

Kvartalsrapport

2. kvartal 2015

RESUME

Økonomiske udsigter

Efter et dyk i den økonomiske vækst i USA i 1. kvartal 2015, primært som følge af ekstraordinære forhold, er den økonomiske vækst i 2. kvartal kommet godt tilbage. Europæisk økonomi synes at fortsætte det gradvise opsving godt hjulpet af den svage euro, lave oliepris og QE programmet fra ECB. Væksten i den japanske økonomi synes også at holde sig på et fornuftigt niveau, medens væksten i BRIK landene generelt har været skuffende. Samlet set betyder dette, at den økonomiske vækst i verdensøkonomien forventes at tiltage i styrke gennem den resterende del af 2015, og at væksten i 2016 vil ligge på et endnu højere niveau end i de forgange år.

Mens den ”græske syge” ifølge vores vurdering således bliver af kort varighed, er det langt mere vigtigt at se på de mulige konsekvenser af de forbedrede økonomiske udsigter for Europa. I takt med at den europæiske økonomi nærmer sig et mere normaliseret vækstniveau, vil det også være naturligt, at både inflation og renteniveau nærmer sig nogle mere normaliserede niveauer. Det vil sandsynligvis også betyde, at renterne vil stige til et mere normaliseret niveau i omegnen 2-3% for den tyske 10 årige rente og 4-5% for den danske 30 årige byggerente, men det vil selvfølgelig afhænge af, hvorvidt den økonomiske udvikling i Europa udvikler sig som forventet. Derfor er det vores vurdering, at der er udsigt til yderligere rentestigninger på obligationsmarkedet, og dermed kursfald på de lange obligationer, når situationen i Grækenland har fundet en løsning, og det bliver mere tydeligt, at der er et økonomisk opsving på vej i den europæiske økonomi.

Aktiemarkedet

Med udsigt til en stigende økonomisk vækst i verdensøkonomien godt trukket af et stigende privatforbrug i såvel USA som Europa, vil denne udvikling virke understøttende for en investering i aktier og i særdeleshed i forbrugsrelaterede aktier. Den eneste betænkelighed ved dette er, at aktierne er prisfastsat til den dyre side. Skulle renterne stige (for) hurtigt og kraftigt på kort tid, kan det få en midlertidig negativ påvirkning på aktiemarkedet.

Obligationsmarkedet

Der er udsigt til yderligere rentestigninger på obligationsmarkedet, og dermed kursfald på de lange obligationer, når situationen i Grækenland har fundet en løsning. På den baggrund skal investor undgå at have for mange, lange obligationer i porteføljen, og skal i stedet fokusere på at have en overvægt af korte/variable obligationer, alternativt kontanter, i porteføljen..

**Grækenland?
Bedre økonomiske
udsigter for Europa.
Hvad betyder dette for
investeringsstrategien
?**



Udviklingen på de finansielle markeder i 2. kvartal 2015

Udvikling i 2. kvartal 2015					
Aktieindeks	Værdi	Værdi	Ændring i 2.kvt.	Afkast i 2.kvt.	Afkast i 2015
	31.03.15	30.06.15			
OMX CGI	1.152,30	1.133,15	-19,15	-1,66%	25,41%
OMXC Cap. GI	1.195,62	1.193,34	-2,28	-0,19%	20,94%
MSCI World All Countries	1.845,22	1.785,65	-59,57	-3,23%	12,13%
MSCI USA*	13.764,74	13.189,20	-575,54	-4,18%	9,66%
MSCI Europa*	11.483,23	10.927,39	-555,84	-4,84%	10,99%
MSCI Japan*	19.806,31	19.578,56	-227,75	-1,15%	22,72%
*opgjort i DKK ex. udbytte					
Renteudvikling i Danmark	Rente	Rente	Ændring i 2.kvt.	Afkast i 2.kvt.	Afkast i 2015
	31.03.15	30.06.15			
Rente på indskudsbeviser	-0,75	-0,75	0,00	-0,20%	-0,15%
4% STAT 2017	-0,40	-0,23	0,17	-0,47%	0,47%
3% STAT 2021	0,01	0,39	0,38	-2,23%	-0,36%
4,5% STAT 2039	0,60	1,60	1,00	-15,70%	-3,31%
4% NYK 2044	3,67	3,72	0,05	-1,22%	-2,31%
EFFAS 1-5**				-0,81%	0,25%
Valutakurser	Værdi	Værdi	Ændring i 2.kvt.	Afkast i 2.kvt.	Afkast i 2015
	31.03.15	30.06.15			
USD/DKK	6,94	6,67	-0,27	-3,96%	8,92%
EUR/DKK	7,47	7,46	-0,01	-0,12%	0,27%
JPY/DKK	0,058	0,054	-0,004	-6,90%	5,88%

Aktiemarkedet

Som det fremgår af skemaet oven for, faldt de danske aktier i kvartalet med op til knap 1,7%. MSCI World faldt med lidt over 3% og de europæiske aktier med knap 5%. Det kunne umiddelbart indikere, at det har været et mindre begivenhedsrigt kvartal, idet kursfaldene trods alt har været relativt beskedne. 2. kvartal har imidlertid været præget af store kursudsving, og aktierne har svinget noget mere, end ovenstående skema umiddelbart indikerer. Således startede 2. kvartal med yderligere kursstigninger på såvel de danske som europæiske aktiemarkeder, men i løbet af april måned vendte udviklingen, og det var ”interessant” nok bedre økonomiske vækstudsigter for den europæiske økonomi, der førte til kvartalets første periode med uro på aktiemarkedet.

Som vi skrev i sidste kvartalsrapport, var renteniveauet på de danske og europæiske statsobligationer faldet til et meget lavt niveau, og kom der mere gang i den europæiske økonomi, kunne det resultere i større rentestigninger på de lange obligationer. Dette indtraf i det forgangne kvartal. De bedre økonomiske udsigter for Euroland samt lidt højere inflationstal end forventet førte til en kraftig stigning i de lange obligationsrenter med pæne kursfald til følge. Således faldt den danske realkreditobligation 2% NYK 2047 på bare 14 dage fra et niveau omkring kurs 99 til omkring kurs 92. Disse kraftige kursbevægelser på obligationsmarkedet skabte en vis nervøsitet på aktiemarkedet med kursfald til følge - nu havde investorerne ellers lige vænnet sig til, at renten kun kunne falde og ikke stige! De danske aktier faldt omkring 5% i fornævnte periode, medens eksempelvis de tyske aktier faldt

omkring 7%. Bedre vækstudsigter er normalt befordrende for aktier, da det ofte betyder en stigende selskabsindtjening. Imidlertid kom rentestigningen på obligationsmarkedet meget overraskende for nogle investorer, og så stærkt, at mange investorer blev skræmte og nervøse for, at renten var på vej til at stige endnu mere. Da obligationskurserne stabiliserede sig og genvandt lidt af det tabte, kom optimismen tilbage til aktiemarkedet, og aktierne genvandt det meste af maj måneds kursfald. Men så opstod der igen uro på obligationsmarkedet, hvor renterne steg yderligere og i kombination med, at der meldte sig et nyt usikkerhedsmoment på banen, Grækenland, faldt aktiekurserne tilbage i juni måned. Hele juni måned har stået meget i det græske tegn, idet investorerne har været nervøse for den økonomiske usikkerhed, der kunne opstå, hvis Grækenland gik statsbankerot og blev smidt ud af euroen. Det har i juni måned ført til meget svingende aktiekurser, og aktierne har ikke kunne holde helt stand, hvorfor der som tidligere omtalt er realiseret negative afkast, målt i DKK. Det tyske aktiemarked har været et af de markeder, der er blevet ramt meget hårdt, idet de tyske aktieindeks, DAX indekset, i kvartalet faldt med over 9%.

Kursudviklingen på aktiemarkedene i Emerging Markets har ikke i samme omfang været påvirket af hverken stigningen i de europæiske renter eller Grækenland, men det har i langt højere grad været regionale forhold, der har påvirket afkastene. Som det fremgår af nedenstående skema, har der været positive afkast, målt i DKK, på 3 af de 4 aktiemarkeder. Der er kun Indien, der har haft et negativt afkast på -6,18%, og det skyldes i høj grad, at den indiske valuta i kvartalet er blevet svækket med over 5% over for DKK.

Det kinesiske aktiemarked har på det seneste oplevet store kursudsving. De kinesiske aktier steg i 2014 med raket fart, og de kraftige kursstigninger fortsatte langt ind i det forgangne kvartal, men siden midt i juni måned har aktierne været udsat for nogle kraftige kursfald, så de pr. 02.07.2015 faktisk er faldet mere end 20%, siden de toppede! Mange økonomer har talt om en boble på det kinesiske aktiemarked foranlediget af de private kineseres investeringer i aktier.

Land	Aktieindeks	Afkast i DKK i Q2 2015	Afkast i DKK i 2015
Brasilien	Bovespa	4,42%	-1,00%
Rusland	Micex	1,74%	34,69%
Indien	Sensex 30	-6,18%	9,71%
Kina	Shanghai	9,61%	44,08%

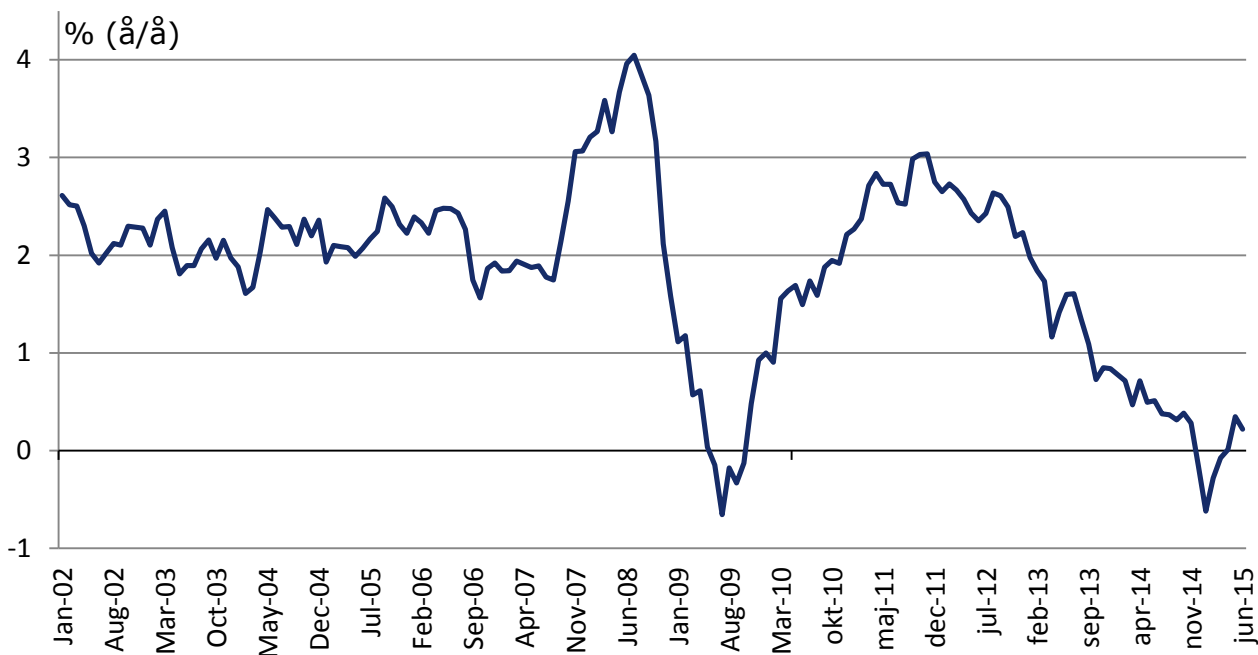
Obligationsmarkedet

Det har været et meget begivenhedsrigt kvartal på det danske obligationsmarked. Som vi skrev i forrige kvartalsrapport: ” Den effektive rente på 4,5% STAT 2039 er faldet til bare 0,60% pr. 31.03.2015! En investor, der den 31.03.2015 købte denne obligation, kan således kun forvente at opnå en årlig forrentning på bare 0,60% p.a. i de næste knap 24 år. Det endda før skat! Der er således ikke levnet megen plads til, at inflationen og dermed renteniveauet kan risikere at stige igen i løbet af denne periode! Den korrigerede varighed er på knap 18 på denne obligation. Det betyder, at stiger renteniveauet med 1% point fra 0,60% til 1,60%, vil kursen på obligationen falde med hele 18%! Og en 20 årig dansk statsrente på 1,60% eller mere er absolut ikke et urealistisk niveau. Så risikoen på lange danske statsobligationer og andre sammenlignelige stats- og realkreditobligationer er således efter vores vurdering meget betragtelig i øjeblikket.” Det var lige præcis det, der skete i det forgangne kvartal. De økonomiske vækst- og inflationsudsigter i Europa blev af bl.a. ECB og OECD opjusteret, og som det kan ses af skemaet på forrige side, resulterede det i, at renten på den danske statsobligation 4,5% STAT 2039 rent faktisk steg med 1% point fra 0,60% til 1,60%, hvilket gav et afkast på -15,70% på denne obligation i det forgangne kvartal. Alle obligationer i fornævnte skema har

givet et negativt afkast i 2. kvartal 2015, hvor de korte obligationer har givet de mindst negative afkast, medens de lange obligationer har givet de ringeste afkast.

Som det ses af inflationsudviklingen i euroområdet i grafen nedenfor, er inflationen stadig på et meget lavt niveau, men den synes at være på vej op og den seneste prognose fra OECD tyder på, at inflationen i løbet af 2016 vil stige til et niveau omkring 1,5% p.a.

Inflationen i Euroområdet



Kilde: Eurostat

Der er vores vurdering, at renterne var kommet alt for langt ned, hvorfor der ikke skulle meget til at udløse en relativ stor rentestigning på de lange obligationer på meget kort tid. Men er renterne nu på et mere holdbart niveau, eller er der yderligere rentestigninger i horisonten? Dette vil vi behandle senere i Kvartalsrapporten.

Valutamarkedet

De bedre økonomiske udsigter for Europa har betydet, at euroen har genvundet lidt af den markante svækkelse, der skete i 1. kvartal 2015. Således er euroen og DKK i kvartalet blevet styrket med knap 4% over for USD og knap 7% over for JPY. Som det fremgår af skemaet nedenfor, er der ikke ændringer af betydning i den russiske og brasilianske valuta over for DKK, medens den kinesiske valuta har fulgt svækkelsen af USD, og den indiske valuta er faldet med omkring 5,5%.

Land	Valuta	Afkast i DKK i Q2 2015	Afkast i DKK i 2015
Brasilien	BRL	0,62%	-6,73%
Rusland	RUB	0,00%	13,69%
Indien	INR	-5,59%	8,60%
Kina	CNY	-3,95%	8,98%

Den økonomiske udvikling i 2. kvartal 2015

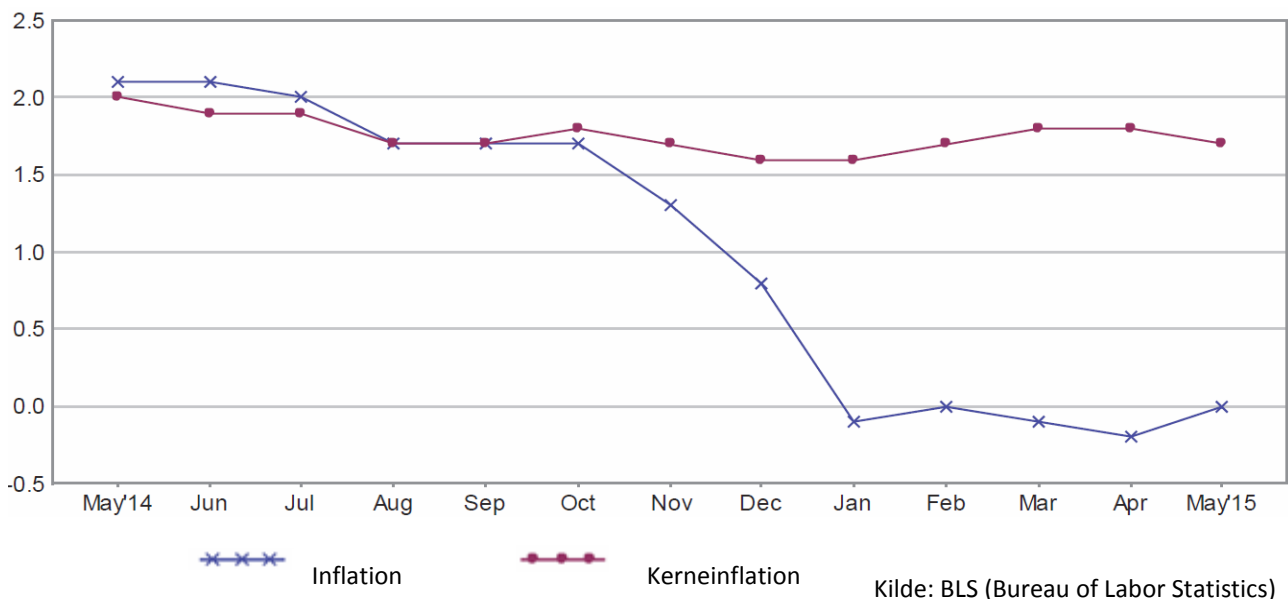
Europa

Den europæiske økonomi fortsatte i både 1. kvartal 2015 og 2. kvartal sit gradvise opsving. Således var den økonomiske vækst i eurozonen på 1,0% p.a. i 1. kvartal 2015 sammenlignet med samme periode året før, og væksten forventes i 2. kvartal at være steget til 1,4% p.a. Vækstfremgangen skyldes i høj grad et stadigt stigende privatforbrug, som har fået god medvind fra den lave oliepris og det lave renteniveau. Det har resulteret i en opjustering af den økonomiske vækst i Europa. Flere økonomer og organisationer, bl.a. den europæiske centralbank (ECB) og OECD, forventer, at den økonomiske vækst i Europa vil stige til 1,5% p.a. i 2015 og med yderligere fremgang i 2016. OECD forventer, at den europæisk vækst ved udgangen af 2016 vil nå et niveau omkring 2,25% p.a. Dermed er europæisk økonomi godt på vej imod et gradvist økonomisk opsving.

Det europæiske inflationsniveau er fortsat på et meget lavt niveau, idet seneste måling for juni 2015 sammenlignet med juni måned 2014 viste en stigning på 0,2% p.a. og en stigning i kerneinflationen (prisstigninger uden fødevarer og energi) på 0,8% p.a. Inflationen forventes imidlertid at tiltage i slutningen af året og i starten af 2016, hvor faldet i olieprisen i efteråret 2014 ikke længere påvirker inflationstallene. Hertil kommer, at den kraftige eurosvækkelse i slutningen af 2014 og starten af 2015 vil påvirke inflationen i opadgående retning.

USA

Den økonomiske vækst i den amerikanske økonomi var i 1. kvartal 2015 igen påvirket af en hård vinter. Dertil kom, at der også var en havnestrejke, som forhindrede varer i at blive transporteret frem og tilbage. Begge disse forhold var i kombination med et pænt fald i olierelaterede investeringer med til at trække væksten i den amerikanske økonomi ned til -0,2% p.a. i 1. kvartal 2015 sammenlignet med samme kvartal året før. De 2 første forhold er heldigvis af midlertidig karakter, medens faldet i olieprisen bør få en gavnlige effekt på privatforbruget, idet forbrugerne kan bruge mere af deres disponible indkomst til privatforbrug i stedet for at bruge pengene på opvarmning af boligen og brændstof til bilen. Derfor er det heller ikke overraskende, at der er i de senere måneder er kommet godt gang i privatforbruget.



Privatforbruget var i maj 2015 faktisk på det højeste niveau i de seneste 6 år! Privatforbruget, som udgør den væsentligste vækstfaktor i den amerikanske økonomi, steg med 3,5% p.a. i maj, hvilket lover godt for den økonomiske vækst i 2. kvartal 2015. Den forventes at have været i niveau 2,6% p.a.

Der er også i USA en meget lav inflation. Den var i maj 2015 sammenlignet med maj måned 2014 på 0,0% p.a. og på 1,7% p.a. for kerneinflationen. Inflationsniveauet forventes at forblive lavt frem til begyndelsen af 2016, hvor effekten af den lave oliepris ikke længere spiller ind i beregningerne.

Den amerikanske centralbank (Fed) har i et stykke tid varmet op til, at den snart skulle til at sætte renten op. Den lave økonomiske vækst i 1. kvartal 2015 har sandsynligvis givet Fed en del betænkeligheder, hvorfor den har valgt at udskyde den første renteforhøjelse til efter sommerferien. Centralbankdirektøren, Janet Yellen, har meget tydeligt udtalt, at det er den økonomiske udvikling, der afgør om, og hvornår at centralbanken vil sætte renten op. Derfor vil de kommende økonomiske nøgletal for den økonomiske vækst, inflation og arbejdsløshed få en meget afgørende betydning.

Japan

Den japanske økonomi har vist sig at have været særdeles stærk i 1. kvartal 2015, idet den økonomiske vækst sammenlignet med 1. kvartal 2014 blev på hele 3,9% p.a. Den økonomiske vækst forventes ikke at have været på samme høje niveau i 2. kvartal 2015, idet væksten forventes at være faldet til et niveau omkring 2,0% p.a.

Det japanske inflationsniveau er faldet pænt tilbage i de senere måneder, efter at effekten af momsforhøjelsen i april 2014 ikke længere påvirker beregningerne. Seneste måling for inflationen for maj 2015 udviste en inflationsstigning på 0,5% p.a., hvilket er langt fra den japanske centralbanks målsætning om en inflationsstigning på 2,0% p.a.

BRIK landene

Brasilien

Problemerne er fortsat for den brasilianske økonomi i 2015. Den økonomiske vækst var i 1. kvartal 2015 sammenlignet med 1. kvartal 2014 på -1,6% p.a., og væksten forventes i 2. kvartal at have været omkring -1,0% p.a. Stigende renter, mistillid til regeringen og en faldende valutakurs er noget, der påvirker privatforbruget negativt. Da budgetunderskuddet samtidig har været stigende, er der blevet indført nedskæringer i det offentlige forbrug, hvilket også er med til at trække den økonomiske vækst ned. Hvis der skal siges noget positivt, har der på det seneste været en fremgang i eksporten, og faldet i den brasilianske valutakurs synes i de seneste 3 måneder at være stoppet. Det kan senere på året være med til at trække den økonomiske vækst op igen.

Som følge af den svage valuta har inflationsniveauet været stigende. I maj 2015 viste den sammenlignet med maj måned 2014 en stigning på 8,5% p.a. Det høje inflationsniveau har fået den brasilianske centralbank til at fortsætte med at hæve renten. Den er i alt blevet hævet 15 gange med i alt 6,50% point siden april 2013. Den ledende rente er nu på hele 13,75%! Hvis det viser sig, at valutavækkelsen er stoppet, kan bygen af renteforhøjelser fra den brasilianske centralbank måske også være ovre, hvilket vil være positivt for økonomien.

Rusland

Den russiske økonomi har det som følge af de vestlige sanktioner og faldet i olieprisen fortsat vanskeligt. Således blev den økonomiske vækst i 1. kvartal 2015 sammenlignet med 1. kvartal 2014 på

-2,2% p.a. Den økonomiske vækst forventes i 2. kvartal at være aftaget yderligere til et niveau omkring -2,5% p.a.

Inflationen har på det seneste været faldende fra et niveau på 16,9% p.a. i marts 2015 til et niveau på 15,8% p.a. i maj 2015 sammenlignet med samme perioder året før. I takt med at den russiske valuta er blevet styrket i 2015 og inflationen nu er aftagende, har den russiske centralbank valgt i 2015 at sænke renten 4 gange. Den ledende rente er nu 11,50% p.a. Yderligere rentefald vil givet vis komme på tale, hvis inflationen fortsætter med at aftage, og valutakursen ikke svækkes.

Indien

Den økonomiske vækst har i 1. kvartal 2015 og 2. kvartal 2015 forventeligt været på samme niveau omkring de 7,5% p.a. sammenlignet med samme perioder året før. Den økonomiske vækst i Indien forventes at forblive på et relativt højt niveau gennem 2015, idet såvel virksomheders som de offentlige investeringer forventes at være stigende.

Inflationen er for maj måned 2015 sammenlignet med maj 2014 faldet til 5,7% p.a.. Det er for Indien et lavt niveau, hvilket i anden kvartal har fået den indiske centralbank til at sænke renten med 0,25% point til aktuelt 7,25%.

Kina

Væksten i den kinesiske økonomi faldt i 1. kvartal 2015 sammenlignet med samme periode året før til 7% p.a., og den økonomiske vækst forventes at være aftaget en anelse til et niveau omkring 6,9% p.a. i 2. kvartal. Den kinesiske økonomi er i fuld gang med en omstillingsproces fra at have været "verdens produktionssted" til at blive en forbrugs- og serviceøkonomi. I denne proces er det naturligt, at landets vækstrater gradvist vil aftage i de kommende år, men kunsten bliver at styre udviklingen, så væksten ikke aftager for hurtigt.

Inflationen befinder sig på et meget lavt niveau, idet seneste måling for maj 2015 sammenlignet med maj 2014 viser en stigning på blot 1,4% p.a. Det er et stykke fra centralbankens målsætning omkring et inflationsniveau på 3,0% p.a. Derfor er det heller ikke overraskende, at den kinesiske centralbank, i takt med at den økonomiske vækst er aftaget, har valgt at sænke renten til aktuelt 2,0% for den 1 årige indlånsrente, samtidig med at kravet til bankernes reserver er nedsat. Alt sammen er dette med til at understøtte den økonomiske vækst i Kina.

Samlet omkring den økonomiske udvikling i 2. kvartal 2015

Efter et dyk i den økonomiske vækst i USA i 1. kvartal 2015, primært som følge af ekstraordinære forhold, er den økonomiske vækst i 2. kvartal kommet godt tilbage. Europæisk økonomi synes at fortsætte det gradvise opsving godt hjulpet af den svage euro, lave oliepris og QE programmet fra ECB. Væksten i den japanske økonomi synes også at holde sig på et fornuftigt niveau, medens væksten i BRIK landene generelt har været skuffende.

Forventninger

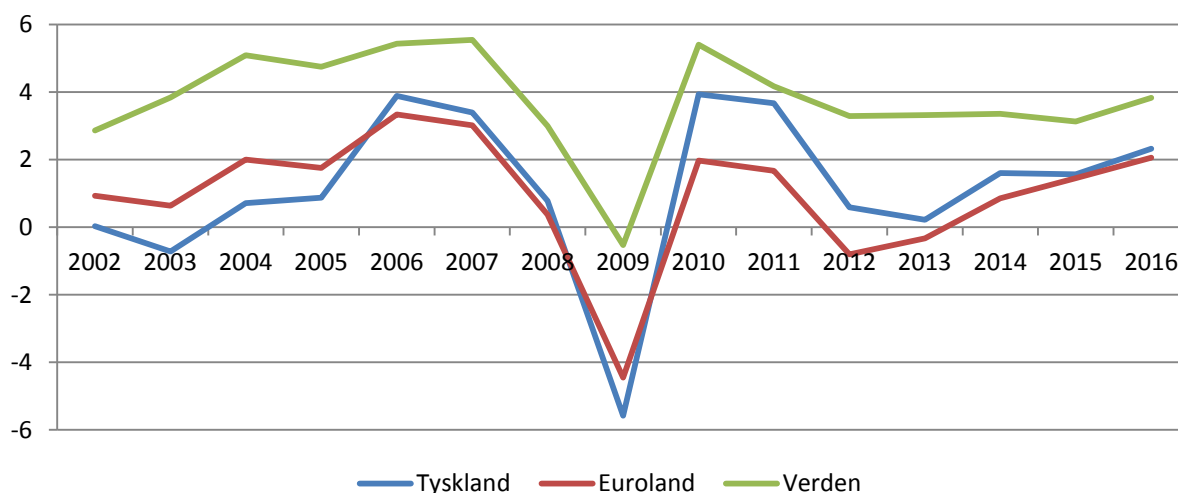
Økonomiske nøgletal						
Region	2014r		2015e		2016e	
	BNP Vækst	Inflation	BNP Vækst	Inflation	BNP Vækst	Inflation
USA	2,40%	1,60%	2,60%	0,40%	2,80%	2,00%
Euroland	0,90%	0,40%	1,80%	0,40%	2,30%	1,70%
Japan	0,00%	2,40%	1,00%	1,00%	1,20%	1,00%
Danmark	1,10%	0,60%	1,70%	0,70%	2,20%	1,70%
Brasilien	0,00%	6,30%	-1,00%	7,50%	1,00%	6,00%
Rusland	0,60%	7,80%	-3,70%	12,00%	1,00%	8,00%
Indien	7,00%	6,70%	7,30%	5,50%	7,50%	6,00%
Kina	7,40%	2,00%	6,80%	1,40%	6,50%	2,00%

Kilde: Dansk FI

Økonomi

Af nedenstående graf fra OECD (organisationen for økonomisk samarbejde og udvikling), fremgår det, at den økonomiske vækst i hele verden (den grønne linje) har ligget fladt fra 2012-2015, men forventes at accelerere i 2016. Tidligere forventede OECD, at dette allerede ville ske i fra 2015, men som følge af, at den amerikanske økonomi blev ramt af tilbagegang i 1. kvartal 2015, forventes fremgangen i verdensøkonomien nu først rigtig at ske i 2016. Den forventes dog gradvist at tiltage på kvartalsbasis gennem den resterende del af 2015. Det skyldes virkningen af et stigende privatforbrug, som understøttes af den lave oliepris og et lavt renteniveau. Den økonomiske vækst i Tyskland (blå linje) og hele Euroland (røde linje) er interessant. Her ses det tydeligt, at den europæiske økonomi siden 2012/13 er i gang med et gradvist økonomisk opsving, og det forventes at væksten vil stige til over 2% p.a. i 2016. Det vil faktisk, set over hele perioden, være en pæn økonomisk vækst. Europæisk økonomi er således godt på vej mod et mere normaliseret væksthiveau.

Årlig vækst ifølge OECD



Hvad betyder Grækenland for investeringsstrategien?

Der har i den senere tid været meget fokus på, hvorvidt Grækenland vil og kan overholde sine betalinger og forblive i Eurozonen. Det har sat sine præg på de finansielle markeder, hvor frygten for en græsk statsbankerot og efterfølgende exit fra euroen til tider har resulteret i pæne kursfald på aktiemarkederne. Når vi ser nøjternt på Grækenland, så er det første, som slår os, at landet har en gæld på 180% af BNP og er bundet til euroen, hvilket gør, at de ikke bare kan devaluere sig ud af problemerne. Derfor er det højst usandsynligt, at de nogensinde kommer til at betale hele deres gæld tilbage. Derfor vil en restrukturering af gælden være helt naturlig, hvilket IMF også selv har lagt op til. Nu forholder det sig "heldigvis" således, at den græske gæld i høj grad siden 2011 er blevet flyttet fra de europæiske banker til de europæiske stater, hvorfor en gældsrestrukturering kun vil have en begrænset effekt på det finansielle system i Europa, men den vil i stedet blive betalt af de europæiske skatteydere. Derfor taler flere økonomer også om, at de tidligere hjælpepakker til Grækenland i høj grad har været lavet for at hjælpe de europæiske banker, hvilket nok også er en del af sandheden. Hvis Grækenland ender med at blive smidt ud af euroen, er det således vores vurdering, at det kun vil have en begrænset og kortvarig effekt på det finansielle system og de finansielle markeder.

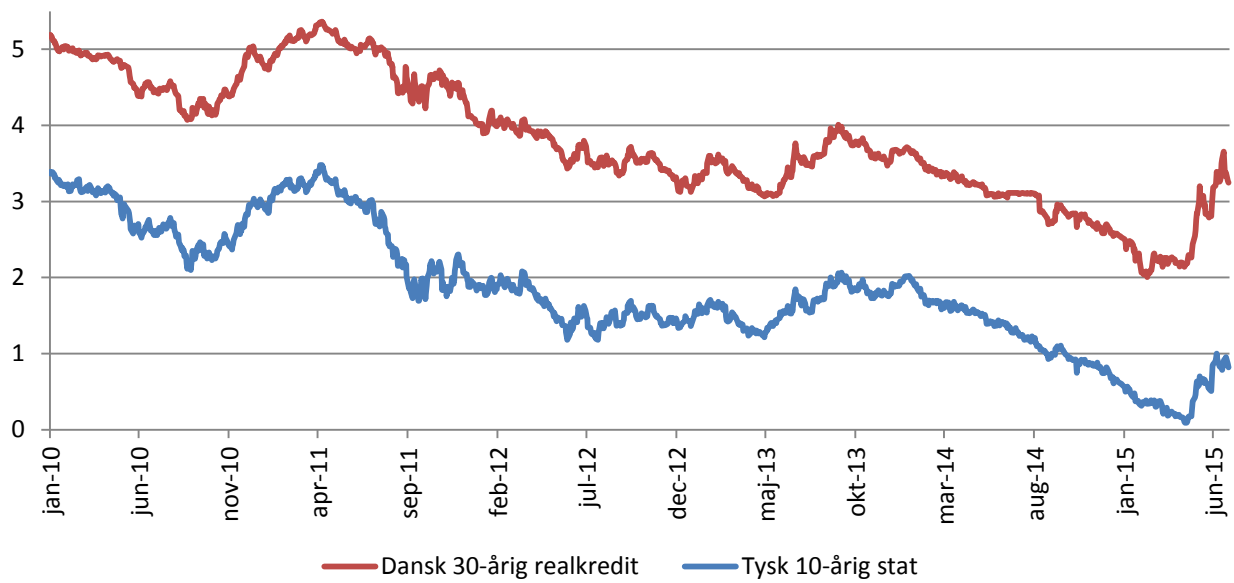
Vi tror dog på, at der opnås en aftale med Grækenland inden længe, men for at grækerne kan få en mere holdbar hjælpepakke fra EU og IMF, som også indeholder den nødvendige gældssanering, vil EU og IMF have en aftale, hvor de græske pensions- og skatteforhold bliver bragt mere på linje med de øvrige europæiske lande, idet EU og IMF skal kunne forsvare en gældseftergivelse. Situationen i Grækenland får os således ikke til at ændre på investeringsstrategien.

Hvad betyder de bedre økonomiske udsigter for Europa?

Mens den "græske syge" ifølge vores vurdering således bliver af kort varighed, er det langt mere vigtigt at se på de mulige konsekvenser af de forbedrede økonomiske udsigter for Europa jf. foranstående om de forventede vækstudsigter fra OECD omkring en mere normaliseret økonomisk vækst i Europa, bl.a. godt trukket af et stigende privatforbrug. Dette er også blevet underbygget i de seneste detailhandelstal for europæisk økonomi, samt af de seneste europæiske PMI tal (indkøbschefernes forventninger til den økonomiske udvikling), som var de mest optimistiske i de seneste 4 år.

I takt med at den europæiske økonomi nærmer sig et mere normaliseret vækstniveau, vil det også være naturligt, at både inflation og renteniveau nærmer sig nogle mere normaliserede niveauer. I lyset af inflationsudviklingen samt udviklingen i den 10 årige tyske statsrente og den 30 årige danske realkreditrente i nedenstående grafer siden 2010, vil det ikke være overraskende for os, hvis inflationen i løbet af 2016 vil stige til i nærheden af de 2,0% p.a., forudsat at den økonomiske udvikling bliver som forventet. Det vil sandsynligvis også betyde, at renterne vil stige til et mere normaliseret niveau i omegnen 2-3% for den tyske 10 årige rente og 4-5% for den danske 30 årige byggerente, men det vil selvfølgelig afhænge af, hvorvidt den økonomiske udvikling i Europa udvikler sig som forventet. Derfor er det vores vurdering, at der er udsigt til yderligere rentestigninger på obligationsmarkedet, og dermed kursfald på de lange obligationer, når situationen i Grækenland har fundet en løsning, og det bliver mere tydeligt, at der er et økonomisk opsving på vej i den europæiske økonomi.

Renteudvikling



Inflationen i Euroområdet



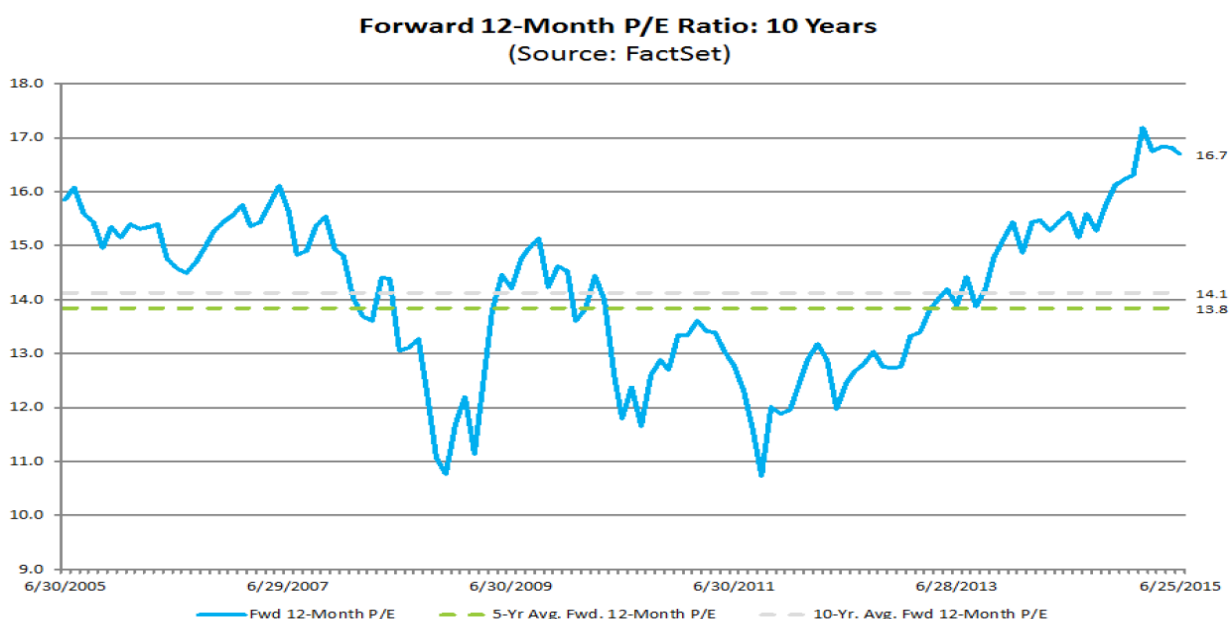
En stigende økonomisk aktivitet i Europa som bl.a. er drevet af et stigende privatforbrug, hvilket også forventes at være tilfældet i USA, vil alt andet lige favorisere en investering i forbrugsrelaterede

selskaber, og det vil generelt favorisere aktieinvesteringer. Dog skal investor være opmærksom på, at skulle renterne stige (for) hurtigt og kraftigt på kort tid, kan det få en negativ påvirkning på aktiemarkedet. Det fik vi en forsmag på i 2. kvartal 2015. Imidlertid er det vores forventning, at denne påvirkning kun vil være af midlertidig karakter, hvis rentestigningen ikke bliver kraftigere end som beskrevet ovenfor.

De bedre økonomiske udsigter i Europa, gør at investorer sandsynligvis skal indstille sig på et stigende og dermed højere renteniveau. Det betyder, at investor skal undgå for mange lange obligationer i sin portefølje. Som husejer er det til gengæld værd at overveje, at have en 30 årig fastforrentet belåning i sin bolig. Aktieinvesteringer vil generelt være at foretrække og i særdeleshed forbrugsrelaterede selskaber, men på den korte bane kan der komme lidt uro på aktiemarkedet, hvis renten stiger meget kraftigt på kort tid, men denne uro forventes kun at blive af kortere varighed, hvis renteniveauet stabiliserer sig omkring de 2-3% for den 10 årige tyske- og danske statsrente samt 4-5% for den 30 årige danske byggerente.

Aktier

Med udsigt til en stigende økonomisk vækst i verdensøkonomien godt trukket af et stigende privatforbrug i såvel USA som Europa, vil denne udvikling virke understøttende for en investering i aktier og i særdeleshed i forbrugsrelaterede aktier. Den eneste betænkelighed ved dette er, at aktierne jf. nedenstående graf er prisfastsat til den dyre side.



Kilde: Factset.com

Grafen viser, hvilket PE niveau (price earning - angiver hvad investor betaler for 1 kr. overskud), de amerikanske selskaber i S&P 500 indekset handles til ud fra den indtjening, som analytikerne forventer, at selskaberne vil realisere i de kommende 12 måneder. Dette tal benævnes forward 12-måneders PE niveau. Jo lavere dette tal er, desto billigere er aktierne og omvendt. Den grå vandrette stiplede linjer illustrerer, hvad de amerikanske S&P 500 selskaber i gennemsnit er blevet handlet til i de seneste 10 år.

Den stiplede grønne linje illustrerer tilsvarende, hvad selskaberne i de seneste 5 år i gennemsnit er blevet handlet til. Som det fremgår af figuren, handles de amerikanske aktier aktuelt til en forward 12

måneders PE værdi på 16,7, hvilket er en del over gennemsnittet for de seneste 5-10 år. Som det ses af grafen er aktierne blevet en del dyrere siden medio 2012, i takt med at renterne løbende faldt på obligationsmarkedet. Når renterne bevæger sig op igen på obligationsmarkedet, vil det sandsynligvis også betyde, at investorerne ikke længere vil betale så høj en pris for aktierne. Det kan lægge en dæmper på kursudviklingen på aktiemarkedet, men heldigvis vil de bedre økonomiske udsigter sandsynligvis også betyde, at indtjeningen i selskaberne vil stige, hvilket vil være med til at gøre aktierne billigere målt på P/E niveauet. De fremtidige kursstigninger på aktiemarkedet skal således sandsynligvis komme via en stigende selskabsindtjening, idet den forventede rentestigning sandsynligvis vil få investorerne til at kræve et lavere P/E niveau på deres aktieinvesteringer.

Den højere værdiansættelse betyder, at der er mindre plads til negative overraskelser. Vi foretrækker fortsat selskaber, som har en høj grad af forudsigelighed i deres indtjening. Desuden har vi en øget fokus på forbrugsrelaterede selskaber, idet faldet i olieprisen og rentefaldet har betydet, at der er skabt en større disponibel indkomst til øvrigt forbrug.

Obligationer

Med udsigt til et fortsat opsving i den økonomiske vækst i den europæiske økonomi, er det vores vurdering, at der er udsigt til yderligere rentestigninger på obligationsmarkedet, og dermed kursfald på de lange obligationer, når situationen i Grækenland har fundet en løsning. På den baggrund skal investor undgå at have for mange, lange obligationer i porteføljen, og skal i stedet fokusere på at have en overvægt af korte/variable obligationer, alternativt kontanter, i porteføljen. Når renten er steget tilpas meget, kan disse med fordel omlægges til lange/mellemlange obligationer med en højere effektiv rente. Herudover er vi fortsat af den opfattelse, at det er attraktivt at have en vis andel placeret i Højrentelande i lokalvaluta.

3. juli 2015

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.

Dansk Formue- & Investeringspleje A/S, Fondsmæglerselskab

Telefon 46 30 40 70 - www.danskfi.dk

Roskilde – Vejle - Aarhus

