

# Kvartalsrapport

## 1. kvartal 2013

### RESUME

#### **Økonomiske udsigter**

Vi er i øjeblikket vidne til en noget uens økonomisk udvikling i de forskellige regioner. De fleste af BRIK landene slås i øjeblikket med en skuffende økonomisk vækst i kombination med en stigende og for høj inflation, hvilket ikke er en særlig attraktiv cocktail. Dog virker det som om, at kinesisk økonomi ikke har de samme tendenser, men er i gang med et behersket opsving. I de udviklede økonomier kæmper eurozonen stadig med at komme ud af recessionen, mens det virker som om, USA er på vej mod et moderat økonomisk opsving. Den japanske økonomi er i øjeblikket udsat for "et eksperiment", hvor en ekstrem ekspansiv pengepolitik med en svækkelse af den japanske yen skal forsøge at bringe landet ud af den årelange krise. Alt i alt er vi stadig vidner til en behersket fremgang i verdensøkonomien, hvor der dog er stor forskel fra region til region.

For os at se er risikofyldte aktiver og i særdeleshed virksomheds- og Emerging Markets obligationer blevet meget dyrt prisen fastsat gennem det seneste års tid. Investorer, som påtager sig en sådan risiko, kan efter vores vurdering i bedste fald se frem til et lavt afkast, hvis det går godt, mens man i værste fald kan risikere et stort negativt afkast.

#### **Aktiemarkedet**

Da afkast/risiko forholdet efter vores vurdering er meget skævt i øjeblikket, anbefaler vi investorer at anlægge en forsigtig investeringsstrategi med en lav aktieandel.

#### **Obligationsmarkedet**

På obligationssiden anbefaler vi investorer at holde sig fra både virksomheds- og Emerging Markets obligationer. Der bør investeres i almindelige realkreditobligationer med lav varighed, evt. med variabel rente.

Udvikling i 1. kvartal 2013					
Aktieindeks	Værdi	Værdi	Ændring i 1.kvt.	Afkast i 1.kvt.	Afkast i 2013
	31.12.12	29.03.13			
OMX CGI	577,46	635,40	57,94	10,03%	10,03%
OMX C20*	496,16	534,47	38,31	7,72%	7,72%
MSCI World All Countries	1.133,93	1.240,14	106,21	9,37%	9,37%
MSCI USA*	7.707,03	8.751,10	1.044,07	13,55%	13,55%
MSCI Europa*	8.181,70	8.612,40	430,70	5,26%	5,26%
MSCI Japan*	12.515,35	14.294,24	1.778,89	14,21%	14,21%
*opgjort i DKK ex. udbytte					
Renteudvikling i Danmark	Rente	Rente	Ændring i 1.kvt.	Afkast i 1.kvt.	Afkast i 2013
	31.12.12	29.03.13			
Rente på indskudsbeviser	-0,20	-0,10	0,10	-0,15%	-0,15%
4% STAT 2015	-0,07	-0,03	0,04	-0,13%	-0,13%
4% STAT 2017	0,22	0,29	0,07	-0,26%	-0,26%
7% STAT 2024	1,26	1,35	0,09	-0,49%	-0,49%
4% NYK 2044	3,74	3,78	0,04	1,39%	1,39%
EFFAS 1-5**				-0,17%	-0,17%
Valutakurser	Værdi	Værdi	Ændring i 1.kvt.	Afkast i 1.kvt.	Afkast i 2013
	31.12.12	29.03.13			
USD/DKK	5,66	5,84	0,18	3,13%	3,13%
EUR/DKK	7,46	7,45	-0,01	-0,13%	-0,13%
JPY/DKK	0,066	0,062	-0,004	-6,06%	-6,06%

## Udviklingen på de finansielle markeder i 1. kvartal 2013

### Aktiemarkedet

Der har i 1. kvartal hersket positive vinde på aktiemarkedene, som følge af den fortsatte stigende risikovillighed hos investorerne, men udviklingen har dog været noget uens i de forskellige regioner. Helt i top med afkastudviklingen ligger de japanske og amerikanske aktier med en stigning i niveau 14% målt i DKK. Baggrunden for stigningerne i USA er, at der er i starten af kvartalet kom nogle positive nøgletal fra den amerikanske økonomi, mens de japanske aktier har nydt godt af en markant svækkelse af den japanske yen som følge af en meget ekspansiv pengepolitik. De danske aktier er endnu en gang fulgt godt med, med en stigning på OMX CGI på omkring 10%. Afkastudviklingen i Europa har ikke kunnet holde tempoet, idet der i slutningen af kvartalet kom en række skuffende økonomiske nøgletal og en advarsel om, at eurokrisen langt fra er slut endnu, idet Cypern måtte bede om en hjælpepakke. Som følge heraf er MSCI Europa "blot" steget med 5,26% og Euro Stoxx 50, de 50 største børsnoterede selskaber i Eurozonen, er faktisk faldet marginalt i løbet af det forgangne kvartal.

De økonomiske nøgletal fra flere af BRIK landene har skuffet. De fleste BRIK lande har haft stigende inflation i kombination med en fortsat skuffende økonomisk vækst og en skuffende resultatudvikling i de børsnoterede selskaber. Ikke overraskende har dette i de fleste af BRIK landene, jf. i øvrigt skemaet på næste side, resulteret i en fortsat skuffende afkastudvikling.

Land	Aktieindeks	Afkast i DKK i Q1 2013	Afkast i DKK i 2013
Brasilien	Bovespa	-3,40%	-3,40%
Rusland	Micex	-2,07%	-2,07%
Indien	Sensex 30	0,60%	0,60%
Kina	Shanghai	3,53%	3,53%

Som det fremgår, har afkastudviklingen været noget uens på de forskellige aktiemarkeder og det er ikke givet, at alle aktieinvestorer i kvartalet har opnået et højt afkast.

### **Obligationsmarkedet**

I takt med at de økonomiske nøgletal viste en bedring i starten af kvartalet begyndte de lange renter i såvel USA som i Europa at stige, men hen imod slutningen af kvartalet skuffede de økonomiske nøgletal, i særdeleshed i Europa, hvorefter renterne igen er faldet lidt tilbage. Samlet set har dette resulteret i, at der i kvartalet generelt har været mindre negative afkast på det danske obligationsmarked, hvor benchmarket EFFAS 1-5 (danske statsobligationer med en løbetid på mellem 1 og 5 år) har givet et negativt afkast på -0,17%.

### **Valutamarkedet**

Der har i kvartalet været nogle store bevægelser på valutamarkedet. Den meget ekspansive pengepolitik i Japan har medført, at den japanske yen blev svækket med ca. 6% over for euro. Opblusningen af eurokrisen i kombination med relativt svage økonomiske nøgletal fra Eurozonen medførte, at såvel den danske krone som euro blev svækket med omkring 3% over for den amerikanske dollar.

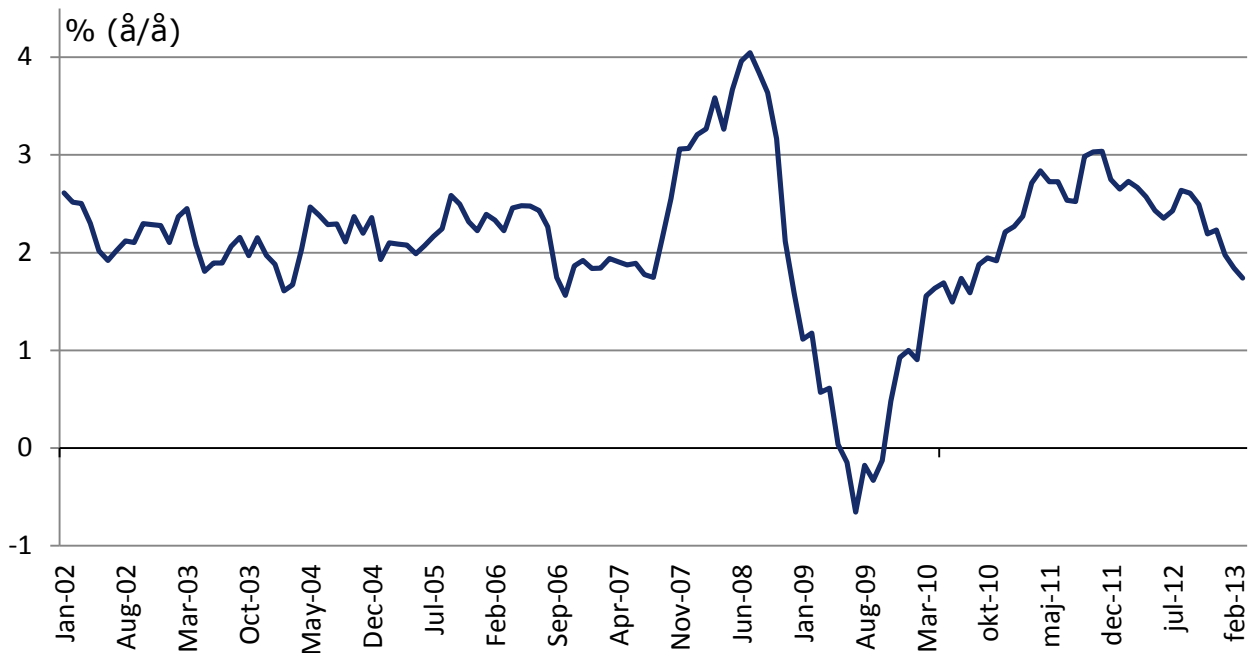
## **Den økonomiske udvikling i 1. kvartal 2013**

### **Europa**

Nedturen for den europæiske vækst i 4. kvartal 2012 viste sig at være dybere end forventet, hvor væksten i Eurozonen i forhold til samme kvartal året før viste en negativ vækst på 0,9% p.a. Det har medført, at vækstforventningerne for 1. kvartal 2013 er blevet nedjusteret, idet det nu forventes, at væksten sammenlignet med 1. kvartal 2012 har været negativ på et niveau omkring -0,5% p.a. I starten af 2013 var der spæde tegn på, at der snart kunne komme lidt bedre gang i den økonomiske vækst i Eurozonen, men hen imod slutningen af kvartalet er nøgletallene desværre igen begyndt at skuffe, hvorfor et egentlig opsving i europæisk økonomi endnu en gang synes langt borte, og krisen på Cypern er endnu et varsel om, at eurokrisen langt fra er løst.

Inflationen i Euroland har, jf. skemaet på næste side, heldigvis vist en faldende tendens, så denne nu er under de 2,0%, som det er ECB's målsætning at holde inflationen under, men dog tæt herpå, idet inflationen i marts 2013 sammenlignet med samme periode året før har ligget på et niveau omkring 1,7% p.a., et niveau der giver ECB mulighed for at kunne fortsætte med at føre en lempelig pengepolitik med lave renter til følge.

## Inflationen i Euroområdet



Kilde: Eurostat

## USA

Væksten i den amerikanske økonomi viste i 4. kvartal 2012 en større svaghed end forventet, idet væksten sammenlignet med 4. kvartal 2011 kun viste sig at have været på 0,4% p.a. Det var sandsynligvis usikkerheden omkring det amerikanske budget, som fik amerikanerne til at holde igen med forbruget. Heldigvis ser det ud til, at der i 1. kvartal 2013 igen er kommet mere gang i den amerikanske vækst, idet væksten sammenlignet med 1. kvartal 2012 forventes at have været på et niveau omkring 1,5% p.a. Dette niveau er stadig ikke noget "festniveau", men vidner om en amerikansk økonomi, som pt. befinder sig i et moderat økonomisk opsving.

Amerikansk økonomi nyder pt. godt af, at priserne på boligmarkedet i flere kvartaler er steget, og at der er mere gang i både salg af eksisterende boliger og nybygning af boliger, end der var da krisen toppede. Det har fået økonomerne til at konkludere, at udviklingen på det amerikanske boligmarked er vendt til det bedre. Det virker understøttende for den amerikanske økonomi.

En anden positiv tendens i amerikansk økonomi er, at flere virksomheder er begyndt at trække jobs hjem fra Fjernøsten til såvel USA som Mexico. Det medfører, at der skabes flere jobs i USA, hvilket også virker understøttende for den amerikanske økonomi. Det har medført, at arbejdsløshedsprocenten har været faldende gennem flere måneder, modsat i EU, hvor den er stigende. Netop arbejdsløsheden er en vigtig parameter for den amerikanske centralbank (Fed), idet banken har udtalt, at den først vil begynde at ændre på renterne og obligationsopkøbene, når arbejdsløsheden nærmer sig 6,5%. Den seneste arbejdsmarkedsrapport fra USA viste en arbejdsløshedsprocent på 7,6%, og den forventes at falde yderligere i den nærmeste fremtid, idet der er tydelige tegn på, at flere amerikanere forlader arbejdsmarkedet og lader sig pensionere. I årene 2009 - 2012 valgte mange amerikanere at udskyde deres pensionering, idet deres formue, som følge af fald i aktiekurser og boligpriser, var faldet. Nu er aktiekurserne igen på all time high og huspriserne er ligeledes på vej op. Mange amerikanere er derfor ved at have genskabt deres formue, hvorfor flere i den nærmeste fremtid forventes at lade sig

pensionere. Det vil givet vis betyde, at arbejdsløsheden kan vise et større og hurtigere fald end forventet, en udvikling de færreste økonomer og investorer på nuværende tidspunkt er opmærksom på. Dermed er der åbnet op for, at renten kan stige hurtigere end forventet, og det vil givet vis komme bag på langt de fleste investorer. Som vi beskrev i Kvartalsrapporten i 4. kvartal 2012, burde den 10 årige amerikanske rente, ifølge vores beregninger, ligge tættere på de 3,5% end på det nuværende niveau omkring de 1,75 - 2,0%.

Inflationen har på det seneste udviklet sig stabilt, idet den seneste inflationsmåling for februar 2013 sammenlignet med samme måned året før viste en stigningstakt på 2,0%. Et inflationsniveau omkring de 2,0% er efter vores vurdering et tilfredsstillende niveau for den amerikanske centralbank.

## **Japan**

En svækkelse af den japanske yen i løbet af 4. kvartal 2012 og i 1. kvartal 2013 på omkring 15% over for euro og DKK samt 16% over for USD, har skabt håb om, at der er blevet sparket gang i den japanske eksport og dermed en stigende vækst. Det forventes, at væksten i den japanske økonomi i 1. kvartal 2013 sammenlignet med 1. kvartal 2012 har været på et niveau omkring 2,5% p.a.

Den kraftige svækkelse af den japanske yen giver også håb om, at de deflationære tendenser i den japanske økonomi snart kan være passé, men indtil videre er dette ikke tilfældet, idet inflationen i februar 2013 sammenlignet med samme periode året før har været negativ med -0,7% p.a..

Den nye regering i Japan har tydeligvis valgt at bruge valutavåbenet som middel til at komme ud af den nuværende krise. Den brasilianske regering har ført en lignende politik i 2012, hvilket også førte til en markant svækkelse af den brasilianske real. En sådan politik har imidlertid nogle bivirkninger, bl.a. i form af en højere inflation, hvilket i Japans tilfælde vil være en positiv bivirkning, men den kan også medføre, at andre lande betragter det som en protektionistisk handling og derfor handler for at beskytte deres egen industris konkurrenceevne. Det er fair at spørge, om ikke også USA har ført en lignende politik ved i en længere periode at holde renten tæt på 0 og samtidig købe kraftigt op i stats- og realkreditobligationer. Dette har uden tvivl bidraget til at holde kursen på dollar lav. Alle disse tiltag øger risikoen for en stigende protektionisme i verden, hvilket ikke på længere sigt er gavnligt for nogen. En holdbar økonomisk vækst i verdensøkonomien skabes gennem reformer og teknologisk udvikling med stigende produktivitet til følge og ikke gennem protektionisme.

## **BRIK landene**

### *Brasilien*

Den økonomiske vækst i Brasilien har gennem hele 2012 skuffet fælt. Således blev den økonomiske vækst for hele 2012 sammenlignet med 2011 på bare 0,9%. Det er langt fra den vækst på 3,5%, som var forventningen ved årets start. Der er tegn på, at væksten i løbet af 1. kvartal 2013 sammenlignet med samme periode året før er steget en anelse til et niveau omkring 1,0% - 1,5% p.a.

Som vi beskrev i Kvartalsrapporten for 4. kvartal 2012, er Brasilien ramt af nogle store strukturelle ubalancer, bl.a. mangel på kvalificeret arbejdskraft med kraftigt stigende lønninger til følge, samt en industri, som er blevet beskyttet af toldmure og andre protektionistiske tiltag i stedet for at fokusere på at gøre den konkurrencedygtig. Efter den kraftige svækkelse af den brasilianske real i 2012 er Brasilien nu blevet ramt af en stigende inflation, hvor seneste måling for februar 2013 viste en inflation på 6,3% - tæt på den øvre grænse for det udsvingsbånd på 2,5% - 6,5%, som den brasilianske centralbank har sat som mål. Stiger inflationen yderligere, vil renten sandsynligvis blive forhøjet.

Brasilien, som uden tvivl har et stort uudnyttet vækstpotentiale, er nu ramt af bivirkningerne ved at føre en (for) protektionistisk politik, og der skal nogle mere markeds-mæssige reformer til, for at Brasilien kan komme tilbage på et mere holdbart vækstspor og udnytte det markante vækstpotentiale, som landet har. Indtil dette sker må Brasilien sandsynligvis affinde sig med en mere moderat økonomisk vækst, end den landet har haft i de forgangne år.

#### *Rusland*

Den økonomiske udvikling er fortsat med at skuffe i såvel 4. kvartal 2012 som i 1. kvartal 2013, idet den økonomiske vækst i 4. kvartal 2012 sammenlignet med samme periode året før viste en stigning på 2,0% p.a., og væksten i 1. kvartal 2013 forventes at være aftaget til et niveau omkring 1,5% p.a.

Det russiske inflationsniveau er desværre stadig relativt højt, idet inflationsniveauet i marts 2013 sammenlignet med samme periode året før viste en stigning på 7,2% p.a. Dette er over den russiske centralbanks mål for inflationen for 2013 på mellem 5,0% - 6,0%. Men trods dette har den russiske centralbank signaleret, at den, hvis den økonomiske vækst aftager yderligere, vil overveje at sænke renten.

#### *Indien*

Indien er som Rusland og Brasilien ramt af den uheldige cocktail bestående af lav økonomisk vækst i kombination med høj inflation. Den økonomiske vækst forventes i 1. kvartal 2013 sammenlignet med 1. kvartal 2012 at have været i niveauet 5,5% p.a., mens inflationsniveauet målt ved stigningen i forbrugerprisindekset i februar 2013 sammenlignet med februar 2012 lå på 12,1%, men måler man inflationsniveauet ved stigningen i detailpriserne var den 6,9% i februar 2013 sammenlignet med samme periode året før. Uanset om man anvender forbrugerprisindekset eller detailprisindekset som mål for inflationen, har denne i starten af 2013 vist en stigende tendens.

#### *Kina*

Den kinesiske økonomi har i 1. kvartal 2013 vist tegn på en tiltagende vækst til et niveau sammenlignet med samme periode året før på 8,0% p.a.. Der er dog ikke tale om et boomende opsving, men en økonomi, som igen er svagt på vej frem. De seneste data fra såvel service- som fremstillingsindustrien bekræfter formodningen om et moderat opsving.

Efter at inflationen i februar 2013 sammenlignet med februar 2012 steg til 3,2% p.a., faldt inflationen tilbage i marts 2013 med en stigning på 2,1% p.a. Det er et lavt inflationsniveau sammenlignet med inflationsproblemerne i de 3 andre BRIK lande.

### **Samlet omkring den økonomiske udvikling i 1. kvartal 2013**

Den økonomiske udvikling i de forskellige regioner er noget uens. De fleste BRIK lande har en skuffende økonomisk vækst i kombination med en stigende og for høj inflation, hvilket ikke er en særlig ønskværdig cocktail. Den kinesiske økonomi synes med det beherskede opsving ikke at have de samme tendenser. I de udviklede økonomier kæmper eurozonen stadig på at komme ud af recessionen. USA synes på vej mod et moderat økonomisk opsving, mens den japanske økonomi i øjeblikket er udsat for "et eksperiment", hvor en ekstrem ekspansiv pengepolitik med en svækkelse af den japanske yen skal forsøge at bringe landet ud af den årelange krise.

Alt i alt ser vi en behersket fremgang i verdensøkonomien, hvor der dog er stor forskel fra region til region.

## Forventninger

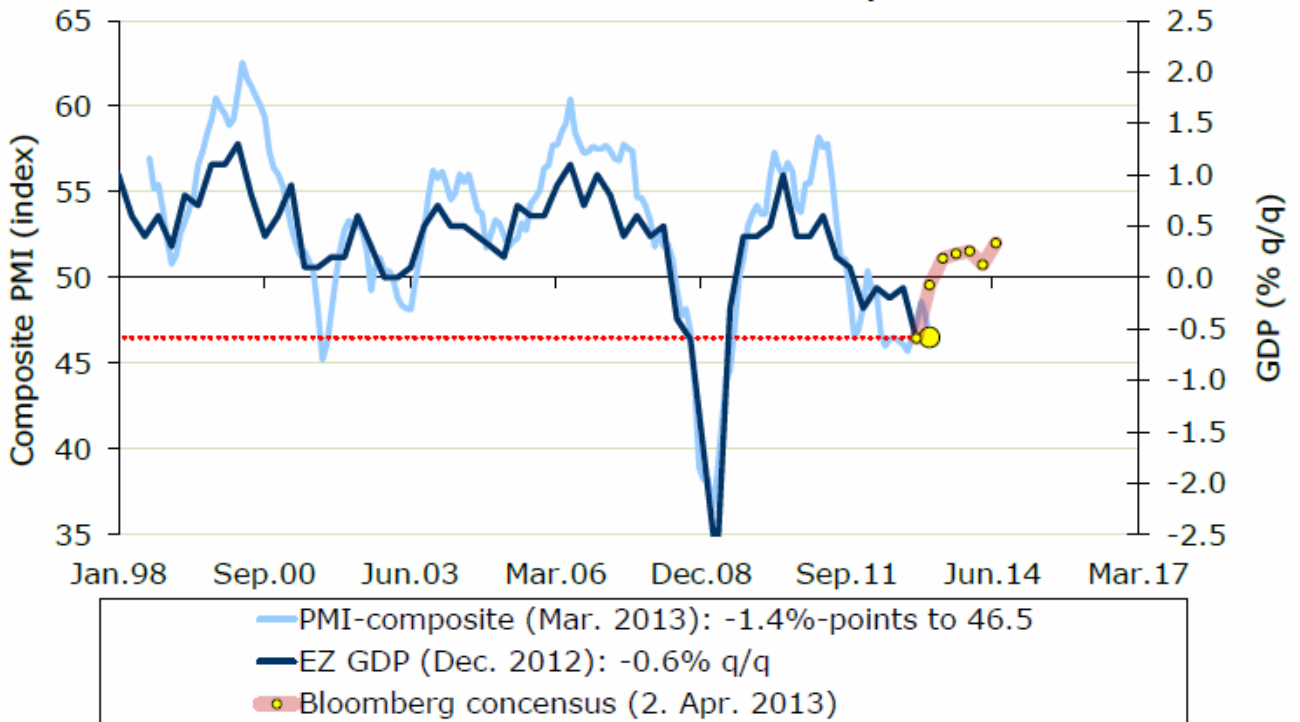
Økonomiske nøgletal						
	2012r		2013e		2014e	
Region	BNP Vækst	Inflation	BNP Vækst	Inflation	BNP Vækst	Inflation
USA	2,20%	2,10%	2,00%	1,80%	3,00%	2,30%
Euroland	-0,50%	2,40%	-0,10%	1,80%	0,70%	1,80%
Japan	1,60%	-0,20%	1,60%	0,10%	1,10%	1,00%
Danmark	-0,60%	2,50%	0,50%	1,50%	1,40%	2,00%
Brasilien	0,90%	5,40%	2,50%	6,20%	3,30%	6,50%
Rusland	3,40%	5,00%	2,70%	6,50%	3,00%	6,50%
Indien	4,90%	9,00%	5,50%	10,00%	5,50%	8,50%
Kina	7,70%	2,70%	8,00%	3,20%	8,00%	3,50%

Kilde: Dansk FI

### Økonomi

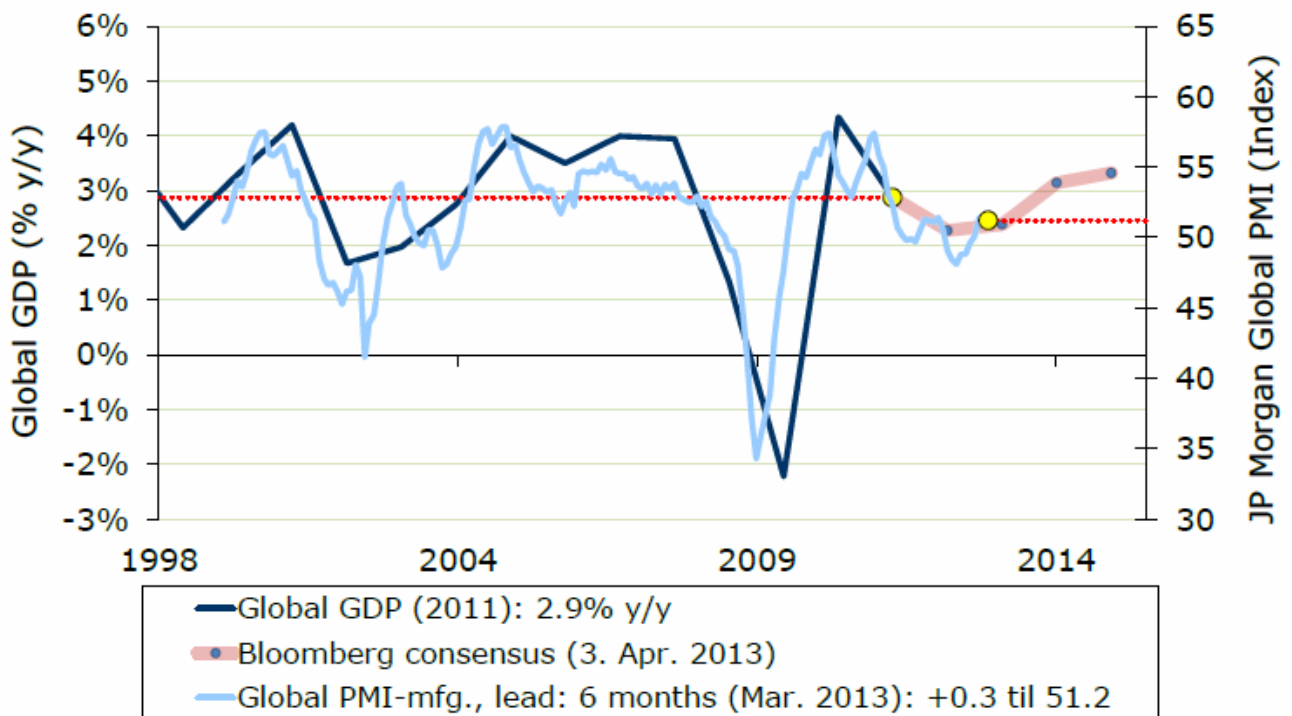
De 2 grafer på de næste sider viser udviklingen i henholdsvis Eurozonens BNP (mørkeblå linje i graf 1) og udviklingen i verdensøkonomien (mørkeblå linje i graf 2). Som det vil kunne ses, følger begge grafer udviklingen i PMI indeksene (indeks som måler indkøbschefernes forventninger) i henholdsvis Eurozonen (lyseblå linje i graf 1) og i verdensøkonomien (lyseblå linje i graf 2). Den lyserøde linje er, ud fra en analyse foretaget af Bloomberg, økonomernes forventning til den fremtidige udvikling i de 2 indeks. Som det ses af begge lyserøde grafer, forventer økonomerne et pænt opsving i såvel den økonomiske vækst i Eurozonen som i verdensøkonomien. Vi vurderer, at dette opsving ikke materialiserer sig på den korte bane, og vi vil derfor ikke blive overrasket, hvis økonomerne i løbet af 2013 må nedjustere deres vækstprognoser og globalt udskyde opsvinget til senere på året eller ind i 2014. Med alle de uløste problemer som manglende konkurrenceevne i Sydeuropa, et amerikansk budgetunderskud og en høj inflation i flere BRIK lande kombineret med en for dem lav vækst samt et Japan, som underkastes et økonomisk eksperiment, er det svært at se alle skyer pludselig forsvinde fra den økonomiske himmel og synliggøre et pænt opsving i verdensøkonomien. Det synes mere sandsynligt, at vi vil få en årrække med en relativ lav økonomisk vækst, hvor der end dog kan komme perioder, hvor opsvinget svækkes som følge af, at nogle af ovenstående problemer dukker op til overfladen igen.

## EZ: GDP and PMI-composite



Kilde: BankInvest

## Global: GDP and PMI

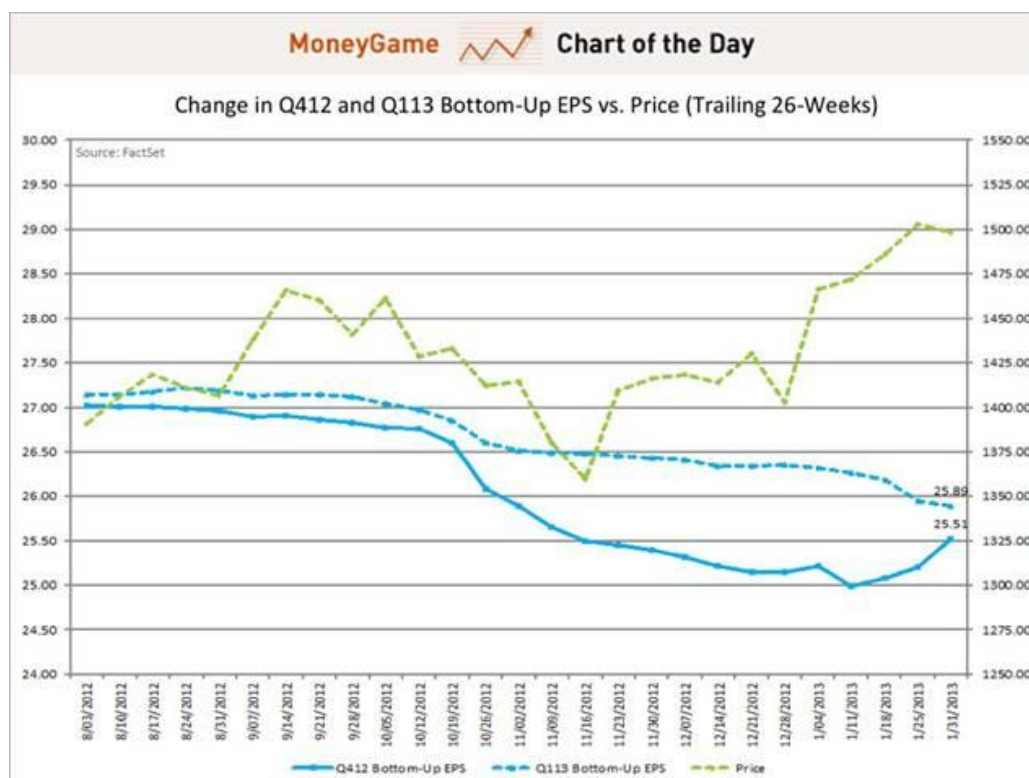


Kilde: BankInvest



## Oget risikovillighed bag kursstigninger

Vi har gennem 2012 og i starten af 2013 på de fleste aktiemarkeder haft nogle pæne kursstigninger, selvom selskabernes indtjening ikke generelt er steget. Det fremgår af grafen nedenfor, hvor den blå linje viser analytikernes forventninger til indtjeningen i 4. kvartal 2012 for samtlige selskaber i det amerikanske aktieindeks S&P500 (500 største børsnoterede amerikanske selskaber) og den blå stiplede linje viser forventningerne til indtjeningen i 1. kvartal 2013. Den grønne stiplede linje viser kursudviklingen på S&P 500 indekset. Det fremgår af linjerne, at indtjeningsforventningerne til såvel 4. kvartal 2012 som 1. kvartal 2013 i løbet af 2012 og i starten af 2013 gradvist er blevet nedjusteret med ca. 10%, mens aktieindekset er steget med 10%. Lavere forventning til indtjening er således blevet belønnet med højere kurser. Det er normalt ikke lige det, som forventes. Forklaringen kan være, at analytikerne for det meste er for optimistiske, men det er langt fra hele forklaringen. Det er for os et tydeligt tegn på, at investorerne i løbet af 2012 er blevet væsentligt mere risikovillige, og denne tendens er fortsat ind i 2013, hvor det amerikanske S&P 500 indeks er steget med yderligere 5%. Ifølge den amerikanske investeringsbank, Morgan Stanley, er analytikerne også markant for optimistiske på indtjeningsforventningerne i 2013, og banken forventer, at analytikerne i løbet af 2013 må nedjustere deres indtjeningsforventninger til S&P 500 selskaberne med omkring 7%. Får banken ret, vil det betyde, at S&P 500 selskaberne i årene 2011, 2012 og 2013 vil have realiseret en flad indtjeningsudvikling. En sådan indtjeningsudvikling vil normalt ikke resultere i kraftigt stigende aktiekurser.



Kilde: Coin Fondsmægler selskab

Det er vores vurdering, at risikoen på aktiemarkedet på det seneste er øget markant, og dermed også risikoen for en kraftig korrektion. En af de kendte investorer, Marc Faber, med tilnavnet Dr. Doom, som var negativ på aktier inden børskrakket i 1987 og igen i 2008, er meget nervøs for denne ulighed mellem stagnerende indtjening og kraftigt stigende aktiekurser og forudser, at det amerikanske S&P 500

indeks i løbet af 2013 vil falde med 20%, men indekset kan også risikere at falde med op til 40%, siger Faber.

Det er ikke kun på aktiemarkedet, at der har været ”fest”. I 2012 steg, jf. vores Kvartalsrapport for 4. kvartal 2012, stort set ”alle” risikofyldte aktivklasser med 15%. Det lave renteniveau har fået mange investorer til at bevæge sig ud af risikokurven, hvor traditionelle stats- og realkreditobligationer samt aktier er blevet udskiftet med mere risikofyldte obligationstyper så som virksomhedsobligationer og statsobligationer fra mere risikofyldte lande (ofte benævnt Emerging Markets obligationer). Det har resulteret i, at virksomhedsobligationer og Emerging Markets obligationerne handles tæt på nogle historisk lave renteniveauer. Indtræffer der en krise, reagerer disse aktivklasser meget forskelligt fra almindelige stats- og realkreditobligationer. Nedenfor er afkastudviklingen gengivet for de forskellige aktivklasser i 2008, hvor Finanskrisen satte ind.

Aktiv/indeks	Afkast 2008
OMX CPH	-48,96%
MSCI World i DKK	-39,63%
Investment Grade Virksomhedsobligationer*	-1,97%
High Yield Virksomhedsobligationer*	-28,14%
Emerging Markets Obligationer*	-17,05%
EFFAS 1-5	7,89%

\*: Medianen for danske investeringsforeninger ifølge IFR

Som det ses faldt aktiemarkederne i løbet af 2008 med 40 - 50% (OMX CPH og MSCI World i DKK). Der var også meget betydelige fald på High Yield Virksomhedsobligationer (virksomhedsobligationer med laveste kreditværdighed) og Emerging Markets Obligationer, mens Investment Grade Virksomhedsobligationer (virksomhedsobligationer af højeste kreditværdighed) kun faldt beskedent. Benchmarkindekset for danske Statsobligationer med en løbetid på mellem 1-5 år (EFFAS 1-5) viste i løbet af 2012 en stigning til 7,89%. Havde investor i starten af 2008 udskiftet sine danske statsobligationer med virksomhedsobligationer og Emerging Markets obligationer ville investor i stedet for et positivt afkast have realiseret et betydeligt negativt afkast. Dette illustrerer, at der er en betydelig forskel på risikoen, hvis investor køber en dansk statsobligation frem for at købe en obligation med lavere kreditværdighed.

For at gøre skidt værre, er der endnu en væsentlig betragtning, investorer skal gøre sig klart. I starten af 2008, blev korte og mellemlange danske statsobligationer handlet på et renteniveau omkring 4,3% (se ”31.12.2007”), men da krisen satte ind, kom der et pænt rentefald på over 1% point (se ”ændring”), hvilket som tidligere nævnt resulterede i et pænt positivt afkast. Tilsvarende korte og mellemlange danske statsobligationer handles til en negativ rente på -0,07% for 4% STAT 2015 og på 0,22% for 4% STAT 2017 (se ”31.12.2012”)

Obligation	Rente 31.12.2007	Rente 31.12.2008	Ændring
4% STAT 2010	4,27%	2,60%	-1,67%
4% STAT 2015	4,38%	3,25%	-1,13%

Obligation	Rente 31.12.2012
4% STAT 2015	-0,07%
4% STAT 2017	0,22%

Kommer der endnu en krise, er det svært at forestille sig, at der kan komme et tilsvarende rentefald som i 2008. Derfor synes afkastpotentialet på almindelige stats- og realkreditobligationer meget begrænset, også selv om der skulle opstå endnu en alvorlig krise. Derfor skal der reelt endnu flere almindelige stats- og realkreditobligationer i en blandet portefølje, hvis investor vil have samme beskyttelse mod kursfald på den samlede portefølje som i 2008. Investorer, der gradvis skifter almindelige stats- og realkreditobligationer ud med andre og mere risikofyldte obligationstyper, er efter vores vurdering i gang med markant at øge risikoen på den samlede portefølje. Dette er desværre en af "bivirkningerne" ved det lave renteniveau, og det kan resultere i betydelige kursfald på de finansielle markeder, hvis der pludselig opstår endnu en krisesituation, idet mange investorer sandsynligvis ikke er klar over, hvilken markant risiko de har påtaget sig i deres porteføljer. Der er rigeligt med betydelige risikofaktorer i verdensøkonomien, som kan udløse endnu en krise, hvilket vi har beskrevet tidligere, men stigende markedsrenter kan også være den faktor, som udløser en ny krise på de finansielle markeder, og dette kan sagtens komme som et resultat af, at arbejdsløshedsprocenten i USA falder hurtigere end forventet som følge af, at mange amerikanere lader sig pensionere.

Det er vores vurdering, at risikofyldte aktiver og i særdeleshed virksomheds- og Emerging Markets obligationer gennem det seneste års tid er blevet meget dyrt prisfastsat. Det er også vores vurdering, at investorer der påtager sig en sådan risiko, hvis det går godt i bedste fald kan se frem til et lavt afkast, mens de i værste fald kan risikere et stort negativt afkast. Da afkast/risiko forholdet efter vores vurdering i øjeblikket er meget skævt, anbefaler vi investorerne at have en forsigtig investeringsstrategi med en lav aktieandel, ingen virksomheds- og Emerging Markets obligationer samt investering i almindelige realkreditobligationer med lav varighed, evt. med variabel rente.

## **Aktier**

Som beskrevet oven for anbefaler vi stadig en lav aktieandel, og vi foretrækker store stabile selskaber, som har et godt cashflow, der er relativt uafhængig af de økonomiske konjunkturer. Vi foretrækker fortsat selskaber, som har en relativ stor afsætning til forbrugere i Emerging Markets, idet den langsigtede trend stadig vil være, at mange mennesker i de kommende år vil bevæge sig ud af fattigdom og ind i forbrugssamfundet. Dog skal investorer være opmærksom på den stigende inflation i flere af BRIK landene, hvilket på den korte bane kan lægge en dæmpe på udviklingen.

## **Obligationer**

Som beskrevet i Kvartalsrapporten for 4. kvartal 2012 finder vi, at det nuværende renteniveau er kunstigt lavt, specielt i USA. Udviklingen på arbejdsmarkedet kan gå hen at overraske mange økonomer og investorer, idet arbejdsløshedsprocenten væsentligt hurtigere end forventet kan nærme sig de 6,5%, idet mange amerikanere som udskød deres pensionering under Finanskrisen nu er begyndt at gå på pension. Det kan allerede i løbet af 2013 føre til stigende markedsrenter i USA, hvilket givet vis vil få en afsmittende effekt på de europæiske renter.

Derfor foretrækker vi at investere i realkreditobligationer med lav varighed og med variabel rente. Højrente- og virksomhedsobligationer finder vi uinteressante, dels på grund af den lave risikopræmie, dels fordi en evt. rentestigning også vil ramme disse obligationer.

11. april 2013

Dansk Formue- & Investeringspleje A/S  
Fondsmæglerselskab

Nærværende kvartalsrapport kan ikke erstatte den rådgivning, der gives i Dansk Formue- & Investeringspleje A/S, Fondsmæglerselskab. Rapporten er således ikke en opfordring til at købe eller sælge værdipapirer. Selskabet påtager sig heller ikke noget ansvar for rapportens rigtighed eller fuldkommenhed, selvom rapporten naturligvis er søgt sikret et korrekt og retvisende indhold. Selskabet påtager sig ikke noget ansvar for eventuelle tab, der følger af værdipapirhandler foretaget på baggrund af kvartalsrapporten. Citeres der fra kvartalsrapporten, skal dette ske med kildeangivelse og udarbejdsdato.