

Kvartalsrapport

3. kvartal 2014

RESUME

Økonomiske udsigter

Vi er stadig vidne til et uens og svagt opsving i verdensøkonomien. Således ser den amerikanske økonomi fortsat ud til at fortsætte sin gradvise fremgang, mens opsvinget i Europa ser ud til at miste fart. Den japanske økonomi snekler sig også frem, mens BRIK landene også har en meget uens udvikling fra land til land. Denne uens udvikling har betydet, at flere organisationer, bl.a. IMF (Verdensbanken) og Fitch (amerikansk kreditvurderingsbureau), har nedjusteret deres vækstforventninger til verdensøkonomien i 2014 en anelse og samtidig indikeret, at risikoen for at opsvinget fejler, er steget gennem de seneste måneder.

Der har løbende gennem det seneste halve års tid været mange forskellige aktører (herunder Fed, OECD, IMF og BIS) ude at advare om, at det lave renteniveau kan føre til en overdreven risikotagen blandt investorerne og dermed skabelse af finansielle bobler. Når vi er ude at besøge nye potentielle kunder, oplever vi tit den overdrevne risikotagen i praksis. Desværre viser det sig ofte, at den potentielle kunde slet ikke er klar over, hvor risikofyldt den samlede portefølje pludselig er blevet. Og for mange investorer vil sandheden desværre nok først gå op for dem den dag, hvor det går galt. Netop dette er nok også frygten hos bl.a. den amerikanske centralbank og IMF, da det kan resultere i en bølge af paniksalg, hvis investorerne bliver utrygge ved deres investeringer.

Aktiemarkedet

Aktuelt handles de amerikanske aktier til en forward 12 måneders PE værdi, der ligger over gennemsnittet for de seneste 5-10 år. Det højere værdiansættelse betyder, at der er mindre plads til negative overraskelser. Derfor er det endnu mere vigtigt at være selektiv i sin aktieudvælgelse, hvor vi foretrækker selskaber, der har en god og relativ forudsigelig indtjeningsevne.

Obligationsmarkedet

Der er nok ingen tvivl om, at det amerikanske renteniveau er på vej op. I Europa er situationen imidlertid en anden, idet en fortsat skuffende økonomisk udvikling vil lægge en dæmper på renteutviklingen. Vi anbefaler, at man investerer i en blanding af korte- og mellemlange obligationer, samt i variabelt forrentede obligationer. Desuden vil det ofte være en fordel at placere den del af pengene kontant, der kan placeres i et pengeinstitut uden risiko, da vi har forhandlet nogle gode rentevilkår til vores kunder. En mindre andel af obligationsinvesteringen kan desuden placeres i Højrentelande i Lokalvaluta, idet afkast/risikomulighederne virker attraktive her.

**Overdreven risikotagen
– hvad betyder dette i
praksis?
Læs side 10-11**



Udviklingen på de finansielle markeder i 3. kvartal 2014

Udvikling i 3. kvartal 2014					
Aktieindeks	Værdi	Værdi	Ændring i 3.kvt.	Afkast i 3.kvt.	Afkast i 2014
	30.06.14	30.09.14			
OMX CGI	905,00	924,96	19,96	2,21%	22,60%
OMXC Cap.	987,26	975,39	-11,87	-1,20%	15,87%
MSCI World All Countries	1.434,58	1.518,12	83,54	5,82%	13,52%
MSCI USA*	10.240,16	11.145,68	905,52	8,84%	16,44%
MSCI Europa*	9.934,59	9.971,70	37,10	0,37%	4,72%
MSCI Japan*	15.039,42	15.818,17	778,75	5,18%	5,77%
*opgjort i DKK ex. udbytte					
Renteudvikling i Danmark	Rente	Rente	Ændring i 3.kvt.	Afkast i 3.kvt.	Afkast i 2014
	30.06.14	30.09.14			
Rente på indskudsbeviser	-0,10	-0,05	0,05	-0,02%	-0,02%
4% STAT 2015	0,04	-0,06	-0,10	0,12%	0,35%
4% STAT 2017	0,20	0,00	-0,20	0,64%	2,12%
4,5% STAT 2039	2,21	1,86	-0,35	6,47%	17,23%
4% NYK 2044	3,55	3,65	0,10	-1,19%	3,54%
EFFAS 1-5**				0,29%	0,94%
**markedsafkastet for danske statsobligationer med en løbetid på 1 - 5 år					
Valutakurser	Værdi	Værdi	Ændring i 3.kvt.	Afkast i 3.kvt.	Afkast i 2014
	30.06.14	30.09.14			
USD/DKK	5,46	5,92	0,46	8,36%	9,34%
EUR/DKK	7,46	7,44	-0,02	-0,21%	-0,27%
JPY/DKK	0,054	0,054	0,000	0,00%	5,88%

Aktiemarkedet

Det forgangne kvartal har været et begivenhedsrigt kvartal på de finansielle markeder. Således nedsatte den europæiske centralbank renten, så det nu koster 0,20% at sætte penge i ECB!, og man vedtog desuden, at ECB kan købe stats- og realkreditlignende obligationer fra eurolandene, hvis det skulle blive nødvendigt. Det er meget lig det opkøbsprogram (benævnes ofte QE programmet), som den amerikanske centralbank i øjeblikket er ved at afvikle på det amerikanske obligationsmarked. Tiltagene fra ECB har ført til et yderligere rentefald, men det har også ført til en markant svækkelse af euroen og dermed også danske kroner i løbet af det forgangne kvartal. Således er den amerikanske dollar steget med mere end 8% over for både euro og danske kroner i løbet af 3. kvartal 2014. Hvis man ser på alle de valutaer, som eurolandene handler med, og ser på, hvor stor en samhandel eurolandene har i de forskellige valutaer (kaldes handelsvægtet valuta), så er euroen svækket med mere end 4% målt i handelsvægtet valuta i løbet af det forgangne kvartal. Det betyder, at de europæiske eksportorienterede virksomheder er blevet mere konkurrencedygtige. Baggrunden for ECB's tiltag er, at det økonomiske opsving i Europa er gået i stå i løbet af det forgangne kvartal, bl.a. som følge af krisen med Rusland, samt at inflationen er faldet yderligere. Så det er selvfølgelig på en kedelig baggrund, at ECB har foretaget disse tiltag.

Hvis man ser på afkastene på aktiemarkedene i løbet af 3. kvartal 2014, så har både de danske aktier og europæiske aktier givet omkring et ”0” afkast. De amerikanske aktier er steget knap 9%, hvilket stort set svarer til det, som den amerikanske dollar er steget over for DKK. Målt i lokalvaluta har de amerikanske aktier således også bevæget sig omkring ”0” afkast i løbet af 3. kvartal 2014.

Selv om de danske aktier ikke har gjort meget væsen af sig på indeksniveau, er det imidlertid meget interessant at se på, hvordan det er gået med de forskellige aktier. Som det kan ses af skemaet nedenfor, der viser kursudviklingen på de 20 største danske aktieselskaber, har der været en meget stor bevægelse på de enkelte aktier. 4 ud af 20 aktier er faldet 19% eller mere i kvartalet. Det svarer til, at 20% af OMX C20 aktierne er faldet med 19% eller mere i 3. kvartal 2014! Og 3 aktier har formået at stige omkring 10% i løbet af det forgangne kvartal. Hvis man ser på gennemsnitafkastet på de 20 største aktier, så udviser disse et fald på 3,8% i løbet af 3. kvartal 2014. Der har således været meget store forskelle på kursudviklingen på de 20 største danske aktier i løbet af 3. kvartal 2014, og har man som investor haft en uheldig aktieudvælgelse i 3. kvartal 2014, kan dette have resulteret i et stort negativt afkast i det forgangne kvartal.

Afkast OMX C20 indekset i 3. kvartal 2014

Navn	Kurs 30.06	Kurs 30.09	Afkast Q3
Novo Nordisk	250,6	282,0	11,1%
Tryg	550,0	612,0	10,1%
Pandora	417,5	462,1	9,7%
Genmab	232,4	250,0	7,0%
AP Møller Mærsk A	12.810,0	13.620,0	5,9%
Danske Bank	153,9	160,2	3,9%
AP Møller Mærsk B	13.530,0	14.000,0	3,4%
Jyske Bank	309,1	318,5	3,0%
Coloplast B	492,4	494,0	0,3%
Nordea Bank	76,8	76,4	-0,5%
Chr. Hansen Holding	229,3	227,8	-0,7%
Novozymes	273,1	255,7	-6,8%
DSV	177,5	166,0	-6,9%
FLS	304,2	282,0	-7,9%
William Demant	494,4	452,1	-9,4%
Carlsberg B	586,5	524,0	-11,9%
Vestas	274,7	230,4	-19,2%
GN Store Nord	156,0	130,0	-20,0%
ISS	194,5	159,8	-21,7%
TDC	56,4	44,8	-25,9%
Gennemsnit			-3,8%

Der har også været en meget uens udvikling på afkastene på BRIK landenes aktiemarkeder, målt i DKK, i løbet af det forgangne kvartal. Ikke overraskende har det russiske aktiemarked budt på det største fald med et negativt afkast på 11%, som følge af krisen i Ukraine. Men ser man på de 3 andre lande, så har Brasilien budt på et negativt afkast på -1%, mens det indiske aktiemarked er steget lidt over 10% og det kinesiske lidt over 26%, alle målt i DKK. BRIK landene bevæger sig således ikke længere synkront, men det er i endnu højere grad lande- og selskabsspecifikke ting, der afgør afkastene. Landene skal således ikke bedømmes under ét, men man skal som investor være meget opmærksomme på det enkelte lands makro- og selskabsspecifikke forhold. Således er det indiske aktiemarked og valuta blevet styrket over for DKK i løbet af 3. kvartal på en stigende tiltro til, at den nye regering vil indføre erhvervsvenlige reformer, mens det modsatte har været tilfældet i Brasilien, hvor der er præsidentvalg i oktober og den siddende præsident Dilma er begyndt at få en stigende tilslutning i meningsmålingerne.

Dilma har i sin forgangne præsidentperiode forsømt at lave erhvervsvenlige reformer, hvorfor et genvalg af hende vil mindske investorerens tiltro til at brasiliansk økonomi kommer på fode igen.

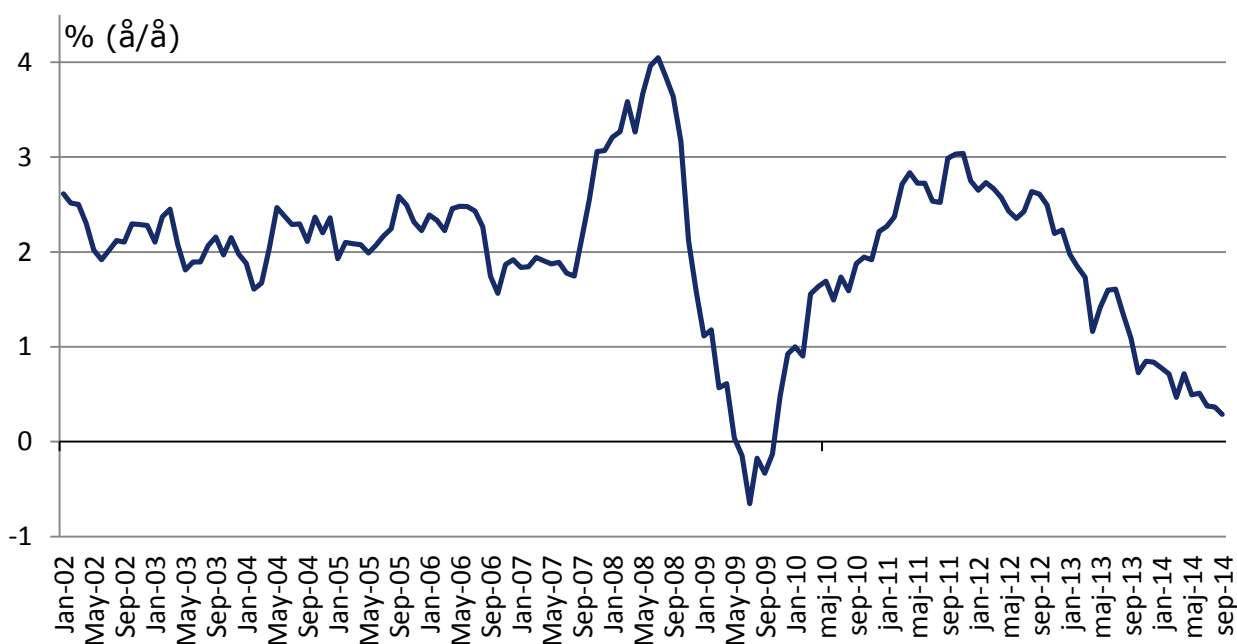
Land	Aktieindeks	Afkast i DKK i Q3 2014	Afkast i DKK i 2014
Brasilien	Bovespa	-1,09%	9,54%
Rusland	Micex	-11,08%	-15,04%
Indien	Sensex 30	10,45%	37,43%
Kina	Shanghai	26,37%	20,54%

Obligationsmarkedet

Det i forvejen meget lave renteniveau på de danske statsobligationer er bl.a. som følge af ECB's tidligere tiltag blevet endnu lavere endnu. Dette har ført til, at de danske statsobligationer har oplevet positive afkast i løbet af det forgangne kvartal, hvor de længst løbende obligationer har realiseret de største afkast. Således har 4% STAT 2015 givet et afkast på 0,12% p.a. og 4,5% STAT 2039 givet et afkast på 6,47% p.a. mens benchmarket EFFAS 1-5 har givet et afkast på 0,29% p.a. i 3. kvartal 2014.

Som det ses af nedenstående graf for inflationen i euroområdet, så har denne været faldende til et niveau på blot 0,3% p.a. for august 2014 sammenlignet med august 2013. Kerneinflationen, det vil sige inflationen uden fødevarer og energi, var heldigvis ikke så lavt, men udviste en stigning på 0,8% p.a. for august 2014. Begge tal er dog langt fra det niveau lige under 2,0% p.a., som er ECB's målsætning. Derfor kommer de seneste tiltag fra ECB heller ikke som den store overraskelse, og specielt den efterfølgende svækkelse af euroen kommer som en kærkommen gave til ECB, da det både hjælper med at gøre de europæiske virksomheder mere konkurrencedygtige, da de udenlandske konkurrenters varer bliver dyrere, men prisstigningen på de importerede varer er også med til at inflationen stiger. Derfor stod en eurosvækkelse helt øverst på ECB's ønskeliste.

Inflationen i Euroområdet



Kilde: Eurostat

Valutamarkedet

Rentenedsættelsen og et muligt obligationsopkøbsprogram fra den europæiske centralbanks side har som tidligere nævnt ført til en svækkelse af euroen på lidt over 8% over for den amerikanske dollar i løbet af det forgangne kvartal. Som det ses af skemaet nedenfor er euroen også svækket pænt over for både den indiske og kinesiske valuta i løbet af det forgangne kvartal, mens euroen faktisk er blevet styrket over for både den russiske og brasilianske valuta som følge af de tidligere nævnte problemer i disse lande.

Land	Valuta	Afkast i DKK i Q3 2014	Afkast i DKK i 2014
Brasilien	BRL	-2,82%	4,26%
Rusland	RUB	-6,97%	-9,45%
Indien	INR	5,40%	9,26%
Kina	CNY	9,48%	7,90%

Den økonomiske udvikling i 3. kvartal 2014

Europa

Den økonomiske vækst skuffede i eurozonen i 2. kvartal 2014, idet denne kun udviste en stigning på 0,7% p.a. sammenlignet med samme periode året før. Da væksten var på 0,9% p.a. i 1. kvartal, er der således tale om, at væksttempoet kører nedad i eurozonens økonomi i stedet for lidt opad, som de fleste økonomer tidligere havde forventet. I 3. kvartal vil væksten formodentligt have været omkring 0,7% p.a., hvilket tyder på en stabilisering af væksten på et lavt niveau. En del af forklaringen bag nedgangen i væksttempoet kan sandsynligvis henføres til konflikten med Rusland, som både hæmmer de europæiske virksomheders samhandel med Rusland, men også gør virksomhederne og forbrugerne mere usikre på fremtiden. Væksten er desværre også aftagende i den vigtige tyske økonomi, og de seneste tal for de tyske indkøbschefers forventningsindeks tegner desværre heller ikke et særligt optimistisk billede for den nærmeste fremtid, da dette indeks for september 2014 var på sit laveste niveau i 2014. Med den seneste og kraftige svækkelse af euroen, kan man håbe på, at dette vil skabe en større optimisme i de tyske eksportorienterede virksomheder.

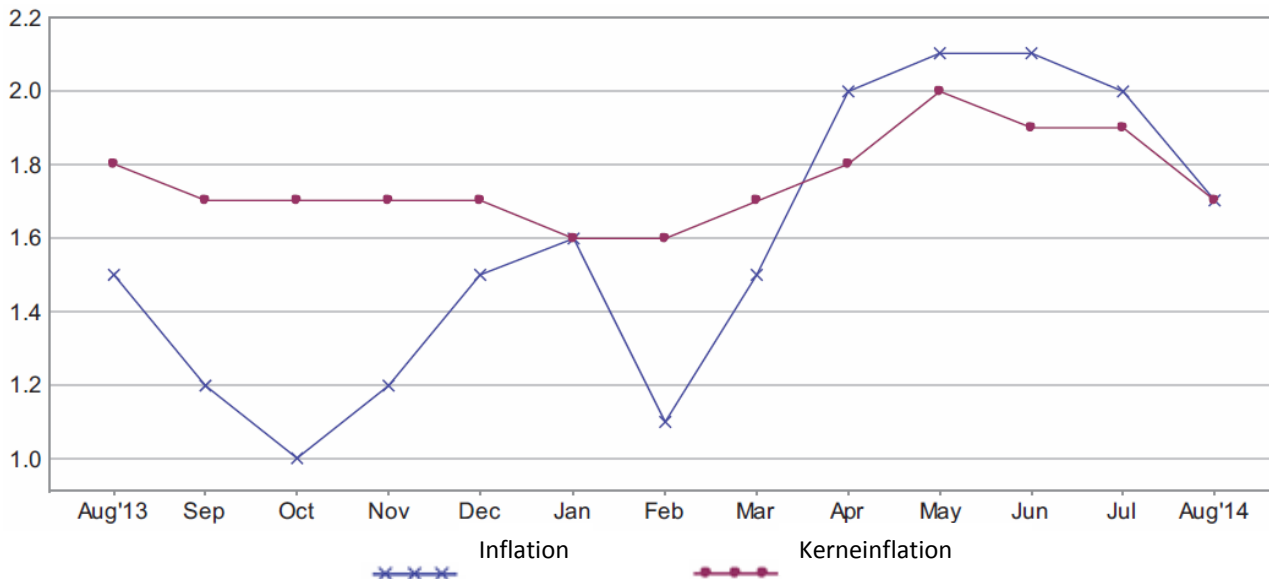
Den anden store økonomi i Euroland, den franske, har også haft det svært i 2. kvartal 2014, idet den økonomiske vækst blot blev på 0,1% p.a. sammenlignet med samme periode året før. Og det er ikke usandsynligt, at væksten har været tæt på 0 eller svagt negativ i løbet af 3. kvartal 2014 sammenlignet med 3. kvartal 2013. Denne svage økonomiske vækst har betydet, at det franske budgetunderskud er stigende og nu forventes at lande på 4,5% i 2014, hvilket er over det maksimale niveau på 4,0%, der er aftalt mellem EU landene. Normalt ville dette betyde, at der skulle indføres besparelser i Frankrig, men dette er hidtil blevet afvist. ECB har også gentagende gange sagt, at centralbanken ikke kan løse de strukturelle problemer i EU landene, men de kan "kun" købe landene tid til at indføre økonomiske reformer, der gør dem mere konkurrencedygtige, som bl.a. Spanien har gjort, og som Tyskland er stor fortalende for. Derfor er der også stigende politiske spændinger mellem Frankrig og specielt Tyskland, da det er vigtigt, at også de store lande skal overholde budgetaftalerne, hvis de mindre lande også skal. Desværre virker det som om, at både Frankrig og Italien har benyttet sig af ECB's tiltag til at slække på deres egne økonomiske reformer i håb om, at ECB skal gøre arbejdet for dem.

Som tidligere nævnt er det europæiske inflationsniveau faldet til et meget uønsket lavt niveau på 0,3% p.a. for august 2014 sammenlignet med samme periode året før. Den markante svækkelse af euroen bør føre til en stigning i det europæiske inflationsniveau, dog er der lang vej op til det niveau i underkanten af 2,0% p.a., der er ECB's målsætning.

USA

Den amerikanske økonomi har været præget af usædvanlige forhold i løbet af 1. halvår af 2014. Den hårde amerikanske vinter bevirkede, at den økonomiske vækst stoppede op i 1. kvartal 2014, hvor den amerikanske BNP vækst udviste et fald på 1,0% p.a. sammenlignet med 1. kvartal 2013. I 2. kvartal kom der så til gengæld mere gang i den økonomiske vækst end forventet, idet en del af ordrerne, indkøbene og aktiviteterne blev flyttet fra 1. til 2. kvartal, hvilket bevirkede, at den amerikanske økonomi voksede med hele 4,6% p.a. i løbet af 2. kvartal 2014 sammenlignet med 2. kvartal 2013. Hvis man ser på gennemsnittet for de 2. kvartaler svarer det til en økonomisk vækst i underkanten af de 2% p.a.. Den amerikanske økonomi forventes at være vokset på et lidt højere niveau end de 2,0% p.a. i 3. kvartal 2014 sammenlignet med samme periode året før, hvilket indikerer, at den amerikanske økonomi gradvist tiltager i styrke, hvis man normaliserer de ekstraordinære forhold, der har været gældende i 1. halvår af 2014.

Inflationen har været svagt faldende i løbet af det forgangne kvartal, idet både råvarer og fødevarerpriserne er faldet pænt. Således udviser de seneste inflationsmålinger en inflation på 1,7% p.a. i både den generelle inflation og kerneinflationen.



Kilde: BLS (Bureau of Labor Statistics)

Der har i det forgangne kvartal været stigende diskussion blandt de enkelte medlemmer i den amerikanske centralbank om, hvornår de skal til at signalere, at renten snart er på vej op igen. De fleste medlemmer vil stadig gerne være 110% sikre på, at den amerikanske økonomi er godt på fode igen, før de begynder at hæve renten. Og med de seneste inflationstal er presset også aftaget lidt for at ændre rentesignaler, dog har den amerikanske centralbanks chef, Janet Yellen, sagt, at man ikke nødvendigvis vil holde renten lav i en længere periode endnu, men det er den økonomiske udvikling, som afgør,

hvornår den første rentestigning kommer. Dette er nye toner og et tegn på, at den første amerikanske renteforhøjelse er rykket nærmere.

Japan

Væksten i den japanske økonomi faldt med 1,7% p.a. i 2. kvartal 2014 sammenlignet med samme periode året før. Baggrunden for faldet var, dels, at mange forbrugere havde fremrykket deres forbrug til 1. kvartal, inden at moms blev sat op i Japan. Derfor var den økonomiske vækst i 1. kvartal 2014 også højere end forventet. Dog skal det siges, at ses der på de 2 kvartaler samlet, så er der desværre stadig tale om, at den japanske økonomi har svært ved at vokse til trods for alle de pengepolitiske tiltag, som den japanske centralbank har foretaget i det seneste år. Væksten i den japanske økonomi forventes at have været omkring 0 i 3. kvartal sammenlignet med samme periode året før.

Grundet den japanske momsforhøjelse i april 2014 med 3% point fra 5% til 8% er der kommet en positiv inflation i Japan. Den seneste måling for august 2014 udviser en stigning på 3,3% p.a. sammenlignet med august 2013. Hvis man ser bort fra momsstigningen på 3% point er der således stadig kun en meget beskednen underliggende inflation i Japan.

BRIK landene

Brasilien

Der har desværre ikke været meget godt at berette omkring den brasilianske økonomi i løbet af de seneste kvartaler. Således er den økonomiske vækst blevet nedjusteret i både 1. og 2. kvartal, så der nu har været tale om en negativ vækst i begge kvartaler, hvilket betyder, at den brasilianske økonomi nu er i recession. Den økonomiske vækst har været på -0,9% p.a. i løbet af 2. kvartal 2014 sammenlignet med samme periode året før. Hvis man ser på de underliggende komponenter, så udvikler landbruget sig positivt, mens der er både inden for service- og industrisektoren, at der har været tale om tilbagegang. Og det ser ikke ud til, at der er sket den store fremgang i den økonomiske vækst i 3. kvartal 2014, hvor selv en mindre positiv økonomisk vækst vil være velkommen. Denne udvikling er desværre i høj grad et resultat af, at den siddende præsident, Dilma, ikke har formået at indføre de erhvervs- og økonomifremmende reformer, som hun ellers havde stillet i udsigt. I stedet har hun beskyttet den lokale industri med toldmure og handelshindringer for udenlandske virksomheder, hvilket ikke er med til at gøre det brasilianske erhvervsliv mere konkurrencedygtigt på verdensmarkedet. Dette er et stort problem, som skal løses, hvis Brasilien vil gøre sig håb om at komme op på et væsentligt højere vækst- og velstandsniveau, som potentialet i deres land ellers tilsiger. Måske det kommende præsidentvalg her i oktober kan resultere i, at der kommer en ny kandidat til, som har mod og opbakning til at indføre de nødvendige reformer?

Inflationsmæssigt er det desværre også gået den forkerte vej i det forgangne kvartal. Således er inflationen steget til 6,5% p.a. i august 2014 sammenlignet med samme periode året før. Den brasilianske centralbank har et inflationsmål på 4,5% p.a. med et udsvingsbånd på 2,0% point. Inflationen befinder sig således i det øverste interval, hvorfor yderligere renteforhøjelser kan komme på tale, hvis inflationsniveauet fortsætter op. Stigende renter har den brasilianske økonomi absolut ikke brug for, da den befinder sig i en recession. Økonomien har brug for det modsatte!

Rusland

Den russiske økonomi synes at klare sig forbavsende godt til trods for de vestlige sanktioner. Således voksede den russiske økonomi med 0,8% p.a. i 2. kvartal 2014 sammenlignet med samme periode året

før. Den økonomiske vækst forventes at have været omkring 0,4% p.a. i 3. kvartal 2013 sammenlignet med 3. kvartal 2013. Dette er væsentligt bedre end frygtet, hvis ellers tallene er opgjort korrekt.

Som følge af den kraftige svækkelse af den russiske rubel i løbet af 2014, er den russiske inflation også kravlet opad. Således udviser den seneste måling for inflationen for august 2014 et inflationsniveau på 7,55% p.a. sammenlignet med august 2013. Dermed er det russiske inflationsniveau steget med ca. 1,5% point gennem 2014.

Indien

Den økonomiske vækst i Indien var i 2. kvartal 2014 på 5,7% p.a. sammenlignet med samme periode året før, hvilket var bedre end ventet. Dette skaber håb om, at den økonomiske vækst er på vej op i Indien igen. Valget af ny statsminister i 2. kvartal 2014, Narendra Modi, har skabt en optimisme i det indiske erhvervsliv, som er med til at underbygge de positive vækstforventninger.

Inflationen synes at være kommet bedre under kontrol i Indien, idet denne var på 6,75% i august måned sammenlignet med samme måned året før. Gennem det meste af 2013 var inflationsniveauet i Indien 2-cifret, så det er en pæn udvikling, der er sket her. Den kraftige stigning i den indiske valuta gennem 2014 er med til at mindske inflationsniveauet i landet.

Kina

Det ser ud som om, at de kinesiske myndigheder formår at holde den økonomiske vækst tæt på de 7,5% p.a., som er deres målsætning. Således blev den økonomiske vækst på 7,4% i 1. kvartal, 7,6% i 2. kvartal og forventeligt 7,4% i 3. kvartal 2014 sammenlignet med de respektive kvartaler året før. Den kinesiske regering er i gang med en transformering af den kinesiske økonomi, så den gradvis bliver mere åben, konkurrencedygtig og afhængig af privatforbruget i stedet for at være meget eksportorienteret og afhængig af byggeriet af boliger i Kina. Denne proces er et langt sejt træk, som indeholder både risici og muligheder.

Inflationen er ikke noget problem for den kinesiske økonomi, idet denne udviste en stigning på 2,1% p.a. i august 2014 sammenlignet med samme måned året før.

Samlet omkring den økonomiske udvikling i 3. kvartal 2014

Vi er stadig vidne til et uens og svagt opsving i verdensøkonomien. Således ser den amerikanske økonomi fortsat ud til at fortsætte sin gradvise fremgang, mens opsvinget i Europa ser ud til at miste fart. Den japanske økonomi snekler sig også frem, mens BRIK landene også har en meget uens udvikling fra land til land. Denne uens udvikling har betydet, at flere organisationer, bl.a. IMF (Verdensbanken) og Fitch (amerikansk kreditvurderingsbureau), har nedjusteret deres vækstforventninger til verdensøkonomien i 2014 en anelse og samtidig indikeret, at risikoen for at opsvinget fejler, er steget gennem de seneste måneder.

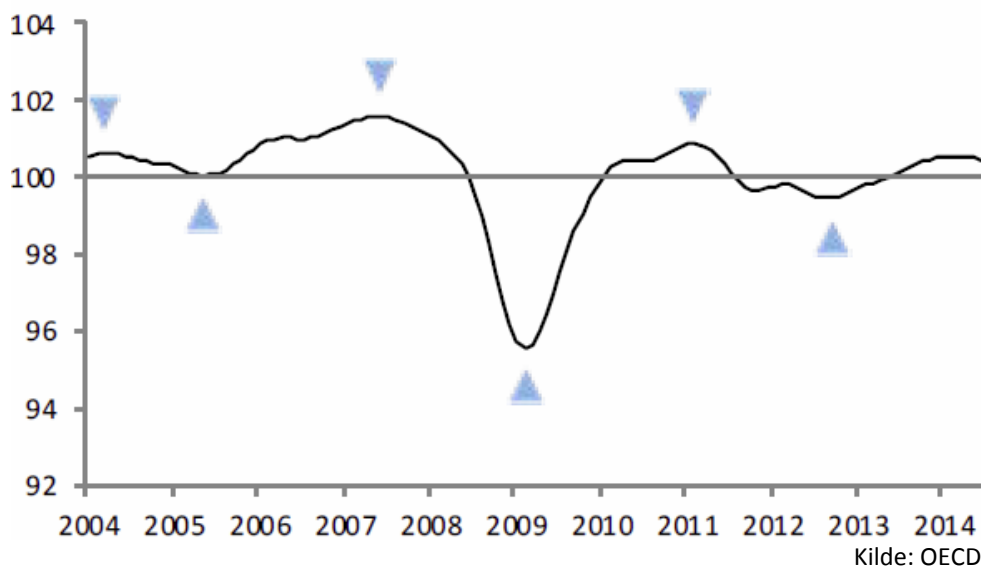
Forventninger

Økonomiske nøgletal						
	2013r		2014e		2015e	
Region	BNP Vækst	Inflation	BNP Vækst	Inflation	BNP Vækst	Inflation
USA	1,90%	1,50%	2,40%	1,70%	3,00%	2,00%
Euroland	-0,40%	1,40%	1,00%	0,60%	1,50%	1,20%
Japan	1,50%	0,10%	1,10%	2,70%	0,60%	2,00%
Danmark	0,30%	0,80%	0,80%	0,60%	1,50%	1,50%
Brasilien	2,40%	6,20%	1,50%	6,00%	2,00%	5,50%
Rusland	1,50%	6,70%	0,00%	6,50%	1,00%	6,00%
Indien	4,60%	10,50%	5,00%	7,00%	6,00%	7,50%
Kina	7,60%	2,70%	7,30%	2,40%	7,00%	2,70%

Kilde: Dansk FI

Økonomi

Hvis man betragter nedenstående graf for OECD's ledende indikatorer for G7 økonomierne (de 7 største økonomier i verden), kan man af grafen se, at kurven er fladet ud på det seneste. Dette er den samme observation, som vi gjorde for 3 måneder siden og indikerer, at væksttempoet er gået ud af verdensøkonomien. Det betyder ikke, at der ikke er vækst i verdensøkonomien, men det illustrerer, at væksttempoet ikke længere er tiltagende men i stedet stabilt. OECD's ledende indikatorer har historisk været en meget god indikator for, hvorledes verdensøkonomien har udviklet sig. Pilene i skemaet indikerer, hvornår der er sket et skifte i verdensøkonomien fra enten opgang til tilbagegang eller det modsatte. På nuværende tidspunkt bevæger verdensøkonomien sig fremad i et stabilt tempo, og det er således vigtigt at holde øje med, hvorvidt den næste bevægelse bliver op eller ned. Denne udvikling er nok baggrunden for, at Christine Lagarde fra IMF (Verdensbanken) for nyligt har udtalt, at det økonomiske opsving er væsentligt svagere end forventet for et halvt år siden, samt at det er meget uens nærmest fra land til land, og der er flere forskellige risici forbundet herved.



Overdreven risikotagen – hvad betyder dette i praksis?

Der har løbende gennem det seneste halve års tid været mange forskellige aktører (herunder Fed, OECD, IMF og BIS) ude at advare om, at det lave renteniveau kan føre til en overdreven risikotagen blandt investorerne og dermed skabelse af finansielle bobler. Direktøren for Fed's afdeling i Dallas, Richard Fisher, har bl.a. udtalt, at han har beskæftiget sig med kreditmarkedet siden 1975, og han har aldrig været ude for et kreditmarked, hvor efterspørgslen efter virksomhedsobligationer har været så rødglødende med rekordlave renter og risikospænd! Sådanne udtalelser kan være svære at forholde sig til, men analyserer vi nærmere på virksomhedsobligationsmarkedet, kan vi godt forstå hans udtalelse.

Virksomhedsobligationer opdeles i 2 hovedkategorier efter risikoniveau:

- **Investment Grade** er den halvdel, som har den bedste kreditvurdering og dermed den bedste betalingsevne og laveste sandsynlighed for konkurs.
- **High Yield** er den dårligste halvdel, som tilsvarende har den laveste betalingsevne og højeste sandsynlighed for konkurs. Denne obligationstype kaldes ofte også Junk Bonds.

Inden for begge kategorier inddeles hver kategori i 9 underkategorier. Den bedste kreditrating er den, som den danske stat har, en AAA rating. Når man investerer i virksomhedsobligationer, er det derfor først vigtigt at se på, hvilken hovedkategori obligationen tilhører og dernæst hvilken underkategori den tilhører.

Hvis vi ser på en dansk investeringsforening, som investerer bredt i virksomhedsobligationer af typen Investment Grade, kan vi ud fra informationerne på hjemmesiden finde følgende (vi har valgt at anonymisere investeringsforeningen):

Navn:	Investeringsforeningen Virksomhedsobligationer (Investment Grade)
Korrigeret Varighed:	4,7 år
Effektiv Rente:	1,50%
ÅOP:	1,34%

Når vi ser på ovenstående tal, så betyder disse oplysninger:

- Der placeres i en række virksomhedsobligationer, som hovedsagligt har en Investment Grade kreditrating. Hvis man ser obligationerne efter, er de placeret i den laveste del af Investment Grade skalaen.
- Den korrigerede varighed er på 4,7 år, hvilket kan sammenlignes med, at man køber en inkonverterbar realkreditobligation, der løber 4,7 år. Eks. giver en 2% RD april 2019 en effektiv forrentning på 0,52% p.a.
- Den effektive forrentning er det årlige afkast, som investor kan forvente at få af de underliggende obligationer, før evt. konkurser og omkostninger, hvis disse holdes til udløb. Dette er 1,50% p.a.
- ÅOP er den årlige omkostningsprocent, som det koster investorerne at købe denne afdeling. Det koster således 1,34% årligt for en investor i omkostninger, og dette tal skal fratrækkes den effektive forrentning.
- Så det reelle forventede årlige afkast investor kan forvente at få ved denne investering er 1,50% - 1,34% = 0,16% p.a. før konkurser! Til eksempel giver en almindelig realkreditobligation en effektiv forrentning på 0,52%, og denne har endda en AAA rating.

- Hvis vi ydermere ser på, hvilken risiko der historisk har været i denne investeringsforening, så gav denne afdeling et negativt afkast på hele -21,4% i 2008!

Hvordan kan en rationel investor investere i disse obligationer? Hvorfor har investorerne ikke solgt deres andele i denne investeringsforening? På hjemmesiden er der oplyst, at der er knap 6 mia. kr. investeret i denne investeringsforening. Hvis man skal have svaret på dette spørgsmål, kan man dykke længere ned i prospektet for netop denne investeringsforening (dette er meget lig, hvad andre investeringsforeninger også tilbyder):

- Der betales en tegningsprovision til den finansielle formidler (læs Banken) på 1% ved kundens køb.
- Der betales årligt 0,7% til den finansielle formidler (læs Banken) for at fastholde kunden i denne investeringsforening.

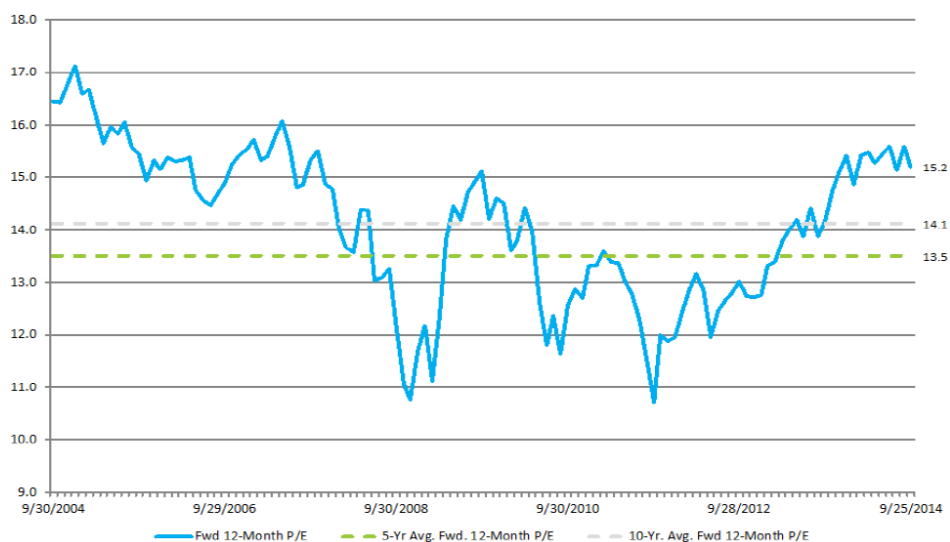
Det betyder, at kan Banken få en investor til at købe denne investeringsforening, kan Banken se frem til at modtage 1,7% i ”kick back” i det første år, samt 0,7% p.a. i hvert af efterfølgende år. Dette uden at Banken løber nogen risiko. Investor/kunden har derimod den fulde risiko og kan i bedste fald se frem til en årlig forrentning på 0,16% p.a. Det er, hvad vi kalder en meget skæv risikofordeling! Og for at gøre slemt endnu værre, så er ovenstående provisionssatser stigende i takt med den underliggende risiko, der er i investeringsforeningerne. Derfor har finansielle formidlere, der modtager ”kick backs”, en økonomisk interesse i både at få kunderne til at påtage sig en højere risiko samt fastholde kunden i højrisiko produkter.

I Dansk FI modtager vi ingen former for ”kick backs”, og vi har som en af de få finansielle aktører en revisorerklæring, der bekræfter dette. Derfor sørger vi naturligvis for, at vores kunder ikke får sådanne produkter med i deres portefølje, og vi har heller ingen interesse i at få kunderne til at løbe en uønsket høj risiko. Desværre er vi en af undtagelserne i branchen, idet de fleste modtager ”kick backs”, hvorfor branchen som helhed har en økonomisk interesse i at få kunderne til at løbe en højere risiko. Denne interessekonflikt er sandsynligvis en stærkt medvirkende årsag til, at der kan opstå denne overdrevne risikotagen, som mange uafhængige organisationer har advaret imod. Sjovt nok er der ikke mange banker, som er kommet med samme budskab!

Når vi er ude at besøge nye potentielle kunder, oplever vi tit den overdrevne risikotagen i praksis. Desværre viser det sig ofte, at den potentielle kunde slet ikke er klar over, hvor risikofyldt den samlede portefølje pludselig er blevet, og for mange investorer vil sandheden desværre nok først gå op for dem den dag, hvor det går galt. Netop dette er nok også frygten hos bl.a. den amerikanske centralbank og IMF, da det kan resultere i en bølge af paniksalg, hvis investorerne bliver utrygge ved deres investeringer.

Aktier

Vi har i de seneste rapporter præsenteret nedenstående figur, der illustrer, hvilket PE niveau (price earning - angiver hvad man 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 få i de kommende 12 måneder. Dette tal benævnes forward 12-måneders PE niveau. Jo lavere dette tal er, desto billigere er aktierne og omvendt.



Kilde Factset.com

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, der ligger over gennemsnittet for de seneste 5-10 år. Det højere værdiansættelse betyder, at der er mindre plads til negative overraskelser. Derfor er det endnu mere vigtigt at være selektiv i sin aktieudvælgelse, hvor vi foretrækker selskaber, der har en god og relativ forudsigelig indtjeningsevne.

Obligationer

Der er nok ingen tvivl om, at det amerikanske renteniveau er på vej op. I Europa er situationen imidlertid en anden, idet en fortsat skuffende økonomisk udvikling vil lægge en dæmper på renteutviklingen. Vi anbefaler, at man investerer i en blanding af korte- og mellemlange obligationer, samt i variable obligationer. Desuden vil det ofte være en fordel at placere den del af pengene kontant, der kan placeres i et pengeinstitut uden risiko, da vi har forhandlet nogle gode rentevilkår til vores kunder. En mindre andel af obligationsinvesteringen kan desuden placeres i Højrentelande i Lokalvaluta, idet afkast/risikomulighederne virker attraktive her.

3. oktober 2014

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.