

# Kvartalsrapport

## 4. kvartal 2014

### RESUME

#### Økonomiske udsigter

4. kvartal 2014 har været endnu et kvartal, hvor den økonomiske vækst i verdensøkonomien samlet set er foregået i et behersket tempo. Der er dog de enkelte lande/regioner imellem stadig stor forskel på udviklingen. Den amerikanske økonomi klarer sig endnu en gang flot, og spørgsmålet er nu blot, hvornår den amerikanske centralbank, for at undgå en overophedning af økonomien, begynder at hæve renten. I Europa synes den økonomiske vækst at have stabiliseret sig lige under et niveau på 1% p.a., medens væksten helt er gået ud af den japanske økonomi, der nu igen oplever tilbagegang. I BRIK landene er udviklingen også meget uens. Den russiske økonomi synes at stå over for en meget svær periode, medens såvel den kinesiske som indiske økonomi synes at vokse med nogle acceptable vækstrater. I Brasilien er væksten gået ud af økonomien.

Faldet i olieprisen har en positiv side, idet den virker som en ”skattelettelse” for forbrugerne. Der skal bl.a. bruges færre penge til køb af brændstof og opvarmning. Hvis olieprisen holder sig omkring de 50 USD, kan det ifølge IMF og analysebureauet Capital Economics løfte væksten i verdensøkonomien med omkring 1% point. Den europæiske centralbank mener, at et fald i olieprisen til 40 USD på 2 års sigt kan give et løft i den europæiske økonomi på op til 1,5% point. Dermed kan faldet i olieprisen være med til at give væksten i verdensøkonomien det skub, der gør, at den økonomiske vækst langt om længe kan komme op i et højere gear. For os at se er faldet i olieprisen noget af det mest positive, der i lang tid er sket for verdensøkonomien!

#### Aktiemarkedet

Aktier er siden medio 2014 blevet en del dyrere. Den højere værdiansættelse betyder, at der er mindre plads til negative overraskelser. Det skal investor være opmærksom på. Vi foretrækker selskaber, som har en høj grad af forudsigelighed i deres indtjening. En højere andel af forbrugsrelaterede selskaber kan overvejes, da den lave oliepris virker som en ”skattelettelse”.

#### Obligationsmarkedet

Vi anbefaler primært at placere investeringer i korte- og mellemlange obligationer og/eller kontanter og kun en mindre del i obligationer med lange løbetider. Desuden anbefaler vi at placere en mindre del i Højrentelandeobligationer udstedt i lokalvaluta, som vi anser for at have et attraktivt afkast/risiko forhold.

**Hvad betyder faldet i  
olieprisen for  
investeringsstrategien?  
Læs side 10-11**



## Udviklingen på de finansielle markeder i 4. kvartal 2014

Udvikling i 4. kvartal 2014					
Aktieindeks	Værdi	Værdi	Ændring i 4.kvt.	Afkast i 4.kvt.	Afkast i 2014
	30.09.14	31.12.14			
OMX CGI	924,96	903,58	-21,38	-2,31%	19,77%
OMXC Cap.	975,39	986,72	11,33	1,16%	17,22%
MSCI World All Countries	1.518,12	1.592,45	74,33	4,90%	19,07%
MSCI USA*	11.145,68	12.026,92	881,24	7,91%	25,65%
MSCI Europa*	9.971,70	9.845,76	-125,94	-1,26%	3,40%
MSCI Japan*	15.818,17	15.953,20	135,03	0,85%	6,68%
*opgjort i DKK ex. udbytte					
Renteudvikling i Danmark	Rente	Rente	Ændring i 4.kvt.	Afkast i 4.kvt.	Afkast i 2014
	30.09.14	31.12.14			
Rente på indskudsbeviser	-0,05	-0,05	0,00	-0,02%	-0,02%
4% STAT 2015	-0,06	0,09	0,15	-0,14%	0,21%
4% STAT 2017	0,00	-0,01	-0,01	0,04%	2,16%
4,5% STAT 2039	1,86	1,36	-0,50	9,30%	28,13%
4% NYK 2044	3,65	3,59	-0,06	0,13%	3,68%
EFFAS 1-5**				0,09%	1,02%
Valutakurser	Værdi	Værdi	Ændring i 4.kvt.	Afkast i 4.kvt.	Afkast i 2014
	30.09.14	31.12.14			
USD/DKK	5,92	6,12	0,20	3,49%	13,15%
EUR/DKK	7,44	7,44	0,00	0,00%	-0,27%
JPY/DKK	0,054	0,051	-0,003	-5,56%	0,00%

### Aktiemarkedet

Det har været et begivenhedsrigt kvartal på de finansielle markeder. Kvartalet startede med, at de fleste aktiemarkeder faldt kraftigt. Ifølge flere medier som følge af, at nogle hedge fonde (fonde som ofte er kraftigt gearede og investerer kortsigtet i flere aktiver) solgte ud af deres værdipapirbeholdninger, idet de havde store tab på deres olieinvesteringer. Kursfaldene stod på i ca. 14 dage, hvorefter de fleste af aktiemarkedene gennem den resterende del af 4. kvartal rettede sig igen. Imidlertid har lande og selskaber, som har en væsentlig del af deres indtægter afhængig af olieprisen haft et svært 4. kvartal, idet olieprisen gennem hele kvartalet er fortsat med at falde. Det russiske aktiemarked er i kvartalet faldet med hele 30,4%, målt i DKK, og herhjemme har det ført til, at OW Bunker er gået konkurs. Til orientering har vi i Dansk FI ikke haft vore kunders penge investeret i OW Bunker.

Som det ses af afkastene for 4. kvartal 2014 og for hele 2014 (skemaet oven for og skemaet på næste side), har der været meget store forskelle mellem afkastene i danske kroner. I 4. kvartal 2014 spænder afkastet fra et negativt afkast på -30,4% på det russiske aktiemarked til et positivt afkast på over 40% på det kinesiske aktieindeks Shanghai. På de mere etablerede aktiemarkeder har såvel det danske OMXCGI indeks som det europæiske MSCI Europa indeks i kvartalet givet et negativt afkast, medens det amerikanske MSCI USA indeks har givet et positivt afkast på knap 8%, målt i DKK. Også for hele 2014, er der meget store afkastforskelle, målt i danske kroner. Bedst er det gået for de kinesiske aktier

med en stigning på næsten 70%, medens det russiske aktieindeks er faldet med over 40%. I Europa er MSCI Europa er steget med knap 4%. Det danske aktieindeks OMXC Cap. er steget med omkring 17%. Også på enkelt aktieniveau er der i 2014 meget stor spredning på afkastene. Eksempelvis har Coloplast givet et afkast på knap 48%, medens Carlsberg B aktien har givet et negativt afkast på næsten -19%. 2014 har således været et år, hvor der både har været mange muligheder, men også mange faldgrupper.

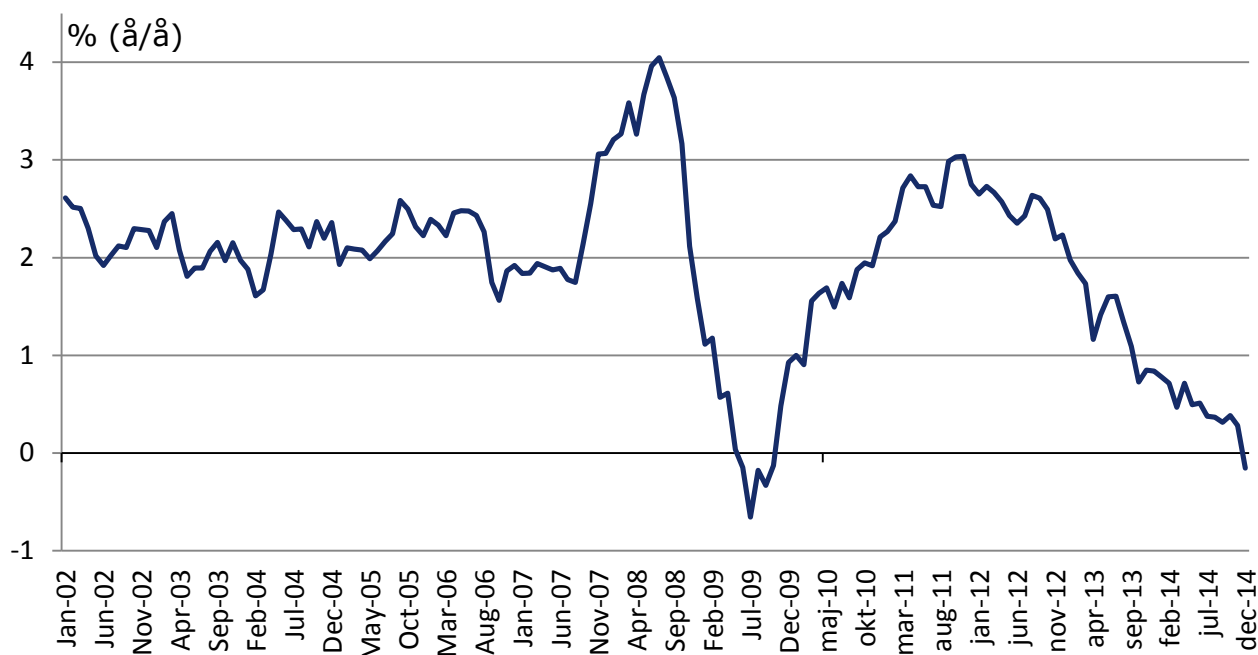
Land	Aktieindeks	Afkast i DKK i Q4 2014	Afkast i DKK i 2014
Brasilien	Bovespa	-11,79%	-3,38%
Rusland	Micex	-30,40%	-40,87%
Indien	Sensex 30	4,24%	43,25%
Kina	Shanghai	40,18%	68,98%

## Obligationsmarkedet

I takt med faldet i olieprisen er inflationsforventningerne blevet nedjusteret. De fleste markedsdeltagere regner nu med, at den europæiske centralbank (ECB) inden længe vil annoncere massive opkøb af europæiske stats- og realkreditlignende obligationer. Denne forventning har været medvirkende til, at renten på den lange danske statsobligation, 4,5% STAT 2039 i 4. kvartal er faldet med hele 0,50% point. Den effektive rente var den 30.12.2014 nede på blot 1,36%, hvilket betyder, at en investor, som købte denne obligation, kan se frem til blot at få et gennemsnitligt årligt afkast på 1,36% p.a. frem til udløb i år 2039. Det er om 24 år og afkastet er endda før skat! Hvis investor betaler 50% i skat af sin indtægt, er den effektive forrentning efter skat på blot 0,68% p.a.. Det levner ikke, hvis investor skal kunne bevare købekraften af investeringen i de næste 24 år, megen plads til inflation! En medvirkende årsag til faldet i den lange danske statsrente har også været udskrivelsen af valget i Grækenland til afholdelse i januar 2015, hvilket har skabt en frygt for, om Grækenland kan være på vej til at forlade euroen? Denne frygt har fået investorerne til at søge ly i danske og tyske statsobligationer, hvilket har forstærket rentefaldet på de lange danske statsobligationer.

Som det ses af grafen på side 3 for inflationen i euroområdet, er den nu negativ, idet seneste inflationsmåling for december 2014 sammenlignet med samme periode året før viser en inflation på -0,2% p.a. Kerneinflationen, det vil sige inflationen uden fødevarer og energi, var knap så lav, men viste i december 2014, sammenlignet med samme periode året før, en stigning på 0,8% p.a. Begge tal er dog langt fra det niveau lige under 2,0% p.a., som er ECB's målsætning og med en oliepris som i skrivende stund i andet halvår er faldet omkring 50%, målt i USD, og 40% målt i euro og danske kroner, er der i den nærmeste fremtid udsigt til yderligere fald i inflationsniveauet. MEN faldet i inflationen kan vise sig at blive kortvarigt, idet faldet i olieprisen fungerer som en skattelettelse for forbrugerne, idet de skal bruge en mindre del af den disponible indkomst til køb af benzin/diesel og opvarmning af bolig. Det kan i kombination med den kraftige svækkelse af euroen virke som en kickstart af både den europæiske økonomiske vækst og inflationen på lidt længere sigt! Det er der ikke mange investorer, der i øjeblikket har fokus på.

## Inflationen i Euroområdet



Kilde: Eurostat

## Valutamarkedet

Udsigten til at den amerikanske centralbank (Fed) formodentlig snart varsler den første renteforhøjelse, i kombination med stigende forventninger til at ECB vil begynde et massivt opkøbsprogram af europæiske obligationer, har været en stærk medvirkende årsag til, at den amerikanske dollar over for såvel euro som danske kroner i kvartalet er blevet yderligere styrket med omkring 3,5%. Som det fremgår af nedenstående skema, har der været et kraftigt pres på den russiske rubel, som målt i danske kroner er faldet med næsten 30%. Salg af olie er en meget vigtig indtægtskilde for den russiske økonomi, og med en oliepris som i andet halvår er halveret målt i USD, er de økonomiske udsigter for Rusland blevet markant forværret. Derfor kommer den kraftige svækkelse af rublen ikke som den store overraskelse.

Land	Valuta	Afkast i DKK i Q4 2014	Afkast i DKK i 2014
Brasilien	BRL	-3,98%	-0,48%
Rusland	RUB	-29,40%	-36,32%
Indien	INR	0,94%	10,29%
Kina	CNY	2,79%	10,11%

## Den økonomiske udvikling i 4. kvartal 2014

### **Europa**

Den europæiske økonomi er i 2. halvdel af 2014 fortsat med at vokse i et meget beskedent tempo. Således blev den økonomiske vækst i eurozonen i 3. kvartal 2014 sammenlignet med 3. kvartal 2013 på 0,8% p.a., og væksten forventes at have været på nogenlunde samme niveau i 4. kvartal. Det er nogenlunde det samme væksttempo, som eurozonen har oplevet i hele 2014. Dermed snegler den europæiske økonomi sig fortsat fremad i et tempo, som kun lige er lidt over nulpunktet.

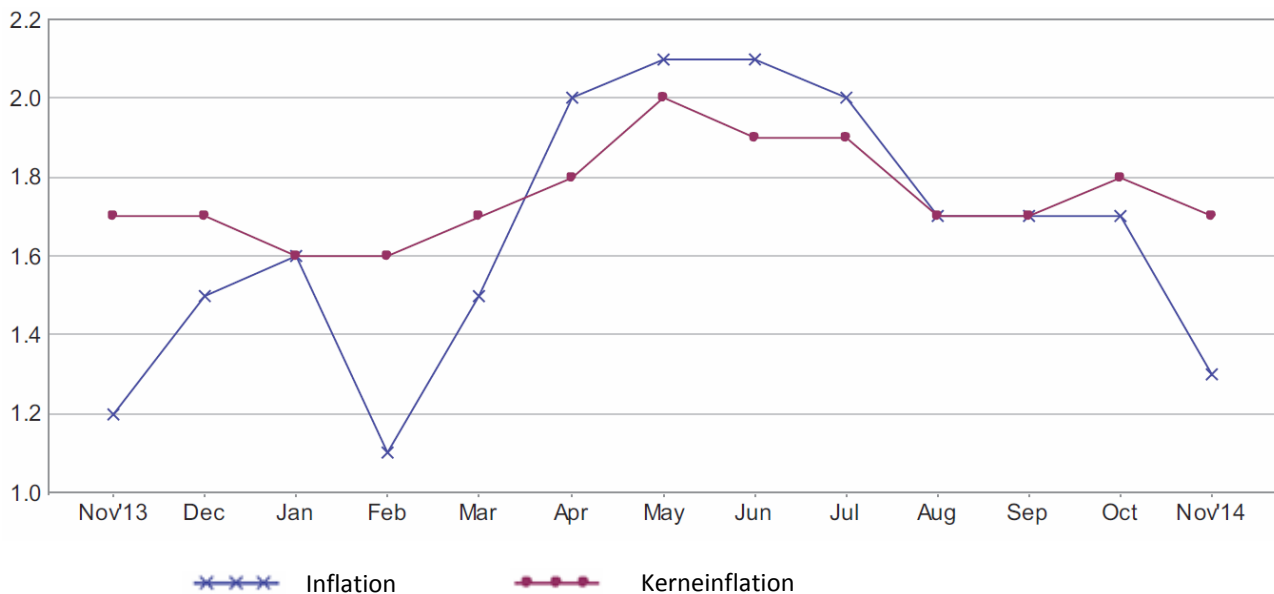
Den fortsatte beskedne økonomiske vækst i eurozonen har ført til, at ECB i december 2014 nedjusterede vækstforventningerne til den økonomiske vækst i 2015 fra 1,6% p.a. til nu blot 1,0% p.a., hvilket stort set svarer til, at det nuværende lave væksttempo også vil fortsætte i hele 2015. Det niveau virker umiddelbart meget lavt, idet det store fald i olieprisen og svækkelsen af euroen burde virke mere vækstfremmende for eurozonen end de beskedne forventninger, som ECB har præsenteret.

Som tidligere beskrevet er det europæiske inflationsniveau faldet til et meget uønsket lavt niveau på -0,2% p.a., og på kort sigt forventes inflationen, som følge af faldet i olieprisen, at falde yderligere. Vi er dog ikke så bekymret for det kommende fald i inflationen, idet det vil give forbrugerne mulighed for at bruge mere på andre varer end brændstof til bilen og opvarmning af boligen, hvilket i kombination med den markante svækkelse af euroen på sigt bør føre til en stigning i det europæiske inflationsniveau.

### **USA**

Den amerikanske økonomi har i kvartalet udviklet sig særdeles gunstigt. Seneste er den økonomiske vækst i 3. kvartal 2014 sammenlignet med 3. kvartal 2013 blevet opjusteret fra en vækst på 3,9% p.a. til 5,0% p.a. Det er den største kvartalsvise fremgang i amerikansk økonomi siden 3. kvartal 2003! Det var i høj grad privatforbruget, som overraskede positivt. Det lover også godt for den økonomiske vækst i 4. kvartal 2014 og fremefter, idet en lavere oliepris bør give de private forbrugere endnu større købekraft. Hertil kommer at en lavere arbejdsløshed giver amerikanerne større tro på fremtiden. Derfor forventes det, at den amerikanske økonomi sammenlignet med samme periode året før er vokset med omkring 3,5% i 4. kvartal 2014.

Inflationsniveauet har også været faldende i USA, idet seneste måling for november 2014 sammenlignet med samme periode året før viser en inflationsstigning på 1,3% p.a. Kerneinflationen har været mere stabil, idet den i samme periode var på 1,7% p.a. Den faldende oliepris vil givet vis presse inflationen længere ned, hvilket styrkelsen af den amerikanske dollar over for de fleste andre valutaer også bør medvirke til, men omvendt vil den faldende oliepris give endnu en markant forbrugsmulighed for amerikanerne samtidig med, at lønningerne generelt er stigende igen. Det kan samlet set føre til, at inflationsfaldet kun bliver kortvarigt og bliver afløst af en pæn inflationsstigning igen, når vi kommer længere ind i 2015. Det ved den amerikanske centralbank, hvorfor den givet vis vil holde et meget vågent øje med, om arbejdsløsheden falder yderligere og om lønstigningerne i den nærmeste fremtid synes at tiltage. Disse 2 faktorer bliver sandsynligvis afgørende for, hvornår den amerikanske centralbank hæver renten. På nuværende tidspunkt er forventningen på de finansielle markeder, at dette først sker tidligst medio 2015, men vi ser en risiko for, at det kan ske tidligere end ventet, idet den amerikanske økonomi i øjeblikket forekommer meget stærk!



Kilde: BLS (Bureau of Labor Statistics)

## Japan

Der har i de seneste kvartaler ikke været meget at råbe hurra for i den japanske økonomi. Således var den økonomiske vækst sammenlignet med de samme kvartaler året før på -1,7% p.a. i 2. kvartal 2014 og -1,9% p.a. i 3. kvartal og der forventes også at have været tilbagegang i 4. kvartal.

Den japanske premierminister, Shinzo Abe, udskrev og vandt valget i 4. kvartal. Abe ønskede befolkningens opbakning til at fortsætte sin økonomiske politik, som er blevet døbt Abenomics. Hans politik har indeholdt et massivt opkøbsprogram af japanske statsobligationer. Samtidig med dette har bl.a. den statslige japanske pensionsfond GPIF, som er verdens største pensionsfond, meddelt, at den vil reducere dens beholdning af japanske statsobligationer fra 60% til 35% og i stedet foretage opkøb af aktier. Det har ikke overraskende ført til en markant svækkelse af den japanske yen og en kraftig stigning i de japanske aktier.

For at finansiere Abenomics er den japanske moms i april 2014 blevet hævet fra 5% til 8%, og det var planen at momsen i 2015 skulle hæves yderligere til 10%, men denne forhøjelse er (heldigvis) indtil videre udskudt til april 2017. Momsforhøjelsen har umiddelbart bevirket en stigning i den japanske inflation, men inflationen var i november 2014 sammenlignet med samme periode året før på blot 2,4% p.a. Renses der for effekten af momsforhøjelsen på 3%, er der således tale om at den japanske økonomi igen oplever deflation.

For os er det umiddelbart svært at se logikken i den førte politik. Japans store problem er, at japanerne sparer for meget op og forbruger for lidt, hvilket er en stærk medvirkende årsag til de deflationære tendenser, der har været i den japanske økonomi. Privatforbruget tegner sig for omkring 60% af den japanske økonomi, hvorfor et stigende privatforbrug er vigtigt for landet. Der skal derfor laves tiltag som favoriserer forbrug og mindsker lysten til at spare op. Abenomics indeholder imidlertid massive opkøb af japanske værdipapirer, hvilket favoriserer opsparing, og til at finansiere dette hæves momsen, hvilket begrænser lysten til at forbruge. Efter vores vurdering har Abenomics således givet større lyst til opsparing, mindre lyst til forbrug og en forbedret konkurrenceevne for de japanske selskaber.

## **BRIK landene**

### *Brasilien*

Den brasilianske økonomi har i 2014 skuffet markant. Således oplevede den brasilianske økonomi i 3. kvartal 2014 sammenlignet med 3. kvartal 2013 en negativ vækst på -0,2% p.a. og forventes også at have oplevet en negativ vækst i 4. kvartal.

Der har i kvartalet været afholdt præsidentvalg, og den siddende præsident Dilma blev genvalgt med et meget spinkelt flertal. Det var ikke, hvad de finansielle markeder havde håbet, idet Dilma, trods løfter om det modsatte, i den forgangne præsidentperiode har forsømt at reformere den brasilianske økonomi. Det snævre flertal giver dog en vis forhåbning om, at hun nu vil tage arbejdstøjet på og foretage de fornødne tiltag, således at den brasilianske økonomi kan blive mere konkurrencedygtig og få styr på inflationen.

Inflationen har i kvartalet været et problem, idet den seneste inflationsmåling for december 2014 sammenlignet med samme periode året før viste en stigning på 6,4% p.a. 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, hvilket har afstedkommet 2 renteforhøjelser på i alt 0,75% point, således at den ledende rente, Selic renten, nu er på 11,75%. Stigende renter har den brasilianske økonomi absolut ikke brug for, idet den er i recession. Økonomien har brug for det modsatte!

### *Rusland*

2014 har været et annus horribilis for den russiske økonomi. Ikke nok med at vestens sanktioner har gjort ondt på den russiske økonomi, men hvad værre er, så er Ruslands vigtigste indtægtskilde, salg af olie, blevet kraftigt forringet, efter at olieprisen er halveret, målt i USD. Det har kastet Rusland ud i en stor økonomisk krise. Som tidligere omtalt er den russiske rubel i 2014 blevet svækket med over 40% i forhold til den danske krone. Den kraftige svækkelse af rublen har fået inflationen til at stige voldsomt. Den er ifølge de russiske myndigheder ved udgangen af 2014 på 11,4% p.a. I takt med at rublen blev svækket, har den russiske centralbank forsøgt at stabilisere faldet ved at hæve renten. Renten blev senest den 15. december hævet med 6,5% point til 17,0%, hvilket er 11,5% point højere end før Rusland-Ukraine konflikten for alvor startede i februar 2014.

Den økonomiske vækst har holdt sig forbavsende stærk i 3. kvartal 2014, hvor væksten sammenlignet med samme periode året før var positiv med 0,7% p.a. Den lave oliepris og det markante fald i rublens værdi har sandsynligvis bevirket, at den russiske økonomi i 4. kvartal har oplevet en negativ vækst. Men den russiske økonomi vil sandsynligvis opleve et meget kraftigt dyk i 2015. Den russiske centralbank har oplyst, at den i 2015 med en oliepris på 60 USD forventer en negativ økonomisk vækst på -4,5% p.a. I skrivende stund er olieprisen omkring 50 USD. Udsigterne for den russiske økonomi synes derfor meget dystre.

### *Indien*

Den har været lidt mindre gang i den økonomiske vækst i Indien i 3. kvartal 2014, hvor den økonomiske fremgang sammenlignet med samme periode året før blev på 5,3% p.a. Det er lidt under de 5,7% p.a., der blev realiseret i 2. kvartal 2014. Den økonomiske vækst forventes i 4. kvartal at have været i et niveau omkring 5,5% p.a.

Inflationen er i 2014 faldet mærkbart. Således viser den seneste måling for inflationen for november 2014 sammenlignet med samme periode året før en inflation på blot 4,3% p.a. Til sammenligning kan nævnes, at inflationen for blot 1 år siden lå på omkring 10% p.a.

### *Kina*

Der har været en relativ stabil udvikling i den kinesiske økonomiske vækst igennem hele 2014. Således blev den økonomiske vækst i 3. kvartal 2014 sammenlignet med samme kvartal 2013 på 7,3% p.a. Det er kun marginalt lavere end i de forgangne kvartaler, og den økonomiske vækst forventes i 4. kvartal at have været på samme niveau.

Deflation er ved at blive et tema i Kina, idet inflationen i november sammenlignet med samme periode sidste år var på blot 1,4% p.a. I takt med at såvel den økonomiske vækst som inflationen aftager, er den kinesiske centralbank begyndt at føre en mere lempelig pengepolitik. Hvis inflationen fortsætter sit fald, samtidig med at væksttempoet aftager, kan det ikke udelukkes, at der kommer tiltag, der i 2015 skal svækkes landets valuta. Den kinesiske valuta, renbien, er i 2014 over for såvel euro som danske kroner blevet styrket med ca. 10%. Det har forringet konkurrenceevnen over for Europa.

### **Samlet omkring den økonomiske udvikling i 4. kvartal 2014**

4. kvartal 2014 har været endnu et kvartal, hvor den økonomiske vækst i verdensøkonomien samlet set er foregået i et behersket tempo. Men der er de enkelte lande/regioner imellem stadig stor forskel på udviklingen. Den amerikanske økonomi klarer sig endnu en gang flot, og spørgsmålet er nu blot, hvornår den amerikanske centralbank, for at undgå en overophedning i økonomien, begynder at hæve renten. I Europa synes den økonomiske vækst have stabiliseret på et niveau lige under 1% p.a., medens den japanske økonomi igen oplever tilbagegang. I BRIK landene er udviklingen også meget uens. Den russiske økonomi synes at stå over for en meget svær periode med større tilbagegang, medens såvel den kinesiske som den indiske økonomi synes at vokse med nogle acceptable vækstrater. I Brasilien er væksten fortsat negativ, og man skal sætte sin lid til, at præsident Dilma har forstået situationens alvor og får gennemført de økonomiske reformer, der igen kan få landet på økonomisk fode.



## Forventninger

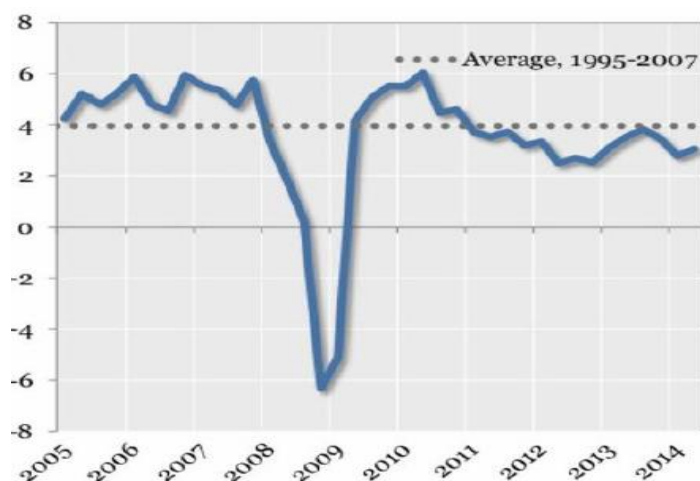
Økonomiske nøgletal						
	2013r		2014e		2015e	
Region	BNP Vækst	Inflation	BNP Vækst	Inflation	BNP Vækst	Inflation
USA	1,90%	1,50%	2,40%	1,40%	3,00%	1,40%
Euroland	-0,40%	1,40%	0,80%	0,30%	1,50%	0,10%
Japan	1,50%	0,10%	0,20%	2,60%	0,60%	0,20%
Danmark	0,30%	0,80%	0,80%	0,50%	1,20%	0,50%
Brasilien	2,40%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

Kilde: Dansk FI

### Økonomi

Det fremgår af nedenstående graf fra IMF (Den Internationale Valutafond) omkring udviklingen i verdensøkonomien, at den økonomiske vækst i de senere år har ligget under de 4% p.a., som var gennemsnittet for væksten i verdensøkonomien i perioden 1995 til 2007. IMF forventer en vis fremgang i såvel 2015 som 2016, men vækstniveauet forventes stadig at være under de 4% p.a. Der er ifølge IMF ikke i det kommende år umiddelbart tegn på noget boom i den økonomiske vækst i verdensøkonomien. Prognosen er lavet i november 2014, hvor olieprisen allerede var faldet en del, men olieprisen har fortsat sit dyk, og vi vil nærmere vurdere konsekvensen af det markante fald i olieprisen siden i sommers.

### Årlig vækst i verdensøkonomien ifølge IMF



## Hvad betyder faldet i olieprisen for verdensøkonomien og investeringsstrategien?

Den mørkeblå linje på grafen nedenfor viser udviklingen i WTI (olieprisen udtrykt ved prisen på den amerikanske olie West Texas Intermediate) på den venstre skala. Den lyseblå linje er antallet af lange positioner i oliemarkedet, dvs. investorer som har spekuleret i en stigende oliepris, og dette antal kan aflæses på den højre skala. Det fremgår af grafen, at antallet af lange positioner i årene 2004-2010 har svinget mellem svagt i negativ og op til positiv med 100. Men siden 2010 har antallet af positive positioner været stigende, og særligt fra medio 2012 steg antallet af lange positioner i oliemarkedet markant frem til sommeren 2014.

### Spekulative oliepositioner



Kilde: BankInvest

Udbuddet af olie er faktisk i de senere år steget, som følge af amerikanernes produktion af skiferolie, og USA er nu den næststørste producent af olie. Denne produktionsstigning er ikke nogen overraskelse, men har været ventet længe. På efterspørgselsiden har verdensøkonomien dels kørt i et lavt gear, dels er andelen af vedvarende energi som sol og vind steget pænt i kombination med, at bilfabrikkerne har produceret mere effektive biler, og forbrugerne har efterspurgt mindre biler, som kører længere på en liter benzin. Efterspørgslen efter olie har derfor været faldende. Det burde føre til et fald i olieprisen. Men som det fremgår af grafen oven for, er dette ikke sket før i sommeren 2014. En del af svaret på det manglende prisfald skyldes sandsynligvis, at der har været mange investorer, som har investeret i, at olieprisen skulle stige, hvilket har skabt "en falsk" efterspørgsel efter olie. Dermed er olieprisen blevet holdt kunstigt oppe. Som det fremgår af grafen, er investorerne nu ved at nedbringe deres spekulative positioner i oliemarkedet, hvilket har været en stærk medvirkende årsag til, at olieprisen er faldet så kraftigt og hurtigt. Olieprisen er sandsynligvis nu ved at finde et mere normalt ligevægtsniveau, hvor det i højere grad er forbrugernes efterspørgsel efter olie og de olieproducerende landes olieproduktion, der afgør, hvor ligevægtsniveauet for olieprisen skal ligge, og ikke finansielle investorers spekulative investeringer i oliemarkedet.

Vi har i tidligere Kvartalsrapporter påpeget, at den meget ekspansive pengepolitik fra centralbankernes side også kan have nogle uheldige økonomiske bivirkninger. Det er således meget tænkeligt, at de meget

store finansielle investeringer i oliemarkedet er en sådan bivirkning, idet investorerne er søgt over i oliemarkedet i et forsøg på at skabe et større afkast end det, som traditionelle obligationer kan forventes at give. Vi har også set, at mange andre aktiver siden medio 2012 er blevet en del højere prisfastsat. Prisudviklingen på olie er for os en klar indikation på, at selvom investorer løber en højere risiko, er det ingen garanti for, at de også opnår et højere afkast. Investor skal som altid forholde sig til den samlede risiko i sin portefølje, er den som ønsket? i stedet for at fokusere på, at almindelige obligationer og kontanter kun kan forventes at give et meget beskedent afkast.

Faldet i olieprisen er selvfølgelig dårligt nyt for de selskaber og lande, som har store indtægter, der er baseret på salg af olie. Som tidligere beskrevet er de økonomiske udsigter for Rusland ikke lyse, men mange af de nyetablerede olieselskaber i USA, der er begyndt at producere skiferolie, vil uden tvivl også få indtjeningsudfordringer, hvis olieprisen forbliver lav i længere tid, hvilket absolut er tænkeligt.

Men faldet i olieprisen har også en positiv side, idet det virker som en ”skattelettelse” for forbrugerne, idet de skal bruge færre penge til køb af brændstof og opvarmning af boligen. Hvis olieprisen holder sig omkring de 50 USD, kan det ifølge IMF og analysebureauet Capital Economics løfte væksten i verdensøkonomien med omkring 1% point. Ifølge den europæiske centralbank kan et fald i olieprisen til 40 USD på 2 års sigt give et løft i den europæiske økonomi på op til 1,5% point. Faldet i olieprisen kan således være med til at give væksten i verdensøkonomien det skub, der gør, at den økonomiske vækst langt om længe kan komme op i et højere gear. For os at se er faldet i olieprisen noget af det mest positive, der er i lang tid er sket for verdensøkonomien!

På den helt korte bane, vil faldet i olieprisen medføre, at inflationen i den vestlige verden dykker. Men det skal investor ikke frygte, idet det faktisk kan medføre, at inflationen vil komme tilbage med fornyet styrke, når olieprisen igen stabiliserer sig. Prisfaldet på olie vil give større mulighed for øget forbrug af andre varer, hvilket kan påvirke både den økonomiske vækst og inflation på andre varer positivt. Men det kan også betyde, at vi skal til at indstille os på, at renteniveauet inden for en overskuelig fremtid måske igen kan være på vej op, hvis faldet i olieprisen giver det ventede løft i den økonomiske aktivitet og en stigende inflation på sigt. Et stigende renteniveau er ikke lige det, som investorerne regner for særligt sandsynlig på nuværende tidspunkt!

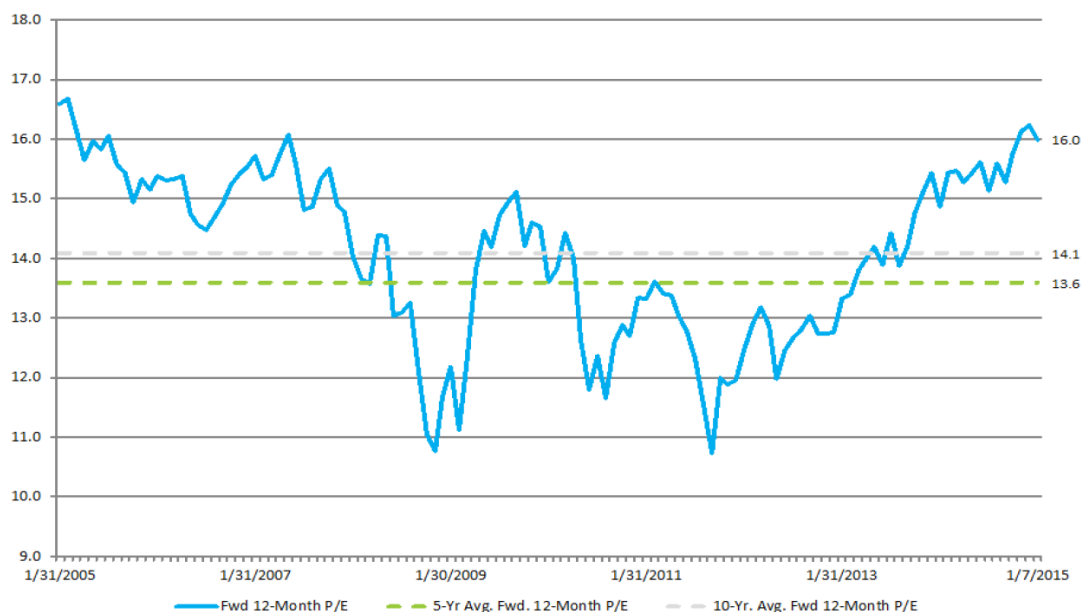
Det er vores vurdering, at investorer, som følge af faldet i olieprisen, bør:

- Overveje en større andel af forbrugsrelaterede aktier i porteføljen.
- Undgå investeringer i lande/selskaber, som er meget afhængig af en høj oliepris, eksempelvis Rusland og amerikanske skiferolieselskaber.
- Være varsom med at have for mange rentefølsomme selskaber og lange obligationer i porteføljen.

Og så er det meget vigtigt, at investorer hele tiden har fokus på, at den samlede risiko på investeringerne er som ønsket, idet prisfastsættelsen på mange aktiver er høj, hvilket gør, at der kan forventes forholdsvis store kursudsving, hvis der sker noget uventet i 2015.

## **Aktier**

Figuren på næste side viser, 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 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, der ligger over gennemsnittet for de seneste 5-10 år. Som det ses af figuren er aktier siden medio 2014 også blevet en del dyrere. 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 omtalt kan en højere andel af forbrugsrelaterede selskaber overvejes, idet den lave oliepris virker som en ”skattelettelse” for forbrugerne.

## Obligationer

Den lave oliepris vil i såvel USA som Europa få inflationsniveauet til at falde, men faldet forventes at blive kortvarigt, idet faldet i olieprisen samtidig giver forbrugerne mulighed for at bruge en større andel af deres disponible indkomst på andet end benzin/diesel og opvarmning af bolig. Det kan føre til en stigende inflation på andre varer end energirelaterede varer, og dermed kan inflationen risikere at komme tilbage med fornyet styrke, når effekten af olieprisen er aftaget. Det skal investor være opmærksom på. Vi anbefaler primært at placere investeringer i korte- og mellemlange obligationer og/eller kontanter og kun en mindre del i obligationer med lange løbetider. Derudover anbefaler vi også at placere en mindre del i Højrentelandsobligationer udstedt i lokalvaluta, som vi anser for at have et attraktivt afkast/risiko forhold.

12. januar 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.