



Slagelse Kommune
Deponerede Midler

Kvartalsrapport
3. Kvartal 2015



MARKEDSVÆRDI PR. AKTIV KLASSE

Slagelse Kommune

Depot nr.: 6100050832

Depot nr.:

Rapporten er opgjort på handelsdag

Dato: 09-30-2015

Aktivklasse	Markedsværdi	Vægt
Konter	1,596,476.29	2.4
Obi Dk nom	64,963,546.53	97.6
TOTAL	66,560,022.82	100.0

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

Depot nr.: 6100050832

Depot nr.:

Rapporten er opgjort på handelsdag

Periode: 31-08-2015 til 30-09-2015

	Periode kr.	År til dato kr.
Beregningsperiodens start	31-08-2015	02-01-2015
Porteføljens startværdi	66,054,721.14	68,764,053.54
Vedhængende renter	419,718.89	259,057.16
Total	66,474,440.03	69,023,110.71
Indskud i perioden	0.00	6,079,772.30
Udtræk i perioden	0.00	-7,432,094.58
Afkast for perioden	85,582.79	-1,110,765.60
Porteføljeværdi ultimo 30-09-2015	65,946,055.68	65,946,055.68
Vedhængende renter	613,967.14	613,967.14
Total	66,560,022.82	66,560,022.82
Specifikation af afkast		
Realiseret gevinst	-64,750.72	-1,098,824.71
Realiseret kursgevinst	-64,750.72	-1,098,824.71
Realiseret valutagevinst	0.00	0.00
Urealiseret gevinst	17,098.88	-1,098,381.88
Urealiseret kursgevinst	17,098.88	-1,098,381.88
Urealiseret valutagevinst	0.00	0.00
Realiserede Renter Depot	-61,013.62	731,625.96
Realiserede Renter Kontantkonto	0.00	-94.95
Modtaget og tilgodehavende udbytte	0.00	0.00
Ændring i vedhængende renter	194,248.25	354,909.98
Afkast for perioden	85,582.79	-1,110,765.60
Forvaltningsgebyr	0.00	0.00
Øvrige omkostninger	0.00	0.00
Total afkast for periode efter gebyrer	85,582.79	-1,110,765.60
Tidsvægtet afkast	0.13%	-1.78%

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

Depot nr.: 6100050832

Depot nr.:

Rapporten er opgjort på handelsdag

Periode: 30-06-2015 til 30-09-2015

	Periode kr.	År til dato kr.
Beregningsperiodens start	30-06-2015	02-01-2015
Porteføljens startværdi	66,140,833.89	68,764,053.54
Vedhængende renter	358,463.63	259,057.16
Total	66,499,297.52	69,023,110.71
Indskud i perioden	0.00	6,079,772.30
Udtræk i perioden	-141,702.13	-7,432,094.58
Afkast for perioden	202,427.44	-1,110,765.60
Porteføljeværdi ultimo 30-09-2015	65,946,055.68	65,946,055.68
Vedhængende renter	613,967.14	613,967.14
Total	66,560,022.82	66,560,022.82
Specifikation af afkast		
Realiseret gevinst	-134,020.07	-1,098,824.71
Realiseret kursgevinst	-134,020.07	-1,098,824.71
Realiseret valutagevinst	0.00	0.00
Urealiseret gevinst	597.89	-1,098,381.88
Urealiseret kursgevinst	597.89	-1,098,381.88
Urealiseret valutagevinst	0.00	0.00
Realiserede Renter Depot	80,346.11	731,625.96
Realiserede Renter Kontantkonto	0.00	-94.95
Modtaget og tilgodehavende udbytte	0.00	0.00
Ændring i vedhængende renter	255,503.51	354,909.98
Afkast for perioden	202,427.44	-1,110,765.60
Forvaltningsgebyr	0.00	0.00
Øvrige omkostninger	0.00	0.00
Total afkast for periode efter gebyrer	202,427.44	-1,110,765.60
Tidsvægtet afkast	0.31%	-1.78%

OBLIGATIONER

De tre første kvartaler af 2015 har for obligationsinvestorer verden over været meget begivenhedsrige. De lange statsrenter faldt således ganske meget både i Europa og i USA i tredje kvartal, hvilket var lidt overraskende efter den kraftige rentestigning i andet kvartal. Uheldigvis fik de danske realkreditobligationer ikke hentet det tabte fra tidligere på året, og tabte således yderligere terræn i forhold til statsobligationerne.

Rentefaldet kom lidt bag på de fleste, da de økonomiske udsigter, både i USA og i Europa, generelt så pænere ud. I tredje kvartal er inflationsforventningerne faldet en smule, hvilket har været brugt som en forklaring på de faldende renter, jf. afsnittet 'Økonomisk Finansielt scenarie'. Udviklingen i Kina og resten af Emerging Markets har dog også haft stor indflydelse på rentefaldet, og den seneste udvikling med skandalen i VW har også medvirket til at presse renterne ned.

Udviklingen i renterne var forskellig på tværs af regionerne. De 10-årige statsrenter faldt både i USA og i Tyskland/Danmark, men rentefaldet var dog noget større i USA end i Tyskland/Danmark. De korte renter steg en smule i Danmark grundet en langsom normalisering af den valutariske uro, mens de korte renter både i Tyskland og i USA faldt en anelse.

Rentespændet mellem Danmark og Tyskland var stigende i kvartalet og sluttede 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 figurterne og tabellerne på næste side.

Den generelle risikoappetit på de finansielle markeder var negativ i tredje kvartal, men de danske realkreditobligationer oplevede trods alt en rimelig stabil OAS-udvikling, om end der var enkelte obligationer, der performede dårligt, mens andre performede godt. De inkonverterbare realkreditobligationer klarede sig relativt dårligt set i forhold til statsobligationer.

Som følge af den stabile OAS-udvikling og den faldende rente var der positive afkast for hovedparten af obligationsmarkedet i tredje kvartal 2015. Specielt 3- 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 2,04%, hvilket skal sammenholdes med en 10-årig tysk rente på 0,59%.

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. Valutareserven udgør ved udgangen af kvartalet DKK 514 mia. Generelt er det opfattelsen, at Nationalbanken er ved at vinde "valutakrigen". Den forventede genoptagelse af udstedelse af statsobligationer den 7. oktober dokumenterer også dette.

PORTEFØLJENS AFKAST

	September	3. kvartal	2015
Portefølje	0,13%	0,31%	-1,78%
EFFAS Denmark 3-5	-0,14%	-0,22%	-0,13%
Performance (%-point)	0,27%	0,53%	-1,65%

PORTEFØLJENS PERFORMANCE

Porteføljen gav i tredje kvartal et pænt absolut afkast på 0,31%, hvilket er hele 0,53%-point højere end benchmarks afkast på -0,22%. Merafkastet er især skabt i juli måned, men også september var positiv målt relativt til benchmark. Afkastet i september udgør 13bp, hvilket er 27 bp højere end benchmark. Målt år-til-dato er det negative merafkast således pænt reduceret og udgør ved kvartalets udgang -1,65 bp.

I næste afsnit gennemgås kort en dekomponering af obligationsafkastet.

AFKASTDEKOMPONERING TREDJE KVARTAL 2015

Nedenstående tabel viser, hvordan udvalgte faktorer har påvirket afkastet på danske obligationer i tredje 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 3. kvartal 2015 på danske obligationer

Tal i %	Tid	Kurve	Vol.	OAS	Total
Konverterbare realkreditobligationer					
2% 2047	0,69	2,16	-0,15	-1,62	1,07
2,5% 2047	0,76	1,71	-0,08	-1,11	1,29
3% 2044	0,89	1,25	0,03	0,18	2,35
3,5% 2044	1,01	0,41	0,11	-0,10	1,44
4% 2041	1,31	-0,25	0,16	0,85	2,08
Statsobligationer					
4% DGB 2017	0,01	-0,27	0,00	0,00	-0,26
3% DGB 2021	0,29	0,06	0,00	0,00	0,35
1,75% DGB 2025	0,69	0,86	0,00	0,00	1,55
4,5% DGB 2039	0,54	5,08	0,00	0,00	5,62
Inkonverterbare realkreditobligationer					
2% 2016 April	-0,00	-0,22	0,00	0,11	-0,11
2% 2018 April	0,15	-0,28	0,00	-0,10	-0,23
2% 2020 April	0,36	-0,14	0,00	0,20	0,43
Capped Floaters					
5% CF 2018 IO	0,02	-0,11	-0,03	-0,38	-0,49
5% CF 2021	0,06	-0,54	-0,03	-0,18	-0,68

Kilde: SEB

Det positive merafkast i 3. kvartal tilskrives især porteføljens overvægt af konverterbare realkreditobligationer, som giver et væsentligt højere carry end benchmark. Tillige har porteføljens varighedseksponering bidraget positivt, mens også swapvolatiliteten er faldet i kvartalet, hvilket har bidraget positivt gennem porteføljens eksponering til konverterbare realkreditobligationer. Den rene OAS-udvikling har bidraget negativt til merafkastet gennem overvægten til konverterbare obligationer.

PORTEFØLJEOMLÆGNINGER

I september blev porteføljens beholdning af 2-årige flexlånsobligationer solgt mod at købe 30-årige konverterbare realkreditobligationer med en kupon på 3,5%. Disse obligationer giver et væsentligt højere carry, men er til gengæld også væsentligt mere negativt konvekse og dermed i risiko for varighedsforlængelse ved kraftige rentestigninger. SEB vurderer dog, at merafkastet overstiger risikoen ved dette, hvorfor porteføljen har en forholdsvis høj koncentration af høj-kuponobligationer, som samtidig sikrer, at den umiddelbare renterisiko (MOAD) holdes relativt lav.

SEB Wealth Management holder fast i vurderingen af, at realkreditobligationer på lang sigt vil give et bedre afkast end tilsvarende statsobligationer. Med kvartalets udvikling, er forskellen blevet endnu mere 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.

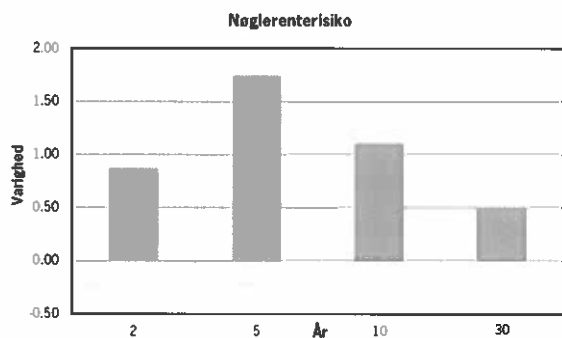
Beholdningssammensætning

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

PORTEFØLJENS KURVEEKSPONERING

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

Nøglerenterisiko

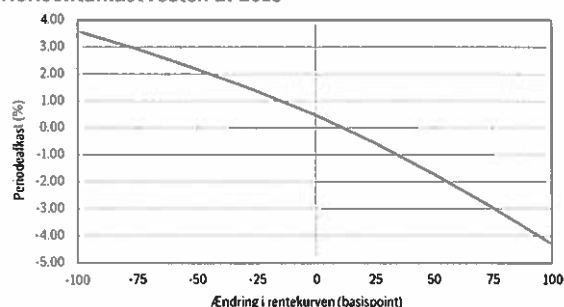


Kilde: SEB

PORTEFØLJENS AFKASTPROFIL

Figuren nedenfor viser det forventede afkast for de sidste tre måneder af 2015 under antagelse af uændrede rentespænd (OAS), en parallelforskydning af rentestrukturen samt en uændret porteføljesammensætning.

Horisontafkast resten af 2015



Kilde: SEB

Ved uændrede renter og uændret OAS er det forventede afkast ca. 0,5% for de kommende tre måneder. Ved rentefald/-stigning på 1%-point er det forventede afkast henholdsvis 3,6% og -4,3%. Der er ikke antaget ændringer i andre parametre end rentestrukturen.

RENTEUDVIKLINGEN I TREDJE KVARTAL

Der var rentefald i tredje kvartal 2015. Generelt faldt swaprenterne en anelse mere end statsrenterne.

Renteniveauer ultimo tredje kvartal samt ændringer gennem kvartalet

	2Y, %	Ændring bp.	10Y, %	Ændring bp.
Statsobligationer				
USA	0,63	-1	2,04	-32
Tyskland	-0,26	-3	0,59	-18
DK	-0,28	+14	0,83	-15
Swaps				
USA	0,75	-15	2,00	-46
Tyskland	0,05	-8	0,96	-19
DK	0,31	+6	1,31	-17

Kilde: Bloomberg

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

10-årig dansk statsobligation



Kilde: SEB

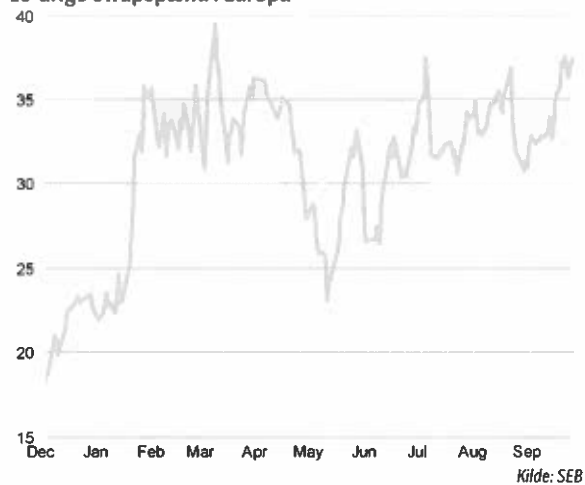
De næste figurer viser det 10-årige swapspænd i henholdsvis USA og Europa. Som det fremgår, er de europæiske swaprenter

kørt lidt ud i forhold til statsobligationerne, mens de amerikanske er kørt meget ind.

10-årige swapspænd i USA

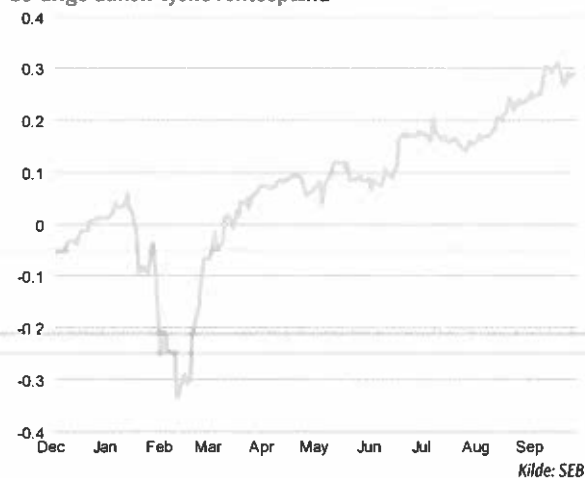


10-årige swapspænd i Europa



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

10-årige dansk-tyske rentespænd



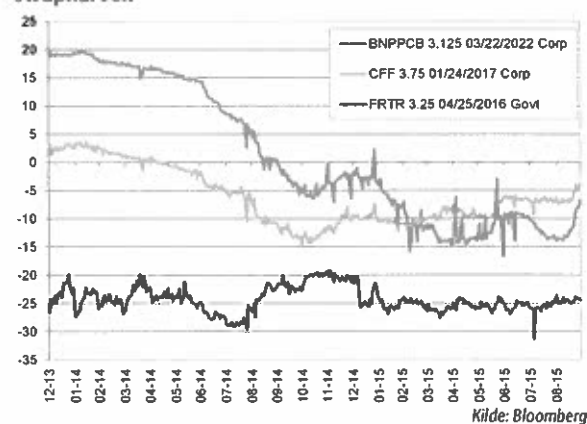
REALKREDITSPÆND I TREDJE KVARTAL

Både tyske, spanske og franske inkonverterbare covered bonds har i tredje kvartal oplevet stabile til svagt stigende swapspænd. Udviklingen har været stort set identisk for danske inkonverterbare realkreditobligationer.

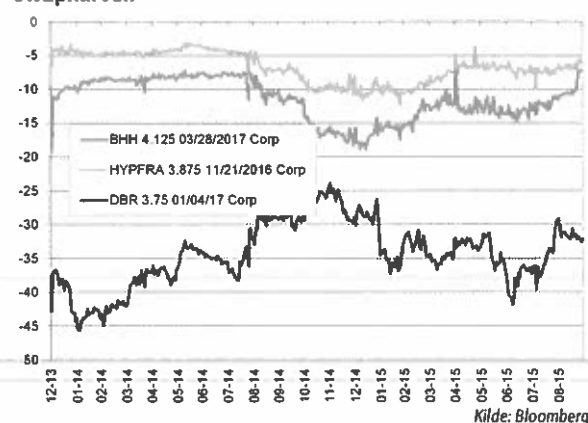
Rentespænd spanske realkreditobligationer i forhold til swapkurven



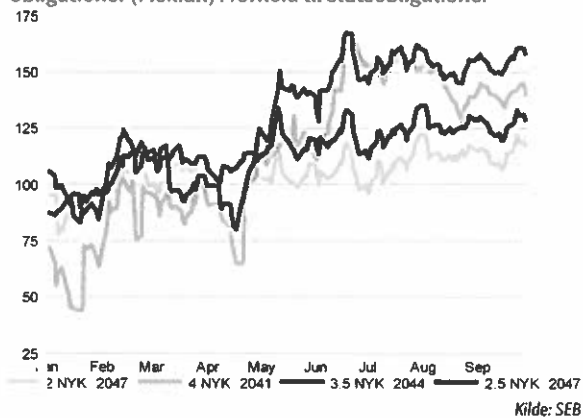
Rentespænd franske realkreditobligationer i forhold til swapkurven



Rentespænd tyske realkreditobligationer i forhold til swapkurven

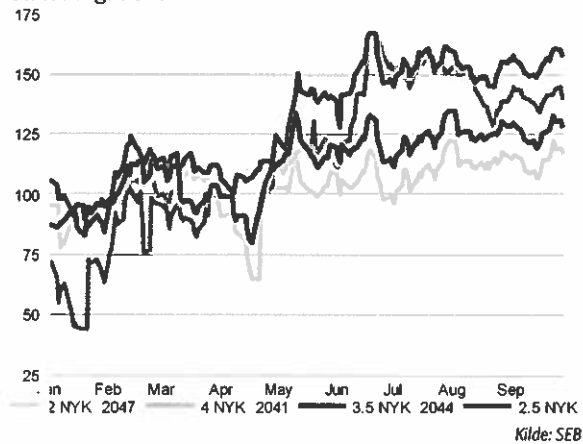


OAS på fastforrentede inkonverterbare realkreditobligationer (Flexlån) i forhold til statsobligationer



De danske flexlånsobligationer har generelt underperformat statsobligationer i tredje kvartal.

OAS på konverterbare realkreditobligationer i forhold til Statsobligationer



Spændvidelsen på konverterbare realkreditobligationer har været begrænset i tredje kvartal, der nærmere har budt på en stabilisering på et meget højt niveau. Specielt ligger OAS på 4% og 3,5%'s 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 p.t. ligger højt, men dog lidt ned fra det højeste niveau.

OAS på generisk kurs 98 konverterbar realkreditobligation



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

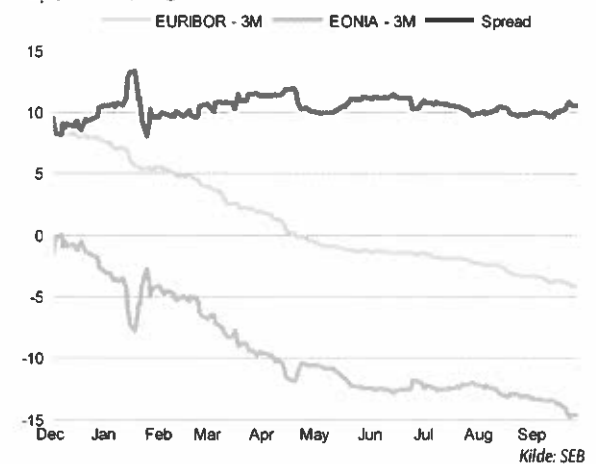
Afkast i procent	September	3. kvartal	2015
2% Konverterbar 2047	0,86	1,07	-4,24
2,5% Konverterbar 2047	0,95	1,29	-3,02
3% Konverterbar 2044	1,25	2,35	-1,34
3,5% Konverterbar 2044	0,58	1,44	-0,22
4% Konverterbar 2041	0,75	2,08	2,62
4% DGB 2017	-0,04	-0,26	0,33
3% DGB 2021	0,16	0,35	0,21
1,75% DGB 2025	0,85	1,55	0,55
4,5% DGB 2039	1,45	5,62	1,56
2% Inkonverterbar 2016 April	-0,02	-0,11	0,31
2% Inkonverterbar 2018 April	-0,09	-0,23	0,34
2% Inkonverterbar 2020 April	-0,01	0,43	0,24
5% CF 2018 IO	-0,55	-0,49	-0,24
5% CF 2021	-0,23	-0,68	-0,02

Kilde: SEB

FORVENTNINGER TIL RENTEUDVIKLINGEN I FJERDE 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 det var tilfældet sidste år.

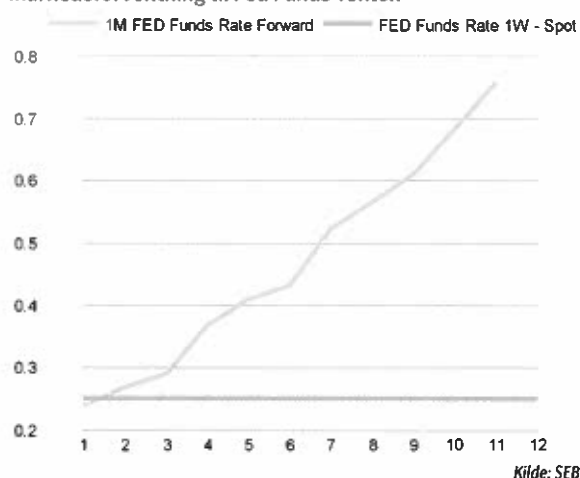
Europæiske pengemarkedsrenter



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.

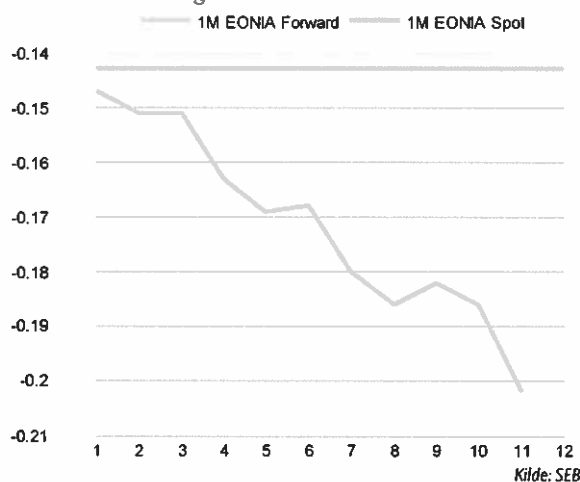
Forventningen i obligationsmarkedet er, at Fed Funds-renten bliver hævet til december, om end det ikke helt kan afvises, at rentestigningen bliver udskudt yderligere et par måneder.

Markedsforventning til Fed Funds-renten



For så vidt angår ECB, forventes det, at renten bliver fastholdt på det ekstremt lave niveau i hele 2015 og hele 2016. 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.

Markedsforventning til ECB-renten



Som det fremgår af afsnittet "Økonomisk Finansielt Scenarie", forventes det, at væksten i den underliggende økonomi vil være svagt stigende resten af 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 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 Wealth Management har implementeret.

Performance for realkreditobligationer forventes at være drevet af udbuds- og efterspørgselssituationen, dog kombineret med en forventet normalisering af den voldsomme OAS-udvidelse fra andet kvartal. Aktuelt er de løbende udstedelser af både flexlån og konverterbare obligationer på et afdæmpet niveau. Udstedelserne på det konverterbare marked er nu koncentreret

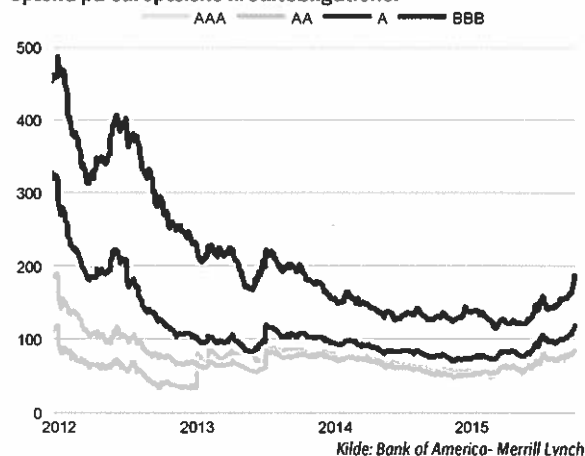
om 3% 2047, hvor det tidligere på året var 2% 2047. Hovedparten af al udstedelse foregår dog i inkonverterbare obligationer herunder variabelt forrentede.

FORVENTNINGER TIL KREDITUDVIKLINGEN I FJERDE KVARTAL 2015

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

Nervøsiteten ovenpå VW-skandalen og usikkerhed vedrørende råvaremarkederne har medført, at spændet til statsobligationer er øget primært i slutningen 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 temmelig stor.

Spænd på europæiske kreditobligationer



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

10-årigt swappænd 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.

Det er SEB Wealth Managements vurdering, at danske konverterbare realkreditobligationer vil give et yderst attraktivt afkast i resten af 2015 og i 2016, specielt sammenlignet med statsobligationer.

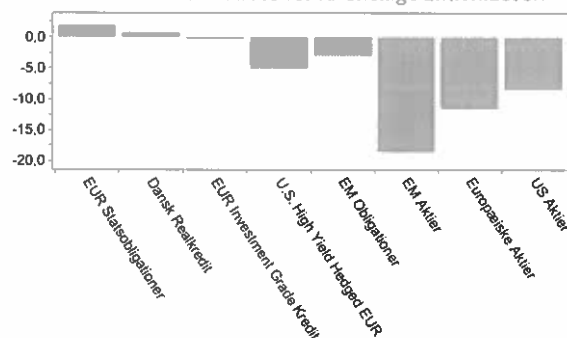
ØKONOMISK & FINANSIELT SCENARIE

(Redaktionen afsluttet 1. oktober 2015)

ET BLODIGT KVARTAL

Græsk krise, kinesisk vækstkollaps, VW-skandale, flygtningekrise osv. Listen af bekymringer for de finansielle markeder har været lang i tredje kvartal, og kursreaktionen er bestemt ikke udeblevet. Alle former for risikofyldte aktiver er faldet i kvartalet. For globale aktier er kvartalet det værste siden Q3 i 2011, hvor den europæiske gældskrise stod i lys lue. Værst er det gået for Emerging Markets-aktier, som er faldet 18% i kvartalet. I den anden ende af risikospektret har vi været vidne til positive afkast på statsobligationer og mindre, men dog positive, afkast på danske realkreditobligationer.

Afkast i DKK i 3. kvartal 2015 for forskellige aktivklasser.

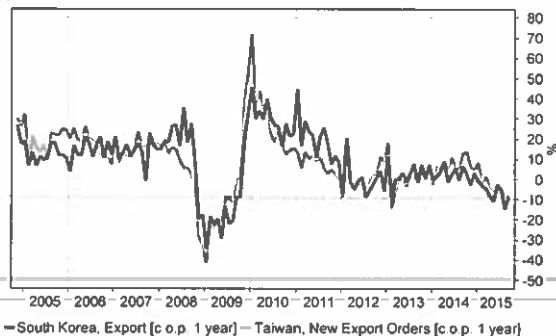


Kilde: Macrobond

OPBREMSNING I "VERDENS VÆRKSTED"

Den overordnede "markedsdriver" for de kraftige kursfald har været opbremsningen i Kina og Emerging Markets og de afledte effekter heraf for resten af verden. Kina lider af overkapacitetsproblemer inden for visse sektorer og specielt den nederste del af værdikæden inden for fremstillingssektoren har det rigtig svært. Den seneste runde af nøgletal viste ingen tegn på, at det er ved at ændre sig. Vi har således fået flere eksempler på, at svagheden har spredt sig til andre dele af regionen. I de to andre vigtige produktionslande i regionen, Sydkorea og Taiwan, har eksporten det ligeledes rigtig svært.

Vækst i nye eksportordrer i Taiwan og vækst i eksport i Sydkorea.

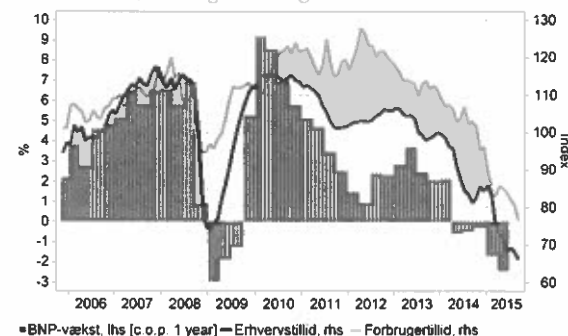


Kilde: Macrobond

Det er imidlertid ikke kun Asien, som har det svært i Emerging Markets. Brasilien, B'et i det engang så vigtige BRIK-kompleks, kæmper med effekterne af Kinas mindre behov for råvarer og en

delvis selvskabt økonomisk krise. Som det største land i Latinamerika er det med til at lægge en dæmper på væksten i hele regionen.

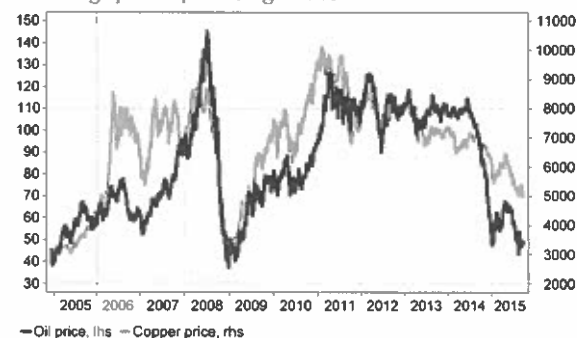
Erhvervstillid, forbrugertillid og BNP-vækst i Brasilien.



Kilde: Macrobond

De faldende råvarepriser og udsigten til strammere dollarlikviditet er den sidste pind på bælet, der holder Emerging Market-komplekset fast i en negativ spiral. Som det fremgår af grafen nedenfor, er kobber- og olieprisen nu tilbage på niveauerne fra 2009, hvilket presser statsbudgetterne i flere lande.

Udvikling i prisen på olie og kobber.

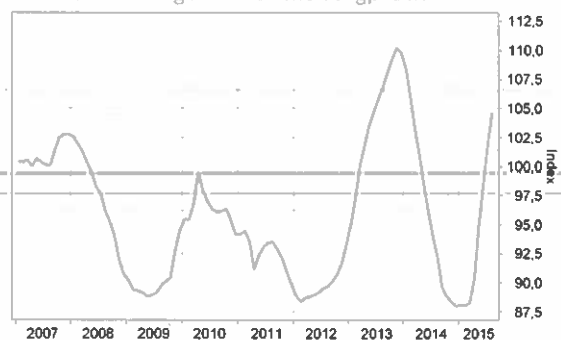


Kilde: Macrobond

IT'S NOT ALL DOOM AND GLOOM

Selvom der altså er store problemer i Emerging Markets og i særdeleshed Kina, er det værd at bemærke, at der også er små lyspunkter. Efter at have været igennem en periode med betydelige prisfald er boligpriserne i Kina nu igen stødt stigende – godt hjulpet på vej af diverse lempelser fra centralt hold.

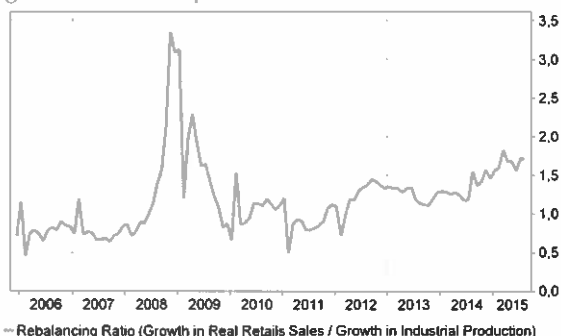
Indeks for udviklingen i kinesiske boligpriser.



Kilde: Macrobond

Derudover er det væsentligt, at privatforbruget i Kina vokser med mere end 10% om året og dermed langsomt er i gang med at tage over efter den svage industriproduktion. Den såkaldte "Rebalancing Ratio", som er vist i figuren nedenfor, illustrerer netop dette fænomen, om end det kan vise sig at være en langstrakt proces.

Rebalancing Ratio. Forholdet mellem vækst i detailsalget og væksten i industriproduktionen.

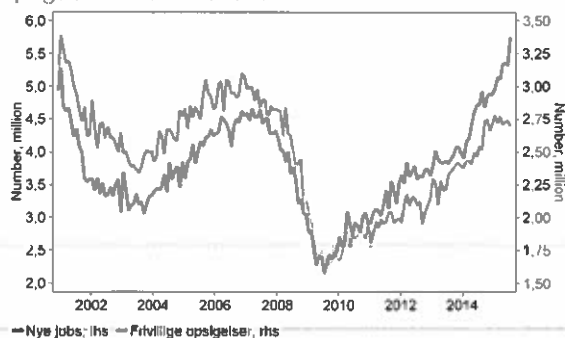


Kilde: Macrobond

ER OPSVINGET FORBI, INDEEN DET KOM I GANG?

Selvom opbremsningen i Kina og Emerging Markets isoleret set bidrager til at trække den globale vækst ned, er der foreløbigt intet, der tyder på, at det for alvor har afsporet den globale vækst. USA er en relativt lukket økonomi, og det er med god grund, at det gamle finansmundhed lyder, "når USA nyser, bliver resten af verden forkølet" – og ikke omvendt. Eksporten fylder forholdsvis lidt for USA, og det er med andre ord vigtigere, hvordan den amerikanske forbruger har det. Den amerikanske forbruger drager lige nu nytte af tre meget vigtige faktorer. For det første virker den lave oliepris som en direkte skattelettelse hos forbrugerne. Dernæst kommer, at boligmarkedet er i gang med at solidt opsving, hvilket skaber positive formueeffekter hos forbrugerne (friværdis til forbrug). Endelig kommer, at vi lige nu er vidne til en markant bedring på det amerikanske arbejdsmarked. Det er den vigtigste enkeltstående faktor for privatforbruget, og det taler altså for højere privatforbrug, som igen er livsnerven i amerikansk økonomi.

Bedring på arbejdsmarkedet. Nye jobs og frivillige opsigelser i amerikansk økonomi.



Kilde: Macrobond

FREMSTILLINGSSEKTOREN TRÆDER VANDE

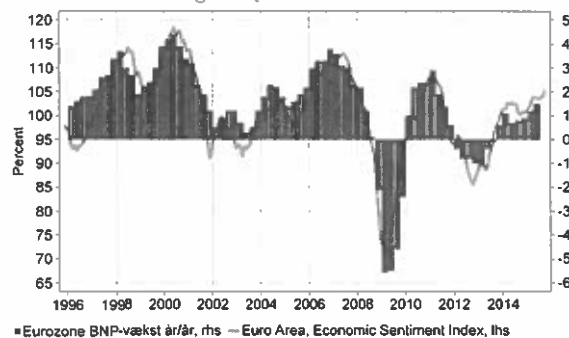
Mens udsigterne for privatforbruget altså er positive, er erhvervstilliden inden for de ca. 12% af amerikansk økonomi, som har med fremstilling at gøre, omvendt noget mindre

opløftende. Den seneste runde af regionale tillidsmålinger har tegnet et noget blandet billede, idet den overordnede tillid var meget lav, mens svarene omkring nye anlægsinvesteringer til gengæld var overraskende positive. Vores overordnede vurdering er, at udsigterne for denne del af økonomien fortsat er relativt svage.

EUROPA: LAV VÆKST MEN OVER TREND

Udsigterne for europæisk økonomi ser fortsat fornuftige ud. Vi mangler stadig at se effekten af VW-skandalen i diverse tillidsindikatorer, men på trods af usikkerheden omkring Kina og de voldsomme udsving på markederne har nøgletallene holdt sig forbløffende godt oppe. Den seneste runde af ledende indikatorer indikerer vækst i størrelsesordenen 2%, hvilket er et stykke over, hvor økonomernes konsensus-forecast ligger for 2016 – og væsentligt over den potentielle vækstrate (trendvækst), som vi vurderer til ca. 1%.

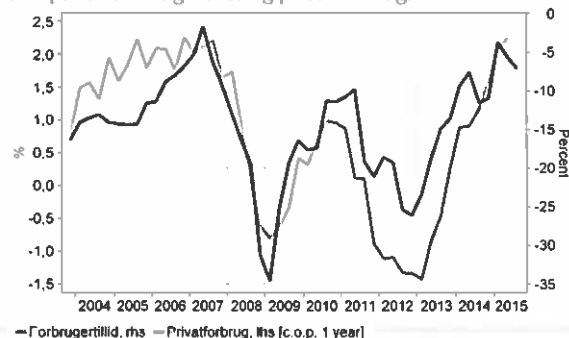
Ledende indikator og europæisk vækst.



Kilde: Macrobond

Det er primært privatforbruget, som trækker væksten i Europa – godt hjulpet på vej af lav inflation og faldende arbejdsløshed. Ser man på det regionale billede, er det de tidligere så udskældte PIIGS-lande, Spanien og Irland, som efter reformgennemførelse nu er dukkene i Europa.

Europæisk forbrugertillid og privatforbrug.



QE2 – NU I EUROPA?

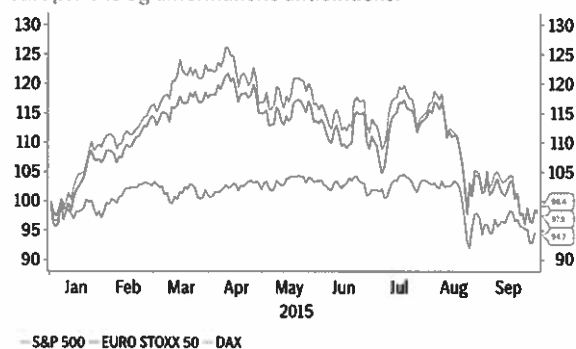
Europa er mere afhængig af eksport til Asien end USA, og derfor bør svagheden i Asien også fremkalde større bekymring her. Da den amerikanske centralbank i september valgte at udskyde den første renteforhøjelse, var det blandt andet med henvisningen til usikkerheden omkring den økonomiske situation andre steder i verden (læs: Kina). Derfor er det naturligt, at man hos ECB nu følger udviklingen meget nøje. Samtidig er inflations-

forventningerne i markedet faldet, hvilket åbner muligheden for, at ECB kan gøre mere, når det kommer til ukonventionel pengepolitik. Senest har ECB's cheføkonom Praet åbnet døren på klem for, at de kan forlænge det eksisterende opkøbsprogram, inden det er udløbet. Så selv om de tyske medlemmer fortsat kæmper imod, er det ikke længere utænkeligt, at en forlængelse annonceres lang tid inden den oprindeligt planlagte afslutning. Rundspørger hos investorer bekræfter, at markedet er begyndt at spekulere i dette, men efter vores vurdering er det meget begrænset, hvad der er priset ind af forventninger i markedet. En tydeligere tilkendegivelse fra ECB vil uden tvivl fjerne noget af halerisikoen i markedet og vil kunne bidrage til et nyt løft i aktiekurserne – uagtet, at baggrunden herfor er mere tvivlsom (en forværring af inflationsudsigterne). Samlet set må risikoen til det europæiske vækstbillede karakteriseres som værende højere end normalt, hvilket både øger risikoen og spekulationerne om mere QE fra ECB.

AKTIER HAR KORRIGERET MED 20% SIDEN TOPPEN

At tale om, hvorvidt aktier er dyre eller billige, er altid lidt problematisk, da det afhænger af (usikre) forventninger til fremtiden. Trods denne "elastik-i-metermål"-problematik vil vi alligevel påpege, at europæiske aktier er korrigeret ca. 20% siden toppen i forsommeren. Man kan diskutere, om udgangspunktet var fair, men bottom-line er, at værdiansættelsen i dag er mere spiselig. Vores vurdering er, at når den nuværende høje risikoaversion har lagt sig, vil investorerne igen vende tilbage til et regime styret af negative realrenter, rigelig centralbankslikviditet og mangel på investerings-alternativer. Det vil være understøttende for aktier relativt til sikre obligationer.

Indekseret afkastudvikling i lokalvaluta for henholdsvis europæiske og amerikanske aktieindeks.

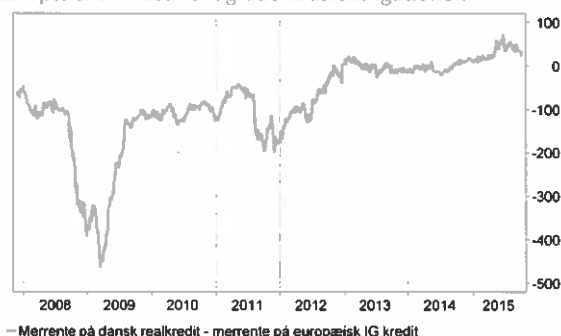


Kilde: Macrobond

KØB DANSKE REALER

Inden for den sikre del af porteføljen foretrækker vi konverterbare danske realkreditobligationer frem for både statsobligationer og investment grade-kreditobligationer. Efter at have været igennem en ualmindelig svær periode i foråret byder danske realkreditobligationer lige nu på ekstraordinær god værdi i forhold til alternativene. Denne merværdi er illustreret i figuren nedenfor, som sammenligner spændet (merrenten) på realkreditobligationer med spændet på investment grade-kreditobligationer.

Optionsjusteret merrente på AAA-ratede konverterbare danske realkreditobligationer vs. merrente på A-ratede europæiske investment grade-kreditobligationer.



Kilde: Macrobond

Vi overvægtter fortsat risikofyldte aktiver i form af aktier og amerikanske high yield-obligationer med udgangspunkt i de økonomiske udsigter og den relative værdiansættelse af aktivklasserne imellem. Inden for aktier foretrækker vi europæiske og danske aktier, mens vi undervægtter USA og Emerging Markets. Som det fremgår af figuren nedenfor, handler europæiske aktier i den billige ende relativt til amerikanske aktier, og vi ser desuden mere medvind på indtjeningsfronten for europæiske aktier. Emerging Markets er set over en bred kam presset på profitabiliteten, og indtjeningsvæksten er således under pres, hvorfor vi fortsat holder os på sidelinjen.

Relativ værdiansættelse mellem amerikanske og europæiske aktier målt på Price/Book Value.



Kilde: Macrobond

AFKASTUDVIKLING FOR TREDJE 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)	Sep. 2015	3. kv. 2015	YTD 2015
Obligationer			
EFFAS Europe Govt All (EUR)	1,43%	2,77%	1,48%
EFFAS USA All (USD)	1,15%	2,16%	1,96%
EFFAS Germany All (EUR)	1,32%	1,73%	0,81%
EFFAS Japan All (JPY)	0,33%	0,88%	0,10%
EFFAS Denmark All (DKK)	1,08%	1,83%	0,38%
ML Global HY Index TR Local (XXX)	-2,61%	-4,51%	-1,41%
ML US Cash Pay HY Constrained Index TR USD (USD)	-2,56%	-4,85%	-2,49%
IPMorgan EMBI Global Diversified (USD)	-1,29%	-1,71%	-0,07%
Nykredit Danish Mortgage Bond (DKK)	0,45%	0,78%	-0,97%
Aktier			
MSCI World (net div) (DKK)	-3,30%	-9,61%	0,96%
MSCI North America (net div) (DKK)	-2,49%	-7,48%	1,55%
MSCI Europe (net div) (DKK)	-4,35%	-8,86%	2,95%
TOPIX TR INDEX (DKK)	-6,10%	-11,05%	10,93%
MSCI Emerging Markets (net div) (DKK)	-2,68%	-18,04%	-8,20%
OMXC Copenhagen All Share GI (DKK)	-2,56%	-2,04%	22,85%
OMXC Copenhagen All Share Capped GI (DKK)	-2,05%	-1,07%	19,65%
Valuta mod DKK			
EUR	-0,05%	0,00%	0,19%
USD	0,33%	-0,18%	8,60%
JPY	1,52%	1,99%	8,72%

EFFAS = European Federation of Financial Analysts Societies

ML = Merrill Lynch

IPM = 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. 6100050832

Depot nr.

Rapporten er opgjort på handelsdag

Dato: 30-09-2015

Værdipapirer	ISIN	Stk.	Gns. købspris	Kostpris	Markeds-kurs	Markedsværdi	Ureal. gevinst/tab	Markedsværdi inkl.rente i DKK	Vægt %
Kontanter (DKK) (FX = 1.0000)	TRKONTO			1.596.476,29		1.596.476,29	0,00	1.596.476,29	2,40
Transaktionskonto (DKK)									
Obligationer - Inkonverterbare (DKK) (FX = 1.0000)									
Realkreditobligationer									
2% Real 20									
2 RD T SDRO 2020 .an	DK0009287716	12.312.000,00	107,2800	13.208.313,60	105,4100	12.978.079,20	-230.234,40	13.161.578,60	19,77
2% Real 18									
2 NYK G RO2L 2018 Apr	DK0009791048	2.500.000,00	104,7000	2.617.500,00	102,4900	2.562.250,00	-55.250,00	2.587.113,39	3,89
2% Real 19									
2 NYK G RO2L 2019 Apr	DK0009793846	4.450.000,00	105,8062	4.708.375,00	104,3500	4.643.575,00	-64.800,00	4.687,831,83	7,04
Sum Realkreditobligationer				20.534.188,60		20.183.904,20	-350.284,40	20.436.523,82	30,70
SUM Obligationer - Inkonverterba				20.534.188,60		20.183.904,20	-350.284,40	20.436.523,82	30,70
Obligationer - Konverterbare (DKK) (FX = 1.0000)									
Realkreditobligationer									
4% Real 41									
4 RD S SDRO 2041 ALM	DK0009282329	5.425.939,22	104,3468	5.661.791,64	105,7200	5.736.302,94	74.511,31	5.793.150,23	8,70
3.5% Real 44									
3.5 RD S SDO 2044 ALM	DK0009288441	24.979.968,93	102,1500	25.517.038,26	102,0800	25.499.552,28	-17.485,98	25.722.415,73	38,65
2% Real 47									
2 NYK E SDO 2047 ALM	DK0009504169	7.195.135,27	98,1168	7.059.634,02	92,0250	6.621.323,23	-438.310,79	6.657.141,66	10,00
3.5% Real 44									
3.5 NYK E SDO 2044 IO10	DK0009787442	3.460.830,34	101,3000	3.505.821,13	101,3750	3.508.416,76	2.595,62	3.539.574,37	5,32
2% Real 24									
2 NYK I RO2L 2024 ALM	DK0009788416	1.044.932,36	102,9000	1.075.235,40	102,1480	1.067.377,51	-7.857,89	1.073.004,19	1,61
2% Real 37									
2 NYK E SDO 2037 ALM	DK0009798647	1.806.780,47	99,8200	1.803.528,27	95,9000	1.732.702,47	-70.825,80	1.741.736,54	2,62
Sum Realkreditobligationer				44.623.048,72		44.165.675,19	-457.373,53	44.527.022,72	66,90
SUM Obligationer - Konverterbare				44.623.048,72		44.165.675,19	-457.373,53	44.527.022,72	66,90
TOTAL								66.560.022,82	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