



Slagelse Kommune
Deponerede Midler

Månedsrapport +
Kvartalsrapport
December 2015

SEB



MARKEDSVÆRDI PR. AKTIV KLASSE

Slagelse Kommune

Depot nr.: 6100050832

Depot nr.:

Rapporten er opgjort på handelsdag

Dato: 12-31-2015

Aktivklasse	Markedsværdi	Vægt
Konter	1,913,480.39	2.8
Obl Dk nom	65,495,670.04	97.2
TOTAL	67,409,150.43	100.0

**PERFORMANCE RAPPORT - TIDSVÆGTET AFKAST- NET OF FEE****Slagelse Kommune**

Depot nr.: 6100050832

Depot nr.:

Rapporten er opgjort på handelsdag

Periode: 30-11-2015 til 31-12-2015

	Periode kr.	År til dato kr.
Beregningsperiodens start	30-11-2015	02-01-2015
Porteføljens startværdi	66,922,126.85	68,764,053.54
Vedhængende renter	554,004.35	259,057.16
Total	67,476,131.19	69,023,110.71
Indskud i perioden	0.00	6,079,772.30
Udtræk i perioden	-1,049.15	-7,433,143.73
Afkast for perioden	-65,931.61	-260,588.85
Porteføljeværdi ultimo 31-12-2015	66,690,822.40	66,690,822.40
Vedhængende renter	718,328.03	718,328.03
Total	67,409,150.43	67,409,150.43
Specifikation af afkast		
Realiseret gevinst	-45,235.97	-1,173,115.34
Realiseret kursgevinst	-45,235.97	-1,173,115.34
Realiseret valutagevinst	0.00	0.00
Urealiseret gevinst	-177,375.04	-633,742.95
Urealiseret kursgevinst	-177,375.04	-633,742.95
Urealiseret valutagevinst	0.00	0.00
Realiserede Renter Depot	-7,644.28	1,087,093.53
Realiserede Renter Kontantkonto	0.00	-94.95
Modtaget og tilgodehavende udbytte	0.00	0.00
Ændring i vedhængende renter	164,323.68	459,270.86
Afkast for perioden	-65,931.61	-260,588.85
Forvaltningsgebyr	0.00	0.00
Øvrige omkostninger	0.00	0.00
Total afkast for periode efter gebyrer	-65,931.61	-260,588.85
Tidsvægtet afkast	-0.10%	-0.53%

**PERFORMANCE RAPPORT - TIDSVÆGTET AFKAST- NET OF FEE****Slagelse Kommune**

Depot nr.: 6100050832

Depot nr.:

Rapporten er opgjort på handelsdag

Periode: 30-09-2015 til 31-12-2015

	Periode kr.	År til dato kr.
Beregningsperiodens start	30-09-2015	02-01-2015
Porteføljens startværdi	65,946,055.68	68,764,053.54
Vedhængende renter	613,967.14	259,057.16
Total	66,560,022.82	69,023,110.71
Indskud i perioden	0.00	6,079,772.30
Udtræk i perioden	-1,049.15	-7,433,143.73
Afkast for perioden	850,176.76	-260,588.85
Porteføljeværdi ultimo 31-12-2015	66,690,822.40	66,690,822.40
Vedhængende renter	718,328.03	718,328.03
Total	67,409,150.43	67,409,150.43
Specifikation af afkast		
Realiseret gevinst	-3,390.33	-1,173,115.34
Realiseret kursgevinst	-3,390.33	-1,173,115.34
Realiseret valutagevinst	0.00	0.00
Urealiseret gevinst	393,738.63	-633,742.95
Urealiseret kursgevinst	393,738.63	-633,742.95
Urealiseret valutagevinst	0.00	0.00
Realiserede Renter Depot	355,467.57	1,087,093.53
Realiserede Renter Kontantkonto	0.00	-94.95
Modtaget og tilgodehavende udbytte	0.00	0.00
Ændring i vedhængende renter	104,360.89	459,270.86
Afkast for perioden	850,176.76	-260,588.85
Forvaltningsgebyr	0.00	0.00
Øvrige omkostninger	0.00	0.00
Total afkast for periode efter gebyrer	850,176.76	-260,588.85
Tidsvægtet afkast	1.28%	-0.53%

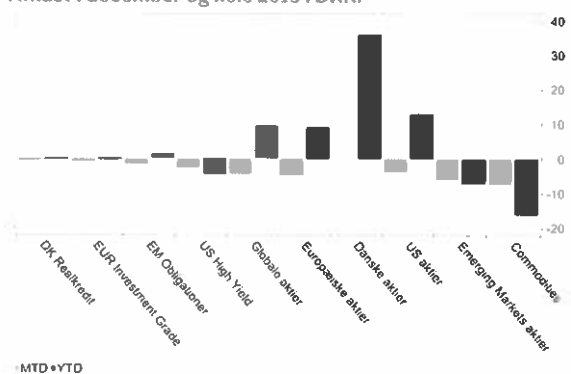
ØKONOMISK & FINANSIELT SCENARIE

(Redaktionen afsluttet 4. januar 2016)

ECB SKUFFEDE MARKEDET

December måned bød på kraftige fald på aktiemarkedet, men også US High Yield havde en svær måned, da energisektoren nok engang kom under pres som følge af store fald i olieprisen. Startskuddet til de faldende aktiekurser lød d. 3. december, da ECBs rentenedsættelse og forlængelse af QE-programmet ikke var nok til at leve op til markedets høje forventninger. Det fik europæiske aktier til at falde 5% intra-dag, og over de kommende to uger faldt aktierne yderligere 5%. I sidste halvdel af måneden rettede aktiemarkedet sig og sluttede samlet set måneden nede knap 5%.

Afkast i december og hele 2015 i DKK.



Kilde: Macrobond

Ser man på 2015 som helhed, blev aktier trods faldet i december den bedst performende aktivklasse. Amerikanske aktier nød godt af en styrket dollar, og trods et afkast på kun godt 1% i lokalvaluta blev danske investorer således belønnet med et tocifret afkast. Dollarstyrkelsen var imidlertid ikke nok til at trække Emerging Markets-aktier målt i DKK i plus, og sammen med Commodities blev Emerging Markets årets helt store taber.

2015 BØD PÅ STOR VOLATILITET

2015 blev et år med stor volatilitet på de finansielle markeder. Året begyndte med kraftigt faldende renter, og den toneangivende tyske 10-årige rente nåede således at sætte historisk bundrekord i 0,05% for derefter at stige til næsten 1% på meget kort tid. Europæiske aktier begyndte året med at stige næsten 25% på knap fire måneder, men faldt senere på året 20% fra top til bund.

Udvikling i renten på en 10-årig tysk statsobligation.



Kilde: Macrobond

Indekseret udvikling i amerikanske og europæiske aktier i 2015 i DKK.

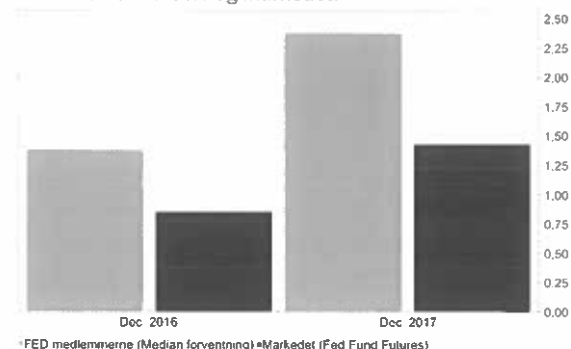


Kilde: Macrobond

FØRSTE RENTEFORHØJELSE SIDEN 2006

2015 blev også året, hvor den amerikanske centralbank (FED) hævede styringsrenten for første gang siden 2006. Beslutningen kom efter, at FED igennem længere tid havde signaleret, at de ville hæve renten i 2015. Renteforhøjelsen var således i høj grad forventet af markedet, hvorfor den ikke gav anledning til de helt store markedsbevægelser. Dermed gik en af de finansielle markeders store besættelser gennem hele 2015 hen og blev tæt på en non-event. Med den første renteforhøjelse af vejen kan fokus nu rette sig mod noget langt vigtigere, nemlig hastigheden hvorpå de efterfølgende forhøjelser kommer til at ske. FED gjorde på pressemødet efter rentemødet en dyd ud af at understrege, at strammingsforløbet fremadrettet vil være meget langsomt. Markedet har indtil videre købt ind til denne historie, og det er endda i et omfang, så markedet kun indpriser to renteforhøjelser i hele 2016, mens medianen af de individuelle FED-medlemmers skøn indikerer i alt fire forhøjelser i 2016.

Forventninger til FED Funds-renten ultimo 2016 og 2017 for henholdsvis FED selv og markedet.



Kilde: Macrobond

Så mens centralbanken har lagt sig i selen for at fremstå "dueagtig", har markedet altså valgt en endnu lempeligere tolkning af budskabet.

RISIKO PÅ BEGGE SIDER AF GULDLOK-SCENARIET

Denne diskrepans mellem markedets og FEDs egne forventninger til de fremtidige renteforhøjelser introducerer i vores optik en ekstra risikodimension til aktiemarkedet i 2016. Normalt vil man på dette stadie i konjunkturcyklussen primært være bekymret for downside-risikoen, altså risikoen for at økonomien ikke er stærk nok. Med markedets meget begrænsede forventninger til yderligere renteforhøjelser

introduceres imidlertid også en upside-risiko. Hvis det nu viser sig, at amerikansk økonomi faktisk er i bedre form end hidtil antaget, vil det normalt være et positivt signal for aktier og andre former for risikable aktiver. Men med markedets nuværende renteforventninger vil et sådant positivt scenarie medføre en automatisk reprisning af renteforventningerne, hvilket alt andet lige vil ramme aktier hårdt. Dydens smalle sti er således mindre end normalt, da økonomien lige nu befinder sig i et Guldlok-scenarie, hvor der er begrænset plads til overraskelser i begge retninger. Et Guldlok-scenarie refererer til en økonomisk kontekst til et miljø, hvor økonomien hverken er for kold eller for varm, men lige tilpas stærk til, at der ikke genereres inflation, som centralbanken skal bekæmpe med renteforhøjelser. Det er omtrent der, vi er i dag i USA, men med de aktuelle meget lave markedsforventninger til fremtidige renteforhøjelser er der ikke meget plads til positive økonomiske overraskelser, uden at det vil give uro på aktiemarkedet.

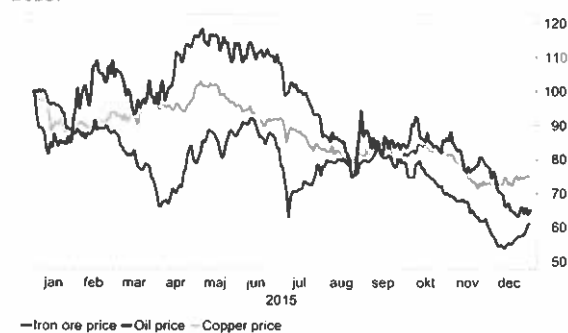
EUROPA I OPBRUD

Selvom USA er den region i den vestlige verden, hvor væksten absolut set har været stærkest, har Europa alligevel været et af lyspunkterne i 2015. Efter et par års tilløb krævede Europa for alvor ud af gældskrisen i 2015, og vi fik flere positive signaler i form af stigende forbruger- og erhvervstillid, lempeligere kreditvilkår og vækst i bankernes udlån. Væksten ser i 2015 ud til at lande i størrelsesordenen 1,5% – op fra 0,9% i 2014. Så selvom det absolutte niveau fortsat er lavt, er der fremgang at spore, og økonomien vokser nu over sit langsigtede potentiale (trend) på ca. 1%. Trods den økonomiske vækst er Europa dog samtidig et af de steder, hvor risici er størst. Der var allerede revner i det europæiske samarbejde, inden flygtningekrisen startede, og nationalismen trivedes ligeledes fint (tænk blandt andet Grexit, Brexit, Skotland, Frankrig, Catalonien etc.). De nationalistiske strømninger og modstanden mod EU har dog efter flygtningekrisen og EU's manglende evne til at agere med en fælles stemme fået yderligere vind i sejlene, og de interne uenigheder er ikke blevet færre. Det forhold, at Kansler Merkel valgte at handle uden at konsultere de øvrige EU-lande i flygtningespørgsmålet, har kun bidraget til at øge opfattelsen af, at det de facto er Tyskland, som bestemmer i EU. Med sammenhængskraften i Europa under pres øges den politiske risiko set fra en markedsøkonomisk synsvinkel. Trods denne latente risiko forventer vi ikke noget nært forestående europæisk sammenbrud, men vi forventer, at markedet før eller siden i 2016 vil kaste sig over denne problematik – eventuelt kombineret med et genbesøg af situationen i de lande, hvor man ikke har fået forbedret den offentlige gældsudvikling tilstrækkeligt.

FALDENDE RÅVAREPRISER PRESSER EM

Det fortsatte fald i råvarepriserne, som vi har været vidne til i slutningen af 2015, presser de råvareeksporterende lande i EM-komplekset. Denne udvikling forværres af en reduktion i kapitalflows og pres på valutakurserne i disse lande. Lande, som er meget afhængige af indtægter fra salg af olie for at statsbudgettet balancerer, er særligt udsatte. For lande som Rusland, Saudi Arabien, Iran, Venezuela og Colombia er den lave oliepris således et alvorligt problem, der i nogle tilfælde kan virke som en destabiliserende faktor for hele samfundet. Chile, Sydafrika og Brasilien presses desuden af de lave priser på metaller såsom kobber og jernmalm.

Indekseret udvikling priserne på jernmalm, olie og kobber i 2015.



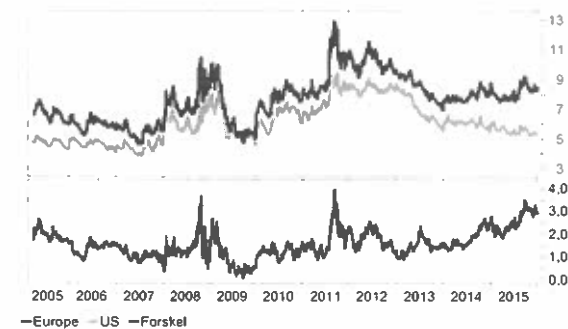
Kilde: Macrobond

Omvendt nyder flere af de asiatiske lande godt af de lave råvarepriser, da man her er nettoimportør. Styrken og hastigheden på de faldende råvarepriser betyder imidlertid, at det samlet set er negativt for EM-komplekset. Vi noterer os dog samtidig, at sentiment på de finansielle markeder omkring EM er tæt på et historisk lavpunkt. Der er således også indpriset mange dårligdomme i priserne på EM-aktiver. Historisk har det været en god strategi at købe, når sentiment er ekstremt negativt, så derfor følger vi lige nu udviklingen nøje. Det signal, vi venter på, er en stabilisering i den underliggende økonomiske udvikling, før vi stikker en tå i vandet.

HVAD HAR MARKEDET ALLEREDE INDREGNET?

Den højere politiske usikkerhed i Europa, som vi beskrev tidligere, er ikke gået ubemærket forbi i markedet. Forskellen i risikopræmie på henholdsvis europæiske og amerikanske aktier er lige nu tæt på det højeste, den har været siden den europæiske gældskrise. Aktiemarkedet har med andre ord allerede indpriset en væsentlig forskel i risikoen på europæiske aktier relativt til amerikanske.

Risikopræmie på aktier i henholdsvis Europa og USA samt forskel.



Kilde: Macrobond

Derudover kan man sige, at der med den aktuelle høje prisfastsættelse af amerikanske aktier ikke er meget fejlmargen at give af her. Værdiansættelsen er absolut set i den dyre ende af, hvordan amerikanske aktier historisk har handlet.

Standardiseret mål for værdiansættelsen af amerikanske aktier samt det historiske gennemsnit.



Kilde: Macrobond

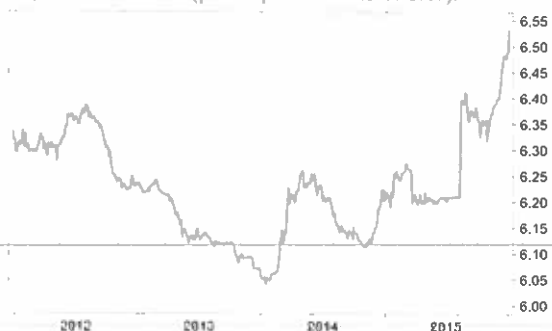
Med den tidligere beskrevne risiko på både op- og nedsiden for amerikansk økonomi, vurderer vi ikke afkast-risiko-forholdet på amerikanske aktier som værende specielt attraktivt.

FLERE LEMPESER FRA KINA OG EN SVAGERE YUAN

Kina har været en af kilderne til den store volatilitet i 2015. I foråret var vi vidne til en boble på det kinesiske aktiemarked, og da boblen bristede, forsøgte de kinesiske myndigheder på mindre elegant vis at træde ind og holde hånden under markedet. Det lykkedes ikke umiddelbart, men senere på året steg de kinesiske aktier igen ganske betragteligt, og det står åbent til fortolkning, om ikke myndighedernes mange tiltag alligevel har haft en positiv effekt på aktiemarkedet. Kina lemper desuden fortsat sin økonomiske politik på flere fronter i forsøget på at holde hånden under den økonomiske vækst. Der er ingen udsigt til, at det vil stoppe, og vi forventer således at se flere tiltag i 2016.

Da Kina i august måned overraskede markedet med at devaluere sin valutakurs, markerede det samtidig startskuddet til årets største nedtur på aktiemarkedene. Markedet frygtede, at det stod værre til i Kina end hidtil antaget, og at det ville bidrage til at trække væksten ned i resten af verden. Denne frygt aftog dog efterfølgende, men det er værd at bemærke, at den kinesiske valuta de seneste måneder langsomt er blevet svagere. Markedets bekymring fra august om, at den svagere kinesiske valuta ville gå ud over konkurrenceevnen i de øvrige EM-lande er således stadig højaktuel.

USD/CNY valutakurs (prisen på 1 USD målt i CNY).

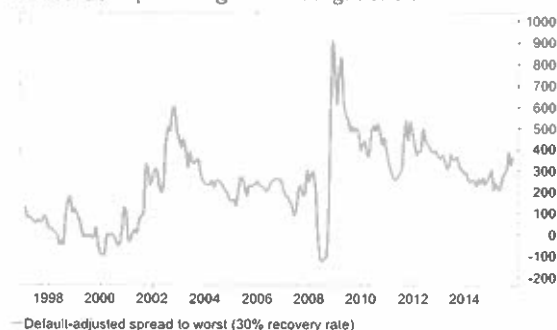


Kilde: Macrobond

HVOR ER MULIGHEDERNE I 2016?

Vi forventer, at 2016 i lighed med 2015 vil være præget af store kursudsving. Vi forudser således et år, hvor man skal lave flere taktiske dispositioner end normalt for at udnytte de muligheder, som volatiliteten medfører. Vi forventer, at den globale vækst vil accelerere en smule i forhold til niveauet i 2015. Den højere vækst er som udgangspunkt understøttende for risikofyldte aktiver, men risiciene til vores vækst-forecast er primært på nedsiden, hvorfor vi rent taktisk er neutrale på aktier. Ser man på, hvor mulighederne lige nu er størst, stikker amerikanske High Yield-obligationer ud med en værdiansættelse, der mere end kompenserer for den underliggende konkursrisiko.

Kreditspænd fratrukket tab på konkurser over det kommende år på US High Yield-obligationer.



Kilde: Macrobond

Derudover tilbyder danske konverterbare realkreditobligationer fortsat en merrente over statsobligationer, som ikke er set højere siden finanskrisen. Sammenlignes danske realkreditobligationer med alternativerne i form af statsobligationer og sikre investment grade-kreditobligationer, fremstår realkreditobligationerne fortsat som særdeles attraktive.

Optionsjusteret merrente på konverterbare danske realkreditobligationer i forhold til statsobligationer.



Kilde: SEB/Macrobond

AFKASTUDVIKLING I DECEMBER 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)	Dec. 2015	Q4 2015	YTD 2015
Obligationer			
EFFAS Europe Govt All (EUR)	-1.06%	0.44%	1.93%
EFFAS USA ALL (USD)	-0.37%	-1.20%	0.73%
EFFAS Germany All (EUR)	-1.07%	-0.41%	0.40%
EFFAS Japan All (JPY)	0.66%	1.05%	1.15%
EFFAS Denmark All (DKK)	-1.77%	-0.95%	-0.58%
ML Global HY Index TR Local (XXX)	-2.52%	-0.70%	-2.11%
ML US Cash Pay HY Constrained Index TR USD (USD)	-2.60%	-2.14%	-4.57%
JPMorgan EMBI Global Diversified (USD)	-1.40%	1.24%	1.18%
Nykredit Dansk Mortgage Bond (DKK)	-0.39%	0.51%	-0.46%
Aktier			
MSCI World (net div) (DKK)	-4.28%	8.21%	9.25%
MSCI North America (net div) (DKK)	-4.28%	9.43%	11.12%
MSCI Europe (net div) (DKK)	-4.75%	5.90%	9.03%
IOPIX TR INDEX (DKK)	-2.93%	11.61%	23.81%
MSCI Emerging Markets (net div) (DKK)	-5.68%	2.63%	-5.79%
OMXC Copenhagen All Share GI (DKK)	-0.57%	9.07%	33.99%
OMXC Copenhagen All Share Capped GI (DKK)	-1.26%	9.35%	30.83%
Valuta mod DKK			
EUR	0.02%	0.02%	0.21%
USD	-2.74%	2.79%	11.64%
JPY	-0.33%	2.34%	11.26%

EFFAS = European Federation of Financial Analysts Societies

ML = Merrill Lynch

JPM = JP Morgan

MSCI = Morgan Stanley Capital International

OMXC = Københavns Fondsbørs

OBLIGATIONER

2015 var på mange måder et spændende år for obligationsinvestorer verden over, og fjerde kvartal var ingen undtagelse. De amerikanske renter steg således ganske meget i kvartalet, mens renterne i både Danmark og Tyskland var stort set uforandrede. De danske realkreditobligationer fik hentet en pæn del af det tabte fra tidligere på året, men nåede ikke helt op på niveau med statsobligationerne.

For første gang i ni år kom der i fjerde kvartal en forhøjelse af de officielle renter i USA, da FED den 16. december hævede målet for den såkaldte FED-funds rente fra 0,00% til 0,25%. Rente-stigningen var i stor udstrækning forventet af markedet, og efter forhøjelsen har der ikke været de store bevægelser i markedsrenterne.

Modsat udviklingen i USA har ECB ved rentemødet i starten af december sænket renten fra -0,20% til -0,30% samt forlænget det igangværende opkøbsprogram. Pengepolitikken blev lempet betydeligt mindre end ventet i finansmarkederne, idet der var ventet en forøgelse af opkøbsprogrammet. Det medførte umiddelbart kraftigt stigende renter. I perioden efter faldt renterne atter.

I fjerde kvartal er inflationsforventningerne faldet yderligere en smule, hvilket har været brugt som en forklaring på de lave renter, jævnfør afsnittet 'Økonomisk Finansielt Scenarie'.

Udviklingen i renterne var forskellig på tværs af regionerne. De 10-årige statsrenter steg marginalt i Tyskland/Danmark, mens rentestigningen var langt større i USA, hvor de 10-årige renter steg med 23 bps. Jævnfør tabellen på næste side. De korte renter faldt en smule i Tyskland/Danmark, mens de korte renter i USA steg med hele 42 bps.

Rentespændet mellem Danmark og Tyskland var stabilt i kvartalet omkring +30 bps. Dette virker som et relativt højt niveau i forhold til det lave spænd, vi har set de seneste kvartaler, men er givetvis en konsekvens af den meget dårlige likviditet, der er på det danske statsobligationsmarked. Se tillige figureerne og tabellerne på næste side.

Den generelle risikoappetit på de finansielle markeder var positiv det meste af fjerde kvartal, og de danske realkreditobligationer oplevede en svagt positiv OAS-udvikling. De inkonverterbare realkreditobligationer klarede sig dog relativt dårligt set i forhold til statsobligationer.

Som følge af den svagt positive OAS-udvikling og den stabile rente var der positive afkast for hovedparten af obligationsmarkedet i fjerde kvartal 2015. Specielt 3,5%- og 4%-obligationerne gav et fornuftigt afkast. Se tabellen nedenfor.

Renteniveauet for 10-årige statsobligationer er stadig klart højere i USA end i Tyskland og Danmark. Den amerikanske 10-årige rente endte kvartalet i 2,27%, hvilket skal sammenholdes med en 10-årig tysk rente på 0,63%.

Den danske valutareserve er i løbet af kvartalet faldet signifikant som følge af Danmarks Nationalbanks køb af kroner og salg af udenlandsk valuta for at holde kursen stabil overfor EUR. Valutaresserven udgør ved udgangen af kvartalet DKK 334,9 mia.

PORTEFØLIENS AFKAST

	December	4. kvartal	2015
Portefølje	-0.10%	1,28%	-0.53%
EFFAS Danmark 3-5	-0.41%	0.44%	-1.20%
Performance (%-point)	0.31%	0.84%	0.67%

AFKASTDEKOMPONERING FJERDE 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 renteændringer.

Volatilitet: Afkast som følge af ændringer i volatilitet.

OAS: Afkast som følge af ændringer i spændet.

Dekomponering af afkast i 4. kvartal 2015 på danske obligationer

Tal i %	Tid	Kurve	Vol.	OAS	Total
Konverterbare realkreditobligationer					
2% 2047	0.75	-1.32	0.11	0.92	0.46
2.5% 2047	0.80	-1.04	0.16	0.68	0.60
3% 2044	0.84	-0.51	0.19	0.22	0.75
3.5% 2044	0.84	-0.08	0.18	0.73	1.67
4% 2041	0.74	0.43	0.15	0.64	1.95
Statsobligationer					
4% DGB 2017	-0.06	0.38	0.00	0.00	0.31
3% DGB 2021	0.26	0.12	0.00	0.00	0.38
1.75% DGB 2025	0.68	-0.98	0.00	0.00	-0.29
4.5% DGB 2039	0.51	-3.46	0.00	0.00	-2.95
Inkonverterbare realkreditobligationer					
2% 2016 April	-0.08	0.12	0.00	-0.04	-0.01
2% 2018 April	0.13	0.41	0.00	-0.08	0.45
2% 2020 April	0.31	0.23	0.00	0.25	0.79
Capped Floaters					
5% CF 2018 IO	0.06	0.02	-0.06	-0.52	-0.49
5% CF 2021	0.02	-0.82	-0.03	1.18	0.36

Kilde: SEB

Det positive merafkast i forhold til benchmark i fjerde kvartal tilskrives især porteføljens overvægt af konverterbare realkreditobligationer, som giver et væsentligt højere carry end benchmark og tillige har oplevet pæne spændindsnævninger i kvartalet, jævnfør tabellen ovenfor. Tillige har porteføljens varighedseksponering bidraget positivt, mens også swapvolatiliteten er faldet i kvartalet, hvilket har bidraget positivt gennem porteføljens eksponering til konverterbare realkreditobligationer.

PORTEFØLJEOMLÆGNINGER

Fjerde kvartal gav anledning til en enkelt aktiv omlægning hvor 2,5% konverterbare 30-årige realkreditobligationer blev udskiftet med 3,0% konverterbare 30-årige realkreditobligationer uden afdrag.

De foregående tre kvartaler var i høj grad præget af høje udtrækninger og fjerde kvartal har i denne optik været et meget stabilt og roligt kvartal. Dette er en del af forklaring på den relativt lave omsætning i porteføljen, idet porteføljens store beholdning af netop høj-kupon-obligationer løbende er priset dyrere og dyrere med de lavere udtrækningsforventninger.

SEB Investment Management holder fast i vurderingen af, at realkreditobligationer på lang sigt vil give et bedre afkast end tilsvarende statsobligationer. Med kvartalets udvikling, er forskellen stadig attraktiv, og 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.

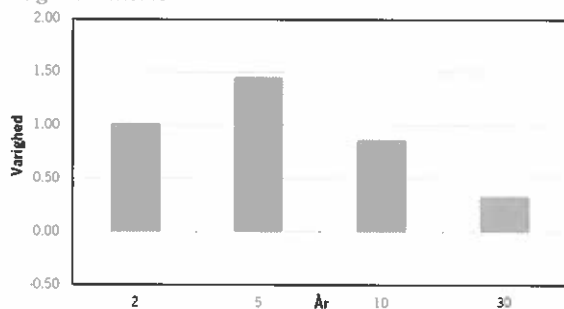
Beholdningssammensætning

Obligationstype	%-fordeling
Statsobligationer	0
Inkonverterbare flexlånsobligationer	43
Konverterbare realkreditobligationer	55
Variabelt forrentede obligationer og Capped Floaters	0
Konstanter og udtrukne obligationer	2

PORTEFØLJENS KURVEKSPONERING

Porteføljen er primært eksponeret mod de 5- og 10-årige nøglerenter, men også de 2- og 30-årige nøglerenter i mindre omfang. Høj-kupon konverterbare realkreditobligationer giver eksponering til de korte renter, mens lav-kupon konverterbare realkreditobligationer giver eksponering til de 10- og 30-årige nøglerenter. Flexlånsobligationer giver den 5-årige renteeksponering, men også de konverterbare giver eksponering på denne del af kurven.

Nøglerenterisiko

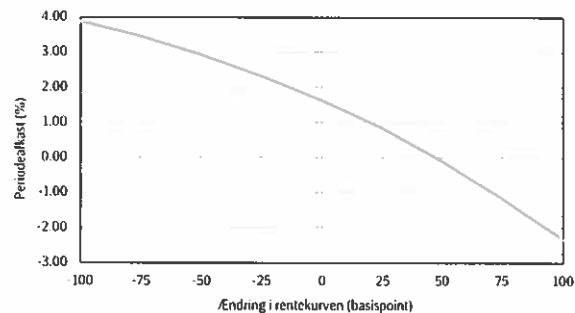


Kilde: SEB

PORTEFØLJENS AFKASTPROFIL

Figuren nedenfor viser det forventede afkast for 2016 under antagelse af uændrede rentespænd (OAS), en parallelforskydning af rentestrukturen samt en uændret porteføljesammensætning.

Horisontafkast for 2016



Kilde: SEB

Ved uændrede renter og uændret OAS er det forventede afkast ca. 1,6% for de kommende 12 måneder. Ved rentefald/-stigning på 1%-point er det forventede afkast henholdsvis 3,9% og -2,3%. Denne følsomhedsanalyse er foretaget uden ændringer i andre parametre end rentestrukturen.

RENTEUDVIKLINGEN I FIERDE KVARTAL

Renten steg i fjerde kvartal 2015. Generelt steg statsrenterne en anelse mere end swaprenterne, hvor kun de korte tyske renter faldt efter ECB sænkede den korte toneangivende rente.

Renteniveauer ultimo fjerde kvartal samt ændringer gennem kvartalet

	2Y, %	Ændring bp.	10Y, %	Ændring bp.
Statsobligationer				
USA	1.05	+42	2.27	+23
Tyskland	-0.35	-10	0.63	+4
DK	-0.31	-3	0.92	+6
Swaps				
USA	1.17	+42	2.19	+19
Tyskland	-0.03	-8	1.00	+4
DK	0.20	-11	1.32	+1

Kilde: Bloomberg

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

10-årig dansk statsobligation



Nedenstående figur viser udviklingen i renteforskellen mellem Danmark og Tyskland. Der er taget udgangspunkt i en generisk 10-årig rente.

10-årige dansk-tyske rentespænd

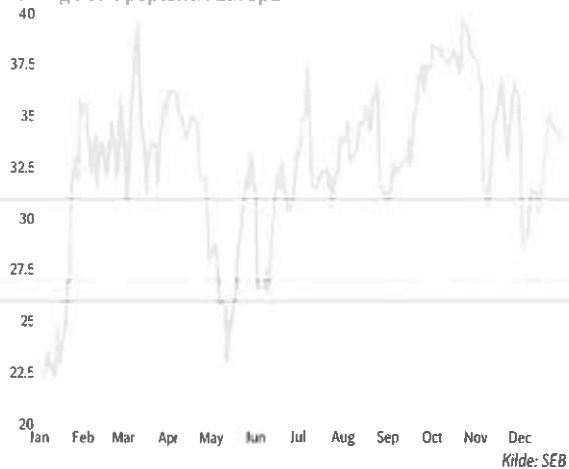


De næste figurer viser det 10-årige swapspænd i henholdsvis USA og Europa. Som det fremgår, er både de europæiske og amerikanske swaprenter kørt ind i forhold til statsobligationerne målt i kvartalet, men i december er spændene kørt noget ud.

10-årige swapspænd i USA



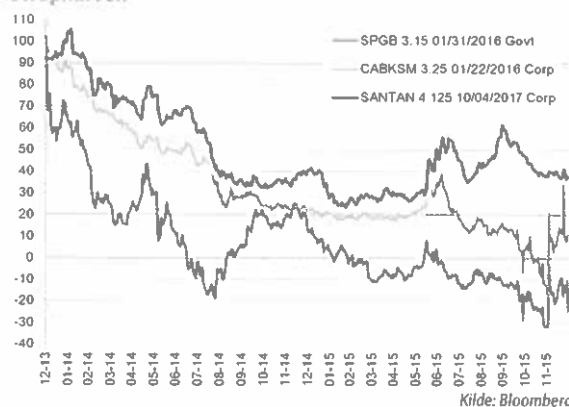
10-årige swapspænd i Europa



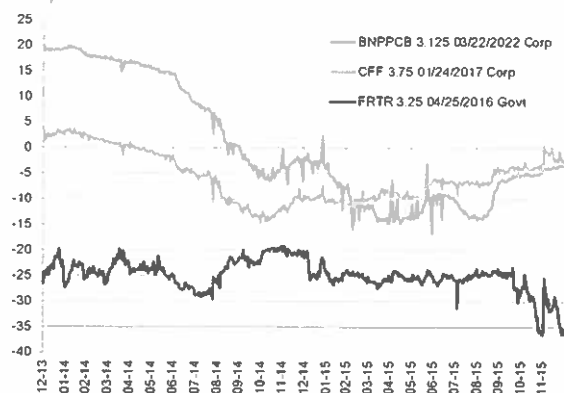
REALKREDITSPÆND I FJERDE KVARTAL

Både tyske og franske inkonverterbare covered bonds har i fjerde kvartal oplevet stabile til svagt stigende swapspænd. Udviklingen har været stort set identisk for danske inkonverterbare realkreditobligationer. Det er alene de spanske covered bonds som har udvist faldende spænd i 4. kvartal.

Rentespænd spanske realkreditobligationer i forhold til swapkurven

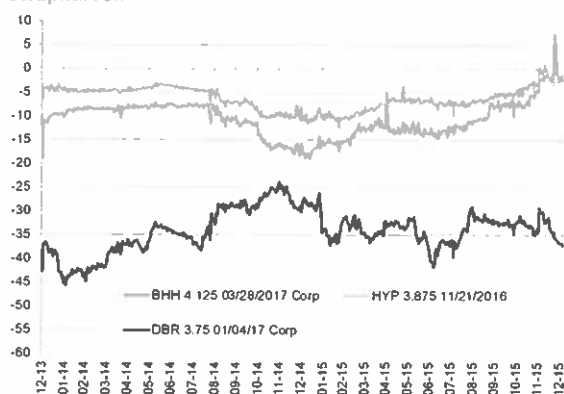


Rentespænd franske realkreditobligationer i forhold til swapkurven



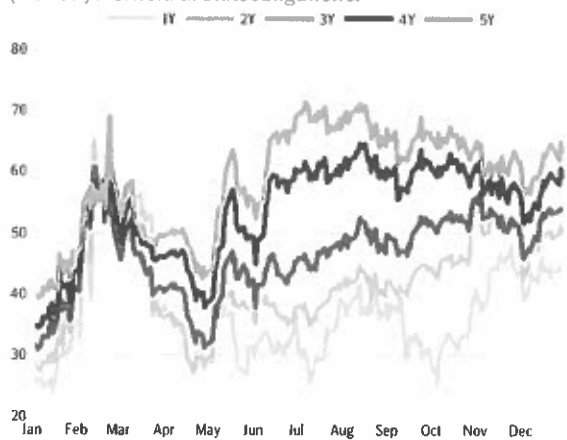
Kilde: Bloomberg

Rentespænd tyske realkreditobligationer i forhold til swapkurven



Kilde: Bloomberg

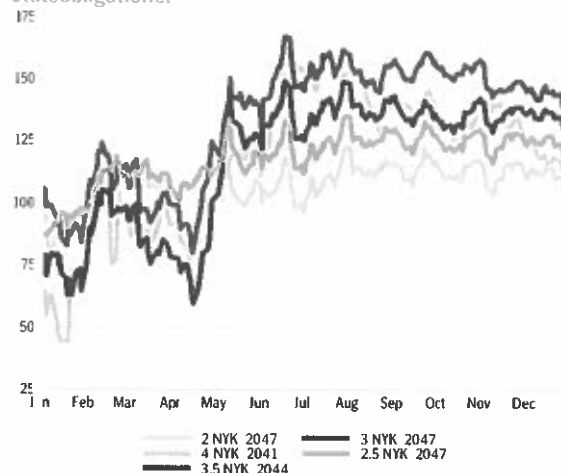
Generisk OAS på inkonverterbare realkreditobligationer (Flexlån) i forhold til statsobligationer



Kilde: SEB

De danske flexlånsobligationer har generelt underperformat statsobligationer i fjerde kvartal.

OAS på konverterbare realkreditobligationer i forhold til Statsobligationer



Kilde: SEB

Der har i løbet af fjerde kvartal været en mindre spændingsnæring på konverterbare realkreditobligationer. Specielt ligger OAS på 3,5%- og 3,0%-obligationerne på et attraktivt niveau, hvilket afspejler markedets nervøsitet. Nedenstående figur viser udviklingen i OAS siden december på en såkaldt generisk kurs 98 realkreditobligation. Der fremgår heraf, at OAS for tiden ligger højt, men dog lidt ned fra det højeste niveau.

OAS på generisk kurs 98 konverterbar realkreditobligation



Kilde: SEB WM

Tabellen nedenfor viser afkastet på udvalgte stats- og realkreditobligationer i fjerde kvartal 2015 samt for december og 2015 som helhed.

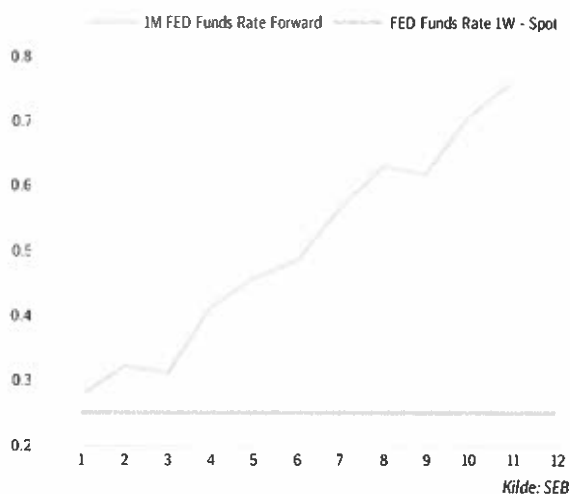
Afkast i procent	December	4. kvartal	2015
2% Konverterbar 2047	-0,68	0,46	-3,90
2,5% Konverterbar 2047	-0,58	0,60	-2,72
3% Konverterbar 2044	-0,30	0,75	-0,79
3,5% Konverterbar 2044	0,12	1,67	1,26
4% Konverterbar 2041	0,65	1,95	4,71
4% DGB 2017	-0,34	0,31	0,65
3% DGB 2021	-0,94	0,38	0,58
1,75% DGB 2025	-1,72	-0,29	0,25
4,5% DGB 2039	-3,28	-2,95	-1,44
2% Inkonverterbar 2016 April	-0,07	-0,01	0,30

2% Inkonverterbar 2018 April	-0.32	0.45	0.80
2% Inkonverterbar 2020 April	-0.64	0.79	1.03
5% CF 2018 IO	0.00	0.36	0.11
5% CF 2021	0.33	-0.49	-0.23

Kilde: SEB

FORVENTNINGER TIL RENTEUDVIKLINGEN I FØRSTE KVARTAL 2016

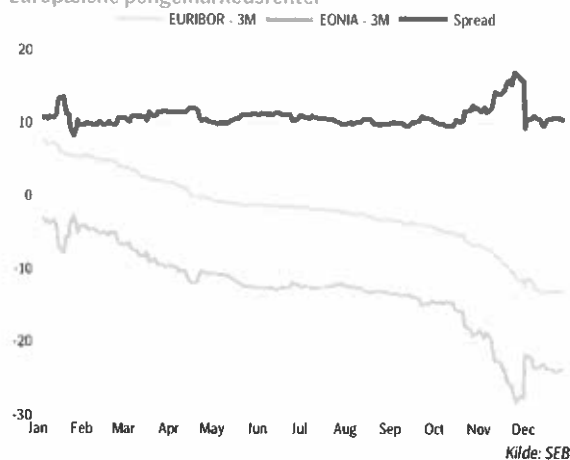
Rentespændet mellem sikrede og usikrede penge har på det seneste været stabilt – jævnfør figuren nedenfor. Dette illustrerer især situationen bankerne imellem, hvor der nu er mindre tilbageholdenhed med at låne penge til hinanden, end det var tilfældet sidste år.



Kilde: SEB

For så vidt angår ECB, forventes det, at renten bliver fastholdt på det ekstremt lave niveau i hele 2016 og langt ind i 2017. Kun en kraftig stigning i den økonomiske vækst eller inflationen kan ændre på denne forventning. Den stigning, vi indtil nu har set i vækstforventningerne og inflation, er slet ikke tilstrækkelig og indikerer snarere en rentenedsættelse.

Europæiske pengemarkedsrenter



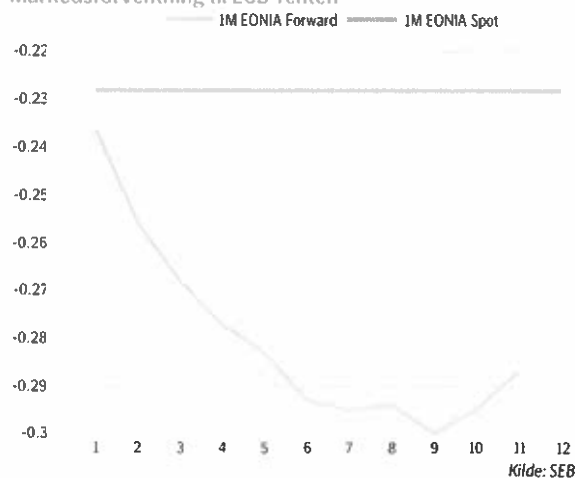
Kilde: SEB

I afsnittet "Økonomisk Finansielt Scenarie" er SEB Investment 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 bliver hævet igen til marts, om end det ikke helt kan afvises, at næste rentestigning bliver udskudt yderligere et par måneder.

Markedsforventning til FED Funds-renten

Markedsforventning til ECB-renten



Kilde: SEB

Som det fremgår af afsnittet "Økonomisk Finansielt Scenarie", forventes det, at væksten i den underliggende økonomi vil være svagt stigende i 2016 ift. 2015. Dog er denne forventning med mest risiko på nedsiden.

Det er SEB Investment Managements vurdering, at rentekurven kan blive en smule stejlere i løbet af de kommende seks til tolv måneder. Denne stejling 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 Danmarks Nationalbank lykkedes med at svække (stabilisere) kronen. Denne udvikling vil være fordelagtig i forhold til den porteføljesammensætning SEB Investment Management har implementeret.

Performance for realkreditobligationer forventes at være drevet af udbuds- og efterspørgselsituationen, dog kombineret med en forventet normalisering af den voldsomme OAS-udvidelse fra andet kvartal 2015. Aktuelt er de løbende udstedelser af både flexlån og konverterbare obligationer på et afdæmpet niveau. Udstedelserne på det konverterbare marked er nu koncentreret om 3% 2047, hvor det tidligere i 2015 var 2% 2047. Hovedparten af al udstedelse foregår dog i inkonverterbare obligationer herunder variabelt forrentede realkreditobligationer.

FORVENTNINGER TIL KREDITUDVIKLINGEN I FØRSTE KVARTAL 2016

Markedet for Investment Grade har i fjerde kvartal igen oplevet en stigende spændudvikling.

Nervøsitet ovenpå VW-skandalen og usikkerhed vedrørende råvaremarkederne har medført, at spændet til statsobligationer er øget i løbet af kvartalet. Udstedelser fra nordiske navne har været ramt i mindre udstrækning end udstedelser fra de sydeuropæiske lande. 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 stor.

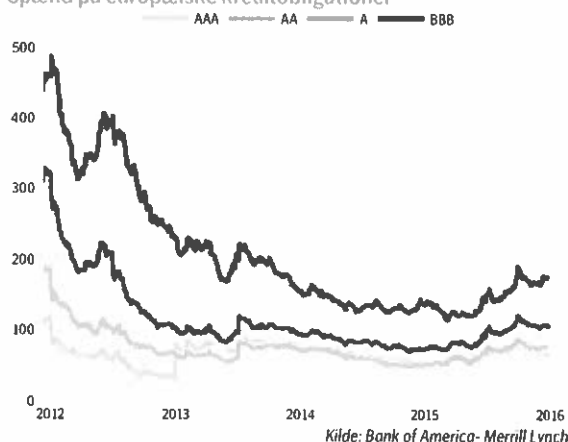
kreditobligationer end i de fleste andre europæiske kreditobligationer.

10-årigt swapspænd i Danmark



Ligeledes vurderes der stadig at være rigtig god værdi i realkreditobligationer relativt til statsobligationer og Investment Grade. Udstedelsesbilledet samt den lave sandsynlighed for ekstraordinære indfrielse fra låntagerne vil være af stor 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.

Spænd på europæiske kreditobligationer



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

SEB Investment 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 real-

Optionsjusteret merrente på konverterbare danske realkreditobligationer i forhold til statsobligationer.



Det er SEB Investment Managements vurdering, at danske konverterbare realkreditobligationer vil give et attraktivt afkast i 2016, specielt sammenlignet med statsobligationer.

BEHOLDNINGSOVERSIGT

Slagelse Kommune

Depot nr.: 6100050832

Depot nr.:

Rapporten er opgjort på handelsdag

Dato: 31-12-2015

Værdipapirer	ISIN	Stk.	Ges. kurspris	Kostpris	Markeds- kurs	Markedsværdi	Ureal. gevinst/tab	Markedsværdi inkl.rente i DKK	Vægt %
Kontanter (DKK) (FX = 1.0000)									
Transaktionskonto (DKK)	TRR-KONTO			1.913.480,39		1.913.480,39	0,00	1.913.480,39	2,84
Obligationer - Inkonverterbare (DKK) (FX = 1.0000)									
Realkreditobligationer									
2% Real 20									
2 RD T SDRO 2020 Jan	DK0009287716	12.312.000,00	107,2800	13.208.313,60	105,6800	13.011.321,60	-196.992,00	13.256.886,97	19,67
2% Real 18									
2 NYK G RO2L 2018 Apr	DK0009791048	2.500.000,00	104,7000	2.617.500,00	103,6100	2.590.250,00	-27.250,00	2.627.681,69	3,90
2% Real 19									
2 NYK G RO2L 2019 Apr	DK0009793846	4.450.000,00	105,8062	4.708.375,00	104,9000	4.668.050,00	-40.325,00	4.734.678,42	7,02
Sum Realkreditobligationer				20.534.188,60		20.269.621,60	-264.567,00	20.619.247,08	30,59
SUM Obligationer - Inkonverterba				20.534.188,60		20.269.621,60	-264.567,00	20.619.247,08	30,59
Obligationer - Konverterbare (DKK) (FX = 1.0000)									
Realkreditobligationer									
4% Real 41									
4 RD S SDRO 2041 ALM	DK0009282329	5.177.360,49	104,3514	5.402.648,31	107,1500	5.547.541,77	144.893,45	5.601.211,38	8,31
3,5% Real 44									
3,5 RD S SDO 2044 ALM	DK0009288441	24.103.833,56	102,1500	24.622.065,98	103,0000	24.826.948,57	204.882,59	25.043.147,48	37,15
2% Real 47									
2 NYK E SDO 2047 ALM	DK0009504169	7.149.268,71	98,1177	7.014.698,56	91,9000	6.570.177,94	-444.520,61	6.605.762,58	9,80
3,5% Real 44									
3,5 NYK E SDO 2044 IO10	DK0009787442	6.430.535,11	101,9115	6.553.457,07	102,3000	6.578.437,42	24.980,35	6.636.518,92	9,85
2% Real 24									
2 NYK I RO2L 2024 ALM	DK0009788416	965.308,55	102,9000	993.302,50	102,0000	984.614,72	-8.687,78	989.782,59	1,47
Sum Realkreditobligationer				44.586.172,41		44.507.720,41	-78.452,00	44.876.422,96	66,57
SUM Obligationer - Konverterbare				44.586.172,41		44.507.720,41	-78.452,00	44.876.422,96	66,57
TOTAL								67.409.150,43	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

SEB



OBLIGATIONSOVERSIGT OG RISIKOMÅL

Slagelse Kommune

Depot nr.: 6100050832

Depot nr.:

Rapporten er opgjort på handelsdag

Dato: 31-12-2015

Værdipapirer	Fondskode	Nom	Markedsværdi- palobne rente	Vægt %	Mod. OAD (MOAD)	Opt.just. Varighed (OAD)	Varighed Officiel	Kon- vekslet	Varighed Finans- tilsynet	Korr. Faktor Officiel	Off Eff. Rente
Kontanter (DKK)											
Transaktionskonto (DKK)	TRKONTO	1.913.480,39	1.913.480,39	2,8	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Obligationer - Inkonverterbare (DKK)											
2 NYK G RO2L 2018 Apr	DK0009791048	2.500.000,00	2.627.681,69	3,9	2,18	2,29	2,18	0,07	2,18	0,46	0,39
2 NYK G RO2L 2019 Apr	DK0009793846	4.450.000,00	4.734.678,42	7,0	3,12	3,32	3,13	0,14	3,11	0,32	0,48
2 RD T SDRO 2020 Jan	DK0009287716	12.312.000,00	13.256.886,97	19,7	3,86	4,08	4,81	0,20	4,78	0,21	0,56
		19.262.000,00	20.619.247,08	30,6	3,48	3,68	4,09	0,17	4,06	0,27	0,52
Obligationer - Konverterbare (DKK)											
2 NYK I RO2L 2024 ALM	DK0009788416	965.308,55	989.782,59	1,5	3,02	3,09	8,05	-0,02	7,91	0,12	1,76
2 NYK E SDO 2047 ALM	DK0009504169	7.149.268,71	6.605.762,58	9,8	9,88	9,08	23,29	-0,60	22,75	0,04	2,38
3,5 NYK E SDO 2044 IO10	DK0009787442	6.430.535,11	6.636.518,92	9,8	4,60	4,71	18,45	-6,71	11,60	0,05	3,42
3,5 RD S SDO 2044 ALM	DK0009288441	24.103.833,56	25.043.147,48	37,2	3,38	3,48	18,40	-6,23	11,57	0,05	3,38
4 RD S SDRO 2041 ALM	DK0009282329	5.177.360,49	5.601.211,38	8,3	0,94	1,01	16,62	-4,19	6,42	0,06	3,62
		43.826.306,42	44.876.422,96	66,6	4,21	4,17	18,68	-5,08	12,50	0,05	3,23
SUM TOTAL		65.001.786,81	67.409.150,43	100,0	3,86	3,90	13,68	-3,33	9,56	0,12	2,32
			Beregnet ved Opt. justeret varighed		Beregnet ved officiel varighed		Beregnet ved Finanstilsynets varighed				
Ændring i porteføljeværdi ved renteændring på 1 pct. point i DKK:			2.603.886,18		9.015.811,66		6.299.619,24				
Ændring i porteføljeværdi ved renteændring på 1 pct. point i % af markedsværdi incl. renter			3,86		13,37		9,35				

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