

Kvartalsrapport

1. kvartal 2015

RESUME

Økonomiske udsigter

Samlet set har verdensøkonomien i 1. kvartal sandsynligvis oplevet et fald i vækstniveauet som følge af en meget lav økonomisk vækst i USA. USA har igen i år været ramt af en hård vinter i årets første måneder, hvilket har påvirket forbrugslysten. En del af tilbagegangen i vækstniveauet skyldes også et fald i investeringerne i oliebranchen og i olierelaterede industrier. Faldet i olieprisen er med til at sikre, et bedre udgangspunkt for den økonomiske vækst i verdensøkonomien i den kommende tid. Den økonomiske vækst i Europa synes på vej frem, samtidig med at den økonomiske vækst synes at stabilisere sig i Kina. Selvom vækstniveauet i verdensøkonomien således sandsynligvis i 1. kvartal 2015 er faldet, er der blevet skabt et godt fundament til et højere vækstniveau i de kommende kvartaler.

ECB's massive opkøbsprogram af obligationer har i løbet af 1. kvartal 2015 svækket euroen med over 13% over for såvel USD som JPY samt flere andre valutaer. Det har samtidig resulteret i et markant rentefald i Europa samt kraftigt stigende aktiekurser. De nævnte effekter vil påvirke den europæiske økonomi i positiv retning og favorisere de europæiske virksomheder. Aktieinvesteringer og andre mere risikofyldte investeringer kan generelt forventes at blive favoriseret, idet rentefaldet er med til at skubbe investorerne i retning af en højere risiko i deres investeringer, da det forventede afkast ved at købe almindelige stats- og realkreditobligationer er faldet. Det investorer imidlertid skal huske er, at andre og mere risikofyldte aktiver, så som aktier og virksomhedsobligationer, har en helt andet risikoprofil end almindelige danske stats- og realkreditobligationer. Og som altid er det vigtigt at se på den samlede risikoprofil i porteføljen, hvis investor overvejer at udskifte danske stats- og realkreditobligationer med en højere aktieandel

Aktiemarkedet

En højere andel af europæiske selskaber kan overvejes, idet selskaberne er blevet mere konkurrencedygtige som følge af den markante svækkelse af euroen. 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.

Obligationsmarkedet

Det markante rentefald på de lange danske stats- og realkreditobligationer gør, at der kan være et betydeligt risikoelement indbygget i disse obligationstyper. Derfor er vi af den holdning, at man som investor skal passe på med at have for mange lange obligationer i porteføljen.



FORMUE- & INVESTERINGSPLEJE A/S
Fondsmæglerselskab

**Hvad betyder ECB's
obligationsopkøb for
investeringsstrategien?
Læs side 10-11**

Udviklingen på de finansielle markeder i 1. kvartal 2015

Udvikling i 1. kvartal 2015					
Aktieindeks	Værdi	Værdi	Ændring i 1.kvt.	Afkast i 1.kvt.	Afkast i 2015
	31.12.14	31.03.15			
OMX CGI	903,58	1.152,30	248,72	27,53%	27,53%
OMXC Cap. GI	986,72	1.195,62	208,90	21,17%	21,17%
MSCI World All Countries	1.592,45	1.845,22	252,77	15,87%	15,87%
MSCI USA*	12.026,92	13.764,74	1737,82	14,45%	14,45%
MSCI Europa*	9.845,76	11.483,23	1637,47	16,63%	16,63%
MSCI Japan*	15.953,20	19.806,31	3853,11	24,15%	24,15%
*opgjort i DKK ex. udbytte					
Renteudvikling i Danmark	Rente	Rente	Ændring i 1.kvt.	Afkast i 1.kvt.	Afkast i 2015
	31.12.14	31.03.15			
Rente på indskudsbeviser	-0,05	-0,75	-0,70	-0,10%	-0,10%
4% STAT 2017	-0,01	-0,40	-0,39	0,95%	0,95%
3% STAT 2021	0,31	0,01	-0,30	1,92%	1,92%
4,5% STAT 2039	1,36	0,60	-0,76	14,70%	14,70%
4% NYK 2044	3,59	3,67	0,08	-1,10%	-1,10%
EFFAS 1-5**				1,07%	1,07%
Valutakurser	Værdi	Værdi	Ændring i 1.kvt.	Afkast i 1.kvt.	Afkast i 2015
	31.12.14	31.03.15			
USD/DKK	6,12	6,94	0,82	13,42%	13,42%
EUR/DKK	7,44	7,47	0,03	0,40%	0,40%
JPY/DKK	0,051	0,058	0,007	13,73%	13,73%

Vi har endnu en gang været vidne til et meget begivenhedsrigt kvartal på de finansielle markeder. Den schweiziske centralbank meddelte medio januar, at den igen ville lade CHF flyde frit i stedet for at fastholde en grænse på 1,20 over for euroen, svarende til omkring 6,20 DKK. Meddelelsen kom for mange aktører som en stor overraskelse, og kursen på CHF steg efterfølgende raketagtigt til over 8 DKK, idet handlen med CHF brød fuldstændig sammen i tiden lige efter meddelelsen. Siden da er CHF kursen faldet lidt mere til ro og handles aktuelt omkring 7,15 - 7,20 DKK, hvilket svarer til en stigning siden meddelelsen på omkring 15%.

Ugen efter var det den europæiske centralbanks (ECB's) tur til at komme med en stor nyhed. Banken meddelte, at den hver måned frem til september 2016 ville opkøbe europæiske investment grade obligationer for i alt 60 mia. DKK. Hovedparten af obligationsopkøbene skal foretages lokalt af de enkelte centralbanker i eurozonen, og obligationerne skal fordeles på de enkelte lande på den måde, som det enkelte land vægter i ECB. Det vil sige, at der skal købes flest tyske statsobligationer. Der bliver dog ikke købt græske statsobligationer via programmet, idet de græske statsobligationer ikke har en tilstrækkelig høj kreditrating. Dermed undgår ECB at skulle købe græske statsobligationer inden Grækenland har gennemført de økonomiske reformer, som såvel eurolandene som IMF har pålagt Grækenland. ECB's opkøbsprogram har haft en stor effekt på de finansielle markeder. Således er euroen i kvartalet blevet svækket med over 13% over for såvel den amerikanske dollar (USD) som den japanske yen (JPY). De lange obligationsrenter er faldet markant. Tilsvarende er aktiekurserne i Europa steget.

Opkøbsprogrammet blev startskuddet til, at der pludselig blev spekuleret i om den danske krone (DKK) nu var ”det nye Schweiz” og om Nationalbanken måtte opgive bindingen til euroen med en større styrkelse af den danske krone som konsekvens. Den danske krone kom under pres, ikke som i 2008, hvor det var et salgspres, men som et købspres, og DKK blev styrket over for euroen. Heldigvis er et købspres ikke alvorligt for et land, der har sin egen valuta, idet Nationalbanken kan vælge at trykke flere penge. Det valgte Nationalbanken at gøre i kombination med, at banken af flere gange nedsatte indskudsbevisrenten til nu -0,75% og for en periode stoppede med udstedelse af statsobligationer. Disse tiltag har helt som forventet haft den ønskede effekt og DKK er nu igen blevet svækket og spekulatøren mod DKK er afblæst. Medens spekulatøren mod DKK stod på, blev der antaget, at det var udenlandske hedgefonde (gearede spekulationsfonde), som var den helt store synder i spekulatøren. Efterfølgende har det vist sig, at de danske pensionskasser har haft en væsentlig rolle i spekulatøren mod kronen, idet pensionskasserne afdækkede deres valutaeksponering i euro til DKK ved at sælge euro og købe DKK. Og det i et sådant omfang, at de danske pensionskasser blev den væsentligste bidragsyder til spekulatøren mod den danske krone!

Det kan umiddelbart virke forrykt, at de danske pensionskasser gik imod den danske stat, men de har givet vis ikke turde løbe risikoen for tab på euroinvesteringer, hvis DKK pludselig blev styrket markant over for euroen. I Dansk FI troede vi ikke på dette scenarie, og valgte at bibeholde vores investeringer i udenlandsk valuta. Forløbet er endnu et eksempel på bivirkningen ved den lave rente. Når renten er lav, fremmer det både gearing og spekulation, hvilket gør det endnu vanskeligere for centralbankerne at styre kapitalbevægelserne på en sådan måde, at de ikke risikerer at påvirke realøkonomien på en u hensigtsmæssig måde. Derfor bliver det særdeles spændende at følge, hvorledes de finansielle markeder reagerer på de første renteforhøjelser i USA, som sandsynligvis kommer i løbet af det næste halve år.

Aktiemarkedet

Som det fremgår af skemaet på den foregående side, har der i 1. kvartal målt i euro og DKK været pæne afkast på de store aktiemarkeder. Således er det amerikanske aktiemarked, målt med MSCI USA, steget med 14,4% i løbet af 1. kvartal 2015, men hovedparten af stigningen skyldes en styrkelse af USD over for DKK med over 13,4%. Når der ses bort fra valutaeffekten, har det amerikanske MSCI USA næsten haft en flad udvikling. MSCI Japan er steget med 24,1%, og her skyldes de 13,7% point styrkelsen af den japanske yen. Det er således den markante euro og DKK svækkelse, der forklarer en væsentlig del af stigningerne i DKK på de aktiemarkeder, som ligger uden for eurozonen.

De europæiske virksomheder har med den store svækkelse af euroen fået et tiltrængt løft i deres konkurrenceevne over for virksomheder uden for Euroland. Derfor har de europæiske aktiemarkeder klaret sig pænt i løbet af kvartalet. Således er MSCI Europa steget med hele 16,6%, og det danske aktieindeks OMXC Cap. GI er steget med hele 21,2%.

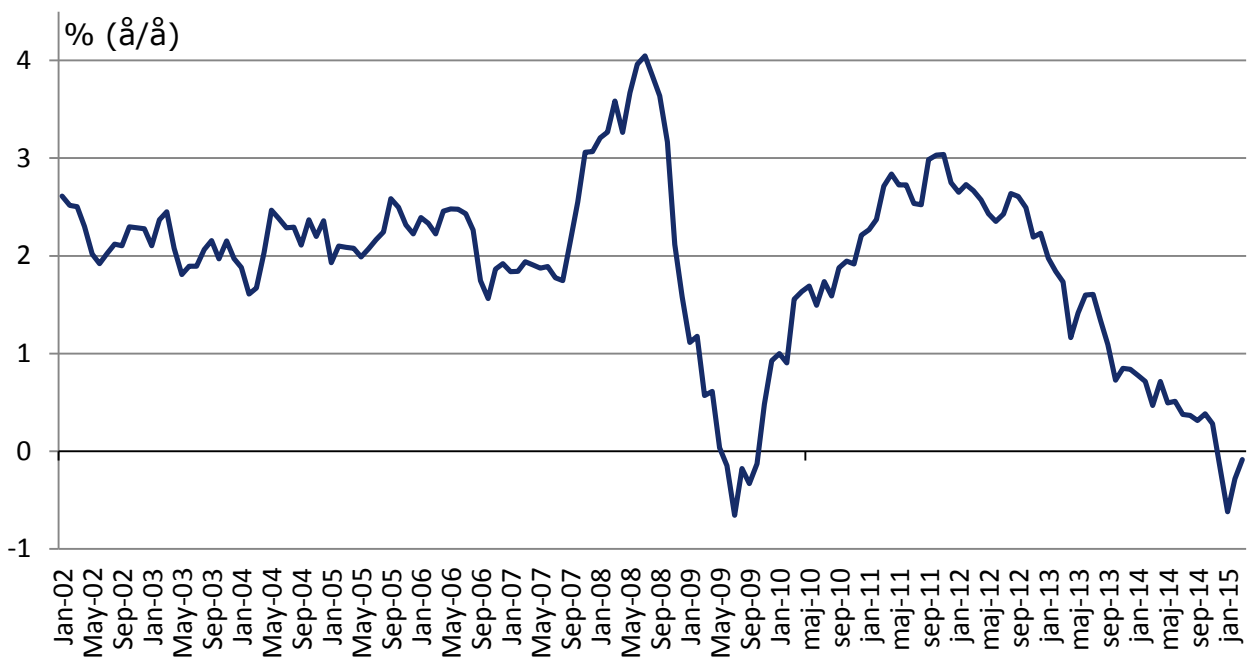
Afkastet på aktiemarkedene i BRIK landene har, jf. skemaet på næste side, i 1. kvartal 2015 været meget uens. Afkastet var lavest i Brasilien med -5,2%, godt trukket ned af en svækkelse af den brasilianske real med 7,3% over for DKK, hvilket skyldes en skuffende økonomisk udvikling. Efter et stort fald på både det russiske aktiemarked og den russiske valuta i 2014, har både den russiske valuta og aktiemarked i starten af 2015 vundet noget af det tabte hjem igen, idet den økonomiske udvikling i Rusland har været bedre end frygtet. Det har målt i DKK resulteret i en stigning på de russiske aktier på over 32%. De indiske aktier er målt i DKK steget knapt 17%, hvilket stort set svarer til kvartalets styrkelse af den indiske valuta over for DKK. De kinesiske aktier er steget med over 31%, hvilket dels skyldes en valutastyrkelse på 13%, dels en forventning om snarlige økonomiske stimulerende tiltag.

Land	Aktieindeks	Afkast i DKK i Q1 2015	Afkast i DKK i 2015
Brasilien	Bovespa	-5,19%	-5,19%
Rusland	Micex	32,38%	32,38%
Indien	Sensex 30	16,94%	16,94%
Kina	Shanghai	31,45%	31,45%

Obligationsmarkedet

ECB's markante obligationsprogram har været en stærk medvirkende årsag til et pænt rentefald på de lange danske statsobligationer, medens Nationalbankens rentenedsættelser for at forsvare den danske krone har bidraget til at de korte danske renter også er faldet pænt i 1. kvartal 2015. Samtidig har investorerne valgt at fokusere på, at inflationen på den korte bane fortsat ikke er et problem, idet inflationen i Euroland i marts 2015 sammenlignet med marts 2014 forventes at have været negativ med -0,1% p.a. Det er stadig effekten af olieprisfaldet, som er en væsentlig bidragsyder til det markante fald i inflationen. Inflationsudviklingen fremgår af skemaet neden for.

Inflationen i Euroområdet



Kilde: Eurostat

Ovenstående udvikling har resulteret i nogle pæne afkast på obligationsmarkedet, hvor det danske benchmarksindeks for statsobligationer med en løbetid på mellem 1 og 5 år, EFFAS 1-5, i 1. kvartal 2015 har realiseret et afkast på lige over 1% p.a., medens den meget lange danske statsobligation, 4,5% STAT 2039, har oplevet et afkast på hele 14,7% p.a.!

Valutamarkedet

Euro og DKK blev i løbet af 1. kvartal 2015 over for såvel USD som JPY svækket med over 13%, og som det fremgår af skemaet nedenfor, har der været en lignende svækkelse over for de fleste af BRIK landenes valutaer med undtagelse af den brasilianske real, som er faldet med over 7%. Når der ses bort fra den brasilianske real, er de fleste valutaer således i løbet af 1. kvartal 2015 blevet styrket med omkring 13 - 15% over for såvel euro som DKK. CHF har med kvartalets stigning på omkring 15% således "blot" fulgt de andre valutaers udvikling over for euroen og DKK.

Land	Valuta	Afkast i DKK i Q1 2015	Afkast i DKK i 2015
Brasilien	BRL	-7,31%	-7,31%
Rusland	RUB	13,69%	13,69%
Indien	INR	15,03%	15,03%
Kina	CNY	13,46%	13,46%

Den økonomiske udvikling i 1. kvartal 2015

Europa

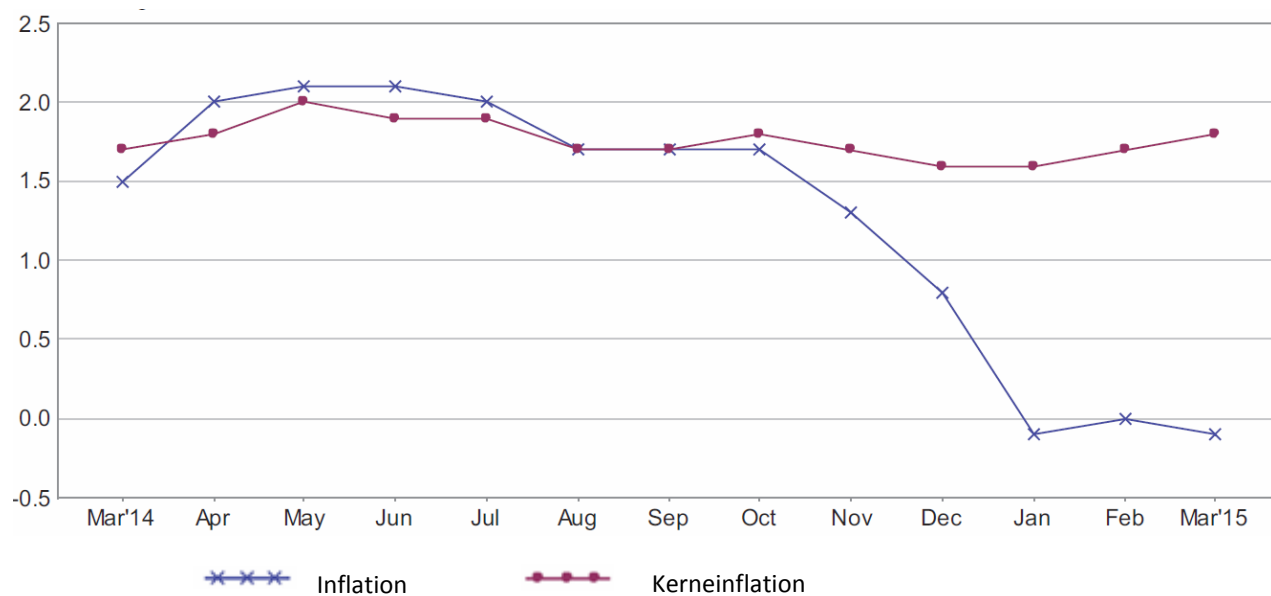
Den europæiske økonomi er i kvartalet begyndt at vokse lidt mere end i tidligere kvartaler. Således var den økonomiske vækst på 0,8% p.a. i 3. kvartal 2014, på 0,9% p.a. i 4. kvartal og forventes i 1. kvartal 2015 at have været på 1,1% p.a. sammenlignet med de samme kvartaler året før. Der er således fortsat tale om en yderst beskedne økonomisk vækst, men effekten af den lave oliepris, den lave rente og den svækkede euro er så småt begyndt at resultere i en fremgang i den europæiske økonomi.

Det europæiske inflationsniveau er faldet til et lavt niveau på -0,1% p.a., og forventes, som følge af faldet i olieprisen, at forblive lav en rum tid endnu.

USA

Væksten i den amerikanske økonomi er på det seneste aftaget. Således blev væksten i 4. kvartal 2014 på 2,2% p.a., hvilket er en anelse lavere end hidtil forventet. 1. kvartal 2015 forventes at vise en beskedne vækst på omkring 0,5% p.a. sammenlignet med samme periode året før. Faldet i væksten kan delvis tilskrives en markant nedgang i investeringsniveauet i olieindustrien og i de olierelaterede industrier som en følge af den lave oliepris. Den lave oliepris skal til gengæld gennem 2015 sikre et stigende privatforbrug, således at den samlede økonomiske effekt af den lave oliepris ender med at give et pænt plus til den amerikanske økonomi. Desuden har den amerikanske økonomi igen i år været påvirket af en hård vinter i årets første måneder, hvilket har påvirket forbrugslysten.

Inflationsniveauet er som følge af den lave oliepris også i USA lavt. Således viser den seneste måling for inflationen for februar 2015 et niveau omkring 0% p.a. Kerneinflationen (inflationen uden fødevarer og energi) viser dog en stigning på 1,7% p.a. Inflationen er således ikke for nærværende et problem, og styrkelsen af USD er med til at holde inflationen nede. Disse faktorer spiller givet vis en vigtig rolle for den amerikanske centralbank, når den skal vurdere, hvornår den første renteforhøjelse i USA skal finde sted. Det er stadig uvist om dette allerede sker på mødet i juni eller om banken venter til efter sommerferien.



Kilde: BLS (Bureau of Labor Statistics)

Japan

Den japanske økonomi viste i 4. kvartal 2014 en fremgang på 2,2% p.a. Fremgangen skyldes en pæn stigning i eksporten, medens privatforbruget endnu engang skuffede med en stigning på blot 0,3% p.a. Den lave oliepris er meget positiv for den japanske økonomi, idet landet importerer hele sit olieforbrug. Det virker understøttende for den japanske økonomi, men den økonomiske vækst forventes i 1. kvartal 2015 sammenlignet med samme periode året før kun at have været på et niveau omkring 1% p.a.

Den japanske inflation er stadig påvirket af momsforhøjelsen fra april 2014. Inflationsniveauet var i februar 2015 sammenlignet med samme måned året før på 2,2%. Når effekten af momsforhøjelsen senere på året falder bort, er der stor risiko for, at inflationen kan falde til under 0% p.a.

BRIK landene

Brasilien

Den brasilianske økonomi oplevede endnu en gang tilbagegang i 4. kvartal 2014, hvor væksten sammenlignet med samme periode året før blev på -0,2% p.a.. Tilbagegangen forventes at være fortsat ind i 1. kvartal 2015, hvor den økonomiske vækst forventes at have været på -0,4% p.a. sammenlignet med samme periode året før. Den brasilianske økonomi har været ramt af mistillid til den siddende regering, hvilket har ført til et pres på den brasilianske real, hvilket igen har fået den brasilianske centralbank til at hæve renten for at holde inflationen nede. Faldende vækst og stigende renter er ikke det, som økonomien har brug for! Inflationen viste i februar 2015 en stigning på 7,7% p.a. sammenlignet med februar 2014, hvilket er over den brasilianske centralbanks mål om at holde inflationen inden for 4,5% p.a. +/- 2.0% point, og fortsætter inflationen med at stige, vil der givet vis komme flere renteforhøjelser.

Der er heldigvis også sket noget positivt i Brasilien. Således har den brasilianske præsident, Dilma Rousseff, været ude at støtte sin finansminister Joaquim Levy i hans forslag til reformer for den brasilianske økonomi. Levy har været stor fortaler for, at der skal skabes bedre balance på de offentlige finanser, hvilket indebærer, at en række tilskudsordninger forsvinder og at skatten sættes op. Det er første gang, at Dilma Rousseff går ud og sætter handling bag sine ord om at forbedre den økonomiske situation i Brasilien. De finansielle markeder har reageret positivt herpå med en styrkelse af den brasilianske real.

Rusland

Den russiske økonomi har klaret sig bedre gennem 2014 end frygtet. Således oplevede den russiske økonomi i 4. kvartal 2014 sammenlignet med 4. kvartal 2013 en vækst på 0,4% p.a. Økonomer havde ventet en negativ vækst på samme niveau. Til trods for den lidt bedre end frygtede udvikling, må russerne sandsynligvis indstille sig på, at den russiske økonomi viser tilbagegang i 1. kvartal 2015, hvor væksten forventes at have været på -1,5% p.a. sammenlignet med samme periode året før. Den lidt bedre end ventede økonomiske udvikling i kombination med en stærkere valuta har medført, at den russiske centralbank er begyndt at sænke renten igen.

Inflationen i Rusland er fortsat på et meget højt niveau, hvor seneste måling for marts 2015 viser et inflation på 16,9% p.a. sammenlignet med marts 2014. Det høje inflationsniveau er godt trukket op af det kraftige fald i rublens værdi, der er sket gennem 2014, samt effekten af de økonomiske sanktioner imod landet. Hvis rublens nedtur er stoppet, er der håb om, at det meget høje inflationsniveau kan falde igen.

Indien

Der er sket en ændring i den måde BNP væksten i Indien måles på. Tidligere tog Indien udgangspunkt i produktionspriserne fra fabrikkerne. Nu måles væksten ud fra markedspriserne. Ændringen i opgørelsesmetoden bevirker umiddelbart, at Indiens BNP vækst i de senere kvartaler bliver opjusteret, hvor f.eks. væksten i juni kvartalet 2014 tidligere var blevet målt til 5,7% p.a. er den samme måling nu på 6,5% p.a. sammenlignet med juni kvartal 2013.

Den økonomiske vækst er med den nye opgørelsesmetode i 4. kvartal 2014 sammenlignet med samme periode året før blevet målt til 7,5% p.a. Vækstniveauet forventes at have været på nogenlunde samme niveau i 1. kvartal 2015.

Inflationen har været svagt stigende, men med et inflationsniveau på 5,4% p.a. for februar 2015, er niveauet stadig et pænt stykke under de 7 - 8% p.a., som den indiske økonomi oplevede gennem hele 2014. Den indiske centralbank har som følge af det lave inflationsniveau kvitteret med en nedsættelse af renten med 0,5% point.

Kina

Den kinesiske vækstmotor er gradvist begyndt at aftage i styrke. Således forventes den kinesiske vækst i 1. kvartal 2015 sammenlignet med samme kvartal 2014 at have været omkring 7,0% p.a. Det niveau vil i givet fald været lidt under de 7,3 - 7,4% p.a., som den kinesiske vækst voksede med i de to sidste kvartaler af 2014. Den kinesiske regering har et mål om at den kinesiske økonomi i 2015 skal vokse med 7,0% p.a., men der er stigende usikkerhed omkring, hvorvidt det er opnåeligt. Kina er begyndt at blive ramt af, at både euroen og den japanske yen i de seneste år er faldet kraftigt i forhold til den kinesiske valuta, hvilket har svækket den kinesiske konkurrenceevne.

Inflationen i Kina er fortsat meget beskeden med en stigningstakt i februar 2015 sammenlignet med samme periode året før på 1,4% p.a. Inflationen er endog trukket op af stigende fødevarerpriser, og når effekten af denne stigning er fortaget, forventes inflationen at falde til under 1% p.a. Derfor har den kinesiske centralbank også rig mulighed for både at nedsætte renten, hvilket den også allerede har gjort i løbet af 1. kvartal 2015. Der er også mulighed for at foretage yderligere tiltag i form af flere rentenedsættelser samt nedbringelse af reservekrav hos bankerne i kombination med andre økonomiske stimuli fra regeringens side, hvilket vil virke understøttende for den kinesiske økonomi, således at den kan opretholde en økonomisk vækst tæt på 7% p.a., som er den kinesiske målsætning.

Samlet omkring den økonomiske udvikling i 1. kvartal 2015

Samlet set har verdensøkonomien i 1. kvartal sandsynligvis oplevet et fald i vækstniveauet som følge af en meget lav økonomisk vækst i USA. En del af tilbagegangen i vækstniveauet her skyldes et fald i investeringerne i oliebranchen og i olierelaterede industrier. Faldet i olieprisen er med til at sikre, et bedre udgangspunkt for den økonomiske vækst i verdensøkonomien i den kommende tid. Den økonomiske vækst i Europa synes på vej frem, samtidig med at den økonomiske vækst synes at stabilisere sig i Kina. Selvom vækstniveauet i verdensøkonomien således sandsynligvis i 1. kvartal 2015 er faldet, er der blevet skabt et godt fundament til et højere vækstniveau i de kommende kvartaler.

Forventninger

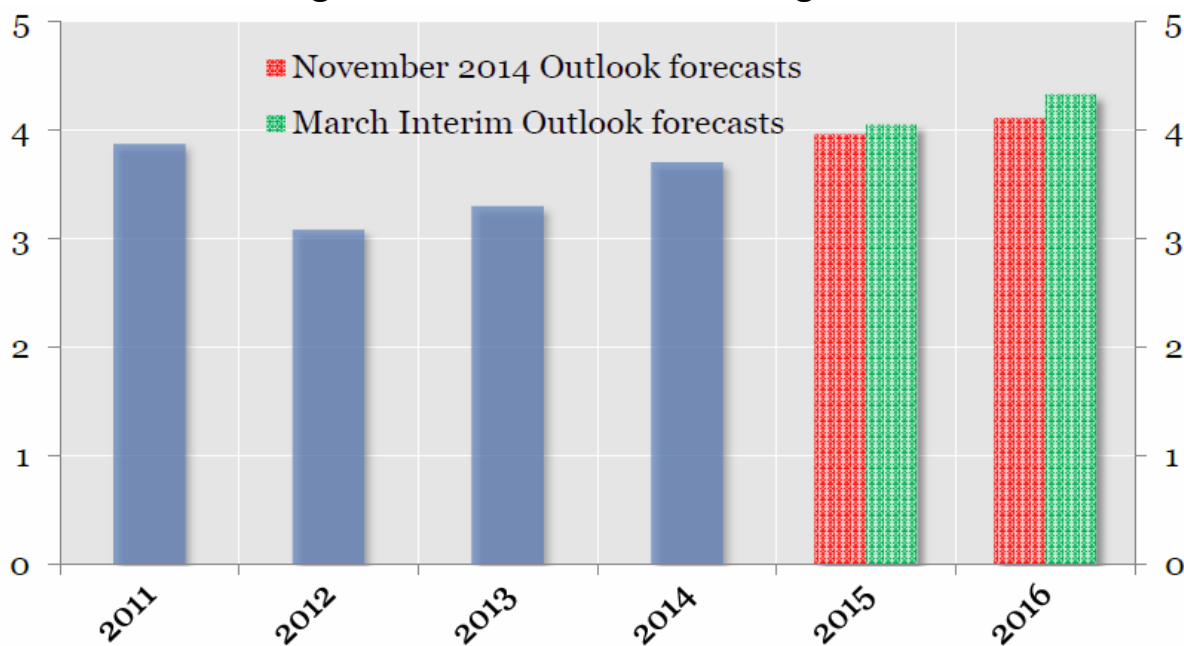
Økonomiske nøgletal						
	2014r		2015e		2016e	
Region	BNP Vækst	Inflation	BNP Vækst	Inflation	BNP Vækst	Inflation
USA	2,40%	1,60%	2,80%	0,40%	2,80%	2,00%
Euroland	0,90%	0,40%	1,80%	0,20%	2,00%	1,50%
Japan	0,00%	2,60%	0,50%	0,50%	0,60%	0,70%
Danmark	1,10%	0,60%	1,50%	0,70%	2,00%	1,70%
Brasilien	0,00%	6,30%	-1,50%	7,50%	1,00%	6,00%
Rusland	0,60%	7,80%	-4,50%	12,00%	1,00%	8,00%
Indien	7,00%	6,70%	7,20%	5,80%	7,50%	6,00%
Kina	7,40%	2,00%	6,80%	1,20%	6,50%	1,60%

Kilde: Dansk FI

Økonomi

Nedenstående graf fra OECD (organisationen for økonomisk samarbejde og udvikling), viser organisationens forventning til den økonomiske vækst i såvel 2015 som 2016, således som organisationen forventede det i deres redegørelse i november 2014 (røde søjle) samt senest i marts 2015 (grønne søjle). Det fremgår af grafen, at OECD har opjusteret den samlede vækst i OECD området med henholdsvis 0,1% point i 2015 og 0,2% point i 2016. Baggrunden for de højere vækstforventninger er i høj grad effekten af den lave oliepris samt det seneste tiltag fra ECB, som har resulteret i et endnu lavere renteniveau i Europa. På den baggrund er det heller ikke overraskende, at vækstudsigter for den europæiske økonomi også er blevet opjusteret til allerede i 2016 at blive på 2,0% p.a.

Årlig vækst i OECD området ifølge OECD



Hvad betyder ECB's obligationsopkøb for investeringsstrategien?

ECB's massive opkøbsprogram af obligationer har i løbet af 1. kvartal 2015 svækket euroen med over 13% over for såvel USD som JPY samt flere andre valutaer. Det har samtidig resulteret i et markant rentefald i Europa. Den umiddelbare økonomiske effekt af disse bevægelser er:

- De europæiske virksomheder bliver mere konkurrencedygtige
- Det er blevet billigere for husejerne at lånefinansiere deres huse, hvilket giver en større disponibel indkomst for husejerne til andet forbrug
- Ovenstående skaber mulighed for en højere europæisk økonomisk vækst
- Svækkelsen af euroen betyder omvendt, at de udenlandske varer bliver dyrere, hvilket påvirker inflationen i opadgående retning
- Investering i obligationer forventes nu at give et endnu lavere afkast, hvilket kan forøge risikovilligheden hos investorerne

Ovenfor nævnte effekter vil påvirke den europæiske økonomi i positiv retning og favorisere de europæiske virksomheder. Aktieinvesteringer og andre mere risikofyldte investeringer kan generelt forventes at blive favoriseret, idet rentefaldet er med til at skubbe investorerne i retning af en højere risiko i deres investeringer, da det forventede afkast ved at købe almindelige stats- og realkreditobligationer er faldet. Det investorer imidlertid skal huske er, at andre og mere risikofyldte aktiver, så som aktier og virksomhedsobligationer, har en helt andet risikoprofil end almindelige danske stats- og realkreditobligationer. Og som altid er det vigtigt at se på den samlede risikoprofil i porteføljen, hvis investor overvejer at udskifte danske stats- og realkreditobligationer med en højere aktieandel.

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 betyder, at de (heller) ikke længere giver den beskyttelse i en langsigtet investeringsportefølje, som de historisk har givet. Tværtimod kan de indeholde en betydelig kursrisiko, hvis inflations- og renteutviklingen pludselig skulle gå i den modsatte retning. Det pudsige er, at den umiddelbare effekt af obligationsopkøbene fra ECB har været et fald i de lange obligationsrenter.

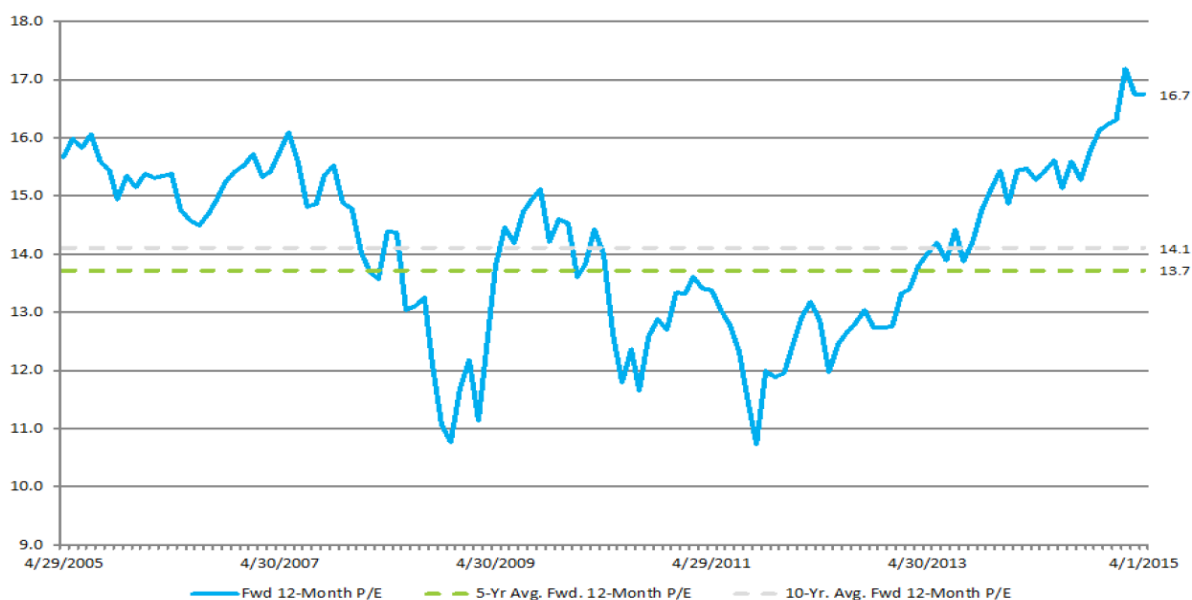
Som beskrevet ovenfor har svækkelsen af euroen skabt basis for et stigende europæisk vækst- og inflationsniveau, hvilket faktisk burde resultere i et stigende renteniveau i de lange renter, forudsat at obligationsopkøbene har den ønskede virkning på realøkonomien! Efter vores vurdering skal investor således passe særligt på med at investere i lange stats- og realkreditobligationer, da de kan indeholde et stort risikoelement, hvis det viser sig, at ECB's obligationsopkøb har den ønskede økonomiske effekt. Men som husejer kan man udnytte dette ved at optage lange fastforrentede lån i sit hus.

Som investor bør man således overveje:

- Har jeg stadig den ønskede risikoprofil i den samlede portefølje?
- En større andel af europæiske aktier i porteføljen.
- Undgå for mange lange obligationer i porteføljen, idet de kan indeholde et stort risikoelement, hvis renteniveauet pludselig skulle stige. Kontanter og korte realkreditobligationer yder pt. et bedre stabiliserende niveau i den samlede portefølje. Omvendt bør husejere overveje at optage lange fastforrentede lån i deres bolig.

Aktier

Figuren neden for 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.



Kilde Factset.com

Den grå vandrette stiplede linje 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. 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. Som tidligere beskrevet kan en højere andel af europæiske selskaber overvejes, idet selskaberne er blevet mere konkurrencedygtige som følge af den markante svækkelse af euroen. 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

Det markante rentefald på de lange danske stats- og realkreditobligationer gør, at der kan være et betydeligt risikoelement indbygget i disse obligationstyper. Derfor er vi af den holdning, at man som investor skal passe på med at have for mange af disse obligationer i porteføljen. Kontantindestående og korte/variable realkreditobligationer vil på nuværende tidspunkt ofte have et bedre beskyttende element i den samlede portefølje end de lange stats- og realkreditobligationer.

Herudover er vi fortsat af den opfattelse, at det er attraktivt at have en vis andel placeret i Højrentelande i lokalvaluta, idet disse vil nyde godt af en fortsat svækkelse af euroen.

12. april 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

