt forrentede lån eller nedkonverterer lån med højere rente.

Neutral vægt mellem aktier og obligationer

Lave obligationsrenter, adskillige lande med negative ledende centralbankrenter samt støtte fra ECB's obligationskøbsprogram har støttet aktiemarkederne i de første måneder af 2015. I tillæg til dette har markedet været vidne til stigende opkøbsaktivitet.

Prisfastsættelsen af aktier vurderes stadig at være attraktivt versus obligationer. Så trods stigende P/E-værdier, et fremadrettet mere afdæmpet potentielle og et aktuelt svagere indfjeningsmomentum betyder det, at fraværet af reelle alternativer kan fasholde aktiemarkedet i den stigende tendens i endnu en periode.

Dette er baggrunden for, at den svage undervægt på aktier ved årets begyndelse er ændret til neutralvægt ved indgangen til 2. kvartal. Reduktionen af overvægten på obligationer er primært foretaget på danske obligationer. Samtidig med reduktionen af obligationsvægten er det taktiske varighedskald (overvægt varighed) neutraliseret - primært drevet af et stærkt momentum i aktiemarkederne samt stærkere makro- og inflationsdata.

HY obligationer er fortsat mest interessant i obligationsuniverset

Den dyre prissætning på obligationer og historisk lave renter betyder, at obligationsafkastet bliver yderst begrænset det kommende år. De bedste muligheder findes fortsat inden for Virksomhedsobligationer Højrente (HY), som blev mere attraktive med udvidelsen af kreditspændet i 2. halvår 2014 og kun en delvis efterfølgende indsnævring igen i 1. kvartal 2015. Med et tiltagende økonomisk momentum samt udsigten til et uændret historisk lavt niveau for defaults foretrækkes uændret en fastholdelse af en moderat overvægt på High Yield obligationer.

Bilag

Slagelse Kommune - Deponerede midler

1. kvartal 2015

Oversigtsliste beholdninger

Portefølje: Slagelse Kommune - Deponerede midler
 Pt.: 31-03-2015
 Basisvaluta: DKK

Depot- og kontooversigt

Depotnummer Kontonummer	Valuta- ISO-kode	Markedsværdi 1.000 DKK	Markedsværdi %-andel
Depoter			
1006943469		73.316	99,61
Refusion		20	0,03
Total Depoter		73.336	99,64
Konti			
8974369290	DKK	268	0,36
Total Konti		268	0,36
Total Slagelse Kommune - Deponerede midler		73.604	100,00

Eksponering efter noteringsvaluta

Noteringsvaluta	Valutabeløb 1.000	Valuta- Kurs	Markedsværdi 1.000 DKK	Markedsværdi %-andel
DKK	73.604	100,00	73.604	100,00
Total Slagelse Kommune - Deponerede midler			73.604	100,00

Eksponering efter land

Land	Markedsværdi 1.000 DKK	Markedsværdi %-andel
Danmark	268	0,36
	73.336	99,64

Bilag

Oversigtsliste beholdninger

Slagelse Kommune - Deponerede midler 1. kvartal 2015

Land	Markedsværdi 1.000 DKK	Markedsværdi % andel
Konti Danmark	268 73.336	0,36 99,64
Total Slagelse Kommune - Deponerede midler	73.604	100,00

Bilag

Beholdningsliste

Slagelse Kommune - Deponerede midler 1. kvartal 2015

Portefølje: Slagelse Kommune - Deponerede midler
Pr.: 31-03-2015
Basisvaluta: DKK

Pengemarkedskonto

Beholdningsliste konti

Navn	Nominal	Vedhængende Rente	Valutakurs	Valuta-ISO-kode	Markedsværdi	%-andel
Kontant allokering	44.655,61	0,00	100,00	DKK	44.655,61	100,00
Total Slagelse Kommune - Deponerede midler					44.655,61	100,00

Markedsværdi Pengemarkedskonto: 44.655,61

Bilag

Beholdningsliste

Slagelse Kommune - Deponerede midler

1. kvartal 2015

Danske obligationer

Beholdningsliste obligationer

ISIN-kode	Papirnavn	Nominel	Udtrukket beholdning	Børskurs	Indeks-faktor	Valuta-kode	Valutakurs	Vedhængende Rente (inkl. udtrukne)	Markedsværdi	Aktuel Effektiv Rente	Mod./Opt. Korrigeret Varighed	%-andel
Danmark												
Andre inkonverterbare obligationer												
Restløbetid 2-5 år												
DK0009286668	2,00 Realkredit Danmark 2019-Apr T	1.880.000,00	0,00	107,270	100,000	DKK	100,00	37.496,99	2.054.172,99	0,18	3,82	3,36
DK0009783375	4,00 Nykredit 2018 H	7.810.000,00	0,00	110,990	100,000	DKK	100,00	76.174,25	8.744.493,25	0,01	2,65	14,31
DK0009786550	2,00 Nykredit 2017-Apr H	390.000,00	0,00	104,198	100,000	DKK	100,00	7.778,63	414.150,83	-0,09	1,95	0,68
DK0009791980	2% Nykredit 01-07-2017 H	1.290.000,00	0,00	104,612	100,000	DKK	100,00	19.296,99	1.368.791,79	-0,05	2,20	2,24
	Total Restløbetid 2-5 år	11.370.000,00	0,00					140.746,86	12.581.608,86	0,04	2,77	20,58
Restløbetid 10-25 år												
DK0009504326	1,50 Nykredit 2037	4.016.407,25	0,00	98,250	100,000	DKK	100,00	14.894,16	3.961.014,28	1,89	10,03	6,48
DK0009504326	1,50 Nykredit 2037	0,00	13.592,75	100,004	100,000	DKK	100,00	50,41	13.643,73	0,00	0,00	0,02
	Total Restløbetid 10-25 år	4.016.407,25	13.592,75					14.944,57	3.974.658,01	1,89	10,00	6,50
	Total Andre inkonverterbare obligationer	15.386.407,25	13.592,75					155.691,43	16.556.266,87	0,91	4,50	27,09
Konverterbare realkreditobligationer												
Restløbetid 10-25 år												
DK0002023692	5 CF Realkredit Danmark 2038 IO	5.346.661,45	0,00	105,500	100,000	DKK	100,00	17.183,58	5.657.911,41	1,23	10,88	9,26
DK0002023692	5 CF Realkredit Danmark 2038 IO	0,00	202.809,47	104,679	100,000	DKK	100,00	651,81	212.951,05	0,00	0,00	0,35
DK00020278210	6,00 Realkredit Danmark 2036	20.507,60	0,00	113,750	100,000	DKK	100,00	304,20	23.631,60	4,66	9,44	0,04
DK00020278210	6,00 Realkredit Danmark 2036	0,00	2.725,84	100,017	100,000	DKK	100,00	40,43	2.766,72	0,00	0,00	0,00
	Total Restløbetid 10-25 år	5.367.169,05	205.535,31					18.180,02	5.897.260,78	1,24	10,48	9,65
Restløbetid over 25 år												
DK0002023209	4,00 Nordea Kredit 2041	1.195.307,67	0,00	103,850	100,000	DKK	100,00	11.820,27	1.253.147,29	3,69	10,64	2,05
DK0002023209	4,00 Nordea Kredit 2041	0,00	488.800,55	100,011	100,000	DKK	100,00	4.635,92	473.488,55	0,00	0,00	0,77
DK0002027465	3,50 Nordea Kredit 2044	1.710.769,53	0,00	103,500	100,000	DKK	100,00	14.802,91	1.785.449,37	3,25	12,08	2,92
DK0002027465	3,50 Nordea Kredit 2044	0,00	429.310,39	100,010	100,000	DKK	100,00	3.714,73	433.066,85	0,00	0,00	0,71
DK0002028000	3,00 Nordea Kredit 2044	701.009,31	0,00	103,150	100,000	DKK	100,00	5.199,15	728.290,25	2,77	12,07	1,19
DK0002028000	3,00 Nordea Kredit 2044	0,00	57.458,93	100,008	100,000	DKK	100,00	426,15	57.889,87	0,00	0,00	0,09
DK0002030683	2,50 Nordea Kredit 2047	7.912.686,40	0,00	101,225	100,000	DKK	100,00	48.904,83	8.058.521,64	2,43	13,65	13,18

Nordea Investment Management
PO Box 850
DK-0900 Copenhagen C

Bilag

Beholdningsliste

Slagelse Kommune - Deponerede midler

1. kvartal 2015

Beholdningsliste obligationer

ISIN-kode	Papirmanv	Nominel	Udtrukket beholdning	Børskurs	Indeks- faktor	Valuta- ISO-kode	Valutakurs	Vedhængende Rente (inkl. udfrukne)	Markedsværdi	Aktuel Effektiv Rente	Mod./Opt. Korrigeret Varighed	%-andel
DK0002030683	2,50 Nordea Kredit 2047	0,00	87.313,60	100,007	100,000	DKK	100,00	539,65	87.859,31	0,00	0,00	0,14
DK0009282329	4,00 Realkredit Danmark 2041	583.917,62	0,00	104,100	100,000	DKK	100,00	5.774,30	613.632,54	3,67	10,74	1,00
DK0009282329	4,00 Realkredit Danmark 2041	0,00	274.740,82	100,011	100,000	DKK	100,00	2.716,88	277.488,22	0,00	0,00	0,45
DK0009282559	2,50 Realkredit Danmark 2047	2.674.621,07	0,00	101,225	100,000	DKK	100,00	16.530,66	2.723.915,84	2,43	13,65	4,46
DK0009282559	2,50 Realkredit Danmark 2047	0,00	20.750,70	100,007	100,000	DKK	100,00	128,25	20.880,39	0,00	0,00	0,03
DK0009504169	2,00 NYKREDIT 2047	4.105.175,56	0,00	98,200	100,000	DKK	100,00	20.297,79	4.051.580,19	2,15	13,95	6,63
DK0009504169	2,00 NYKREDIT 2047	0,00	4.824,44	100,006	100,000	DKK	100,00	23,85	4.848,56	0,00	0,00	0,01
DK000972410	7,00 Nykredit 2041 IO	21.493,63	0,00	118,750	100,000	DKK	100,00	371,96	25.895,65	5,37	10,45	0,04
DK000972410	7,00 Nykredit 2041 IO	0,00	3.086,94	100,019	100,000	DKK	100,00	53,45	3.142,59	0,00	0,00	0,01
DK0009787368	3,50 Nykredit 2044	4.220.309,78	0,00	103,650	100,000	DKK	100,00	36.517,41	4.410.868,50	3,22	11,59	7,22
DK0009787368	3,50 Nykredit 2044	0,00	1.154.952,13	100,010	100,000	DKK	100,00	9.983,54	1.165.057,93	0,00	0,00	1,91
Total Restløbetid over 25 år		23.125.290,57	2.501.240,10					182.451,70	26.175.023,54	2,66	11,67	42,82
Total Konverterbare realkreditobligationer		28.492.459,62	2.706.775,41					200.631,72	32.072.284,32	2,42	11,45	52,47
Statsobligationer												
Restløbetid 10-25 år												
DK0009923138	1,75 Danske Stat SII 2025	10.570.000,00	0,00	115,431	100,000	DKK	100,00	68.922,19	12.269.978,89	0,27	9,81	20,07
Total Restløbetid 10-25 år		10.570.000,00	0,00					68.922,19	12.269.978,89	0,27	9,81	20,07
Total Statsobligationer		10.570.000,00	0,00					68.922,19	12.269.978,89	0,27	9,81	20,07
Total Danmark		54.448.866,87	2.720.368,16					425.245,34	60.898.530,08	1,75	9,23	4,54
Total Obligationer		54.448.866,87	2.720.368,16					425.245,34	60.898.530,08	1,75	9,23	4,54
Total inkl. kontantbeholdning									61.121.996,31		9,20	4,52

Beholdningsliste konti

Navn	Nominal	Vedhængende Rente	Valutakurs	Valuta-ISO-kode	Markedsværdi	%-andel
Kontant allokering						
Total Slagelse Kommune - Deponerede midler	223.466,23	0,00	100,00	DKK	223.466,23	0,37
Markedsværdi Danske obligationer: 61.121.996,31					223.466,23	0,37

Beholdningsliste investeringsforeninger

ISIN-kode	Papirnavn	Nominel	Børskurs	Valuta-ISO-kode	Valutakurs	Markedsværdi	%-andel
DK0016008857	NIE Euro Investment Grade	63.577,00	114,743	DKK	100,00	7.295.002,36	58,65
DK0016008857	Refusion			DKK		6.356,57	0,05
DK0016254899	Refusion			DKK		13.394,24	0,11
DK0016254899	Nordea Invest Højrentelån	42.627,00	120,169	DKK	100,00	5.122.457,35	41,19
Total Obligationsbaseret						12.437.210,52	100,00
Total investeringsforening						12.437.210,52	100,00

Markedsværdi Beholdningsliste investeringsforeninger: 12.437.210,52

Markedsværdi Slagelse Kommune - Deponerede midler: 73.603.862,44

Bilag

Benchmark sammensætning

Slagelse Kommune - Deponerede midler 1. kvartal 2015

Portefølje: Slagelse Kommune - Deponerede midler
Periode: 31-12-2014 - 31-03-2015
Basisvaluta: DKK

	31-mar-2015 Vægt %-andel	1. kvartal 2015 Afkast %	Ar til dato Afkast %
JP Morgan EMBI Global diversified	5,00	15,31	15,31
MSCI World (NDR)	5,00	15,65	15,65
EFFAS Denmark 3-5	85,00	1,41	1,41
Merrill Lynch Euro Corporate Index	5,00	1,78	1,78
Total	100,00	2,77	2,77