

# Kvartalsrapport

## 2. kvartal 2014

### RESUME

#### **Økonomiske udsigter**

Mens den amerikanske økonomi ser ud til at have genvundet en pæn styrke i løbet af 2. kvartal 2014, har både den kinesiske, indiske og europæiske økonomi sandsynligvis stabiliseret sig omkring nogenlunde samme niveau som i 1. kvartal 2014, mens det økonomiske væksth niveau har været faldende i forhold til 1. kvartal 2014 i både Japan, Brasilien og Rusland. Samlet betyder dette, at verdensøkonomien sandsynligvis er vokset i et behersket tempo i løbet af det forgangne kvartal.

Hvis det viser sig, at den amerikanske økonomi fortsætter i en positiv udvikling med en fortsat faldende arbejdsløshed og stigende inflation, kan det føre til, at Fed må bryde sit løfte og hæve renten både hurtige og kraftigere end ventet. Når "alle" investorer står i den ene side investeringsmæssigt (i den med høj risikotagen) i tiltro til, at dette er det rigtige, kan det skabe kraftige bevægelser på de finansielle markeder, hvis det pludselig viser sig, at dette ikke er det rette sted at være! Efter vores vurdering burde Fed for længst have signaleret, at renteforhøjelser kan komme hurtige end ventet.

Når risikopræmierne er lave på de fleste finansielle aktiver, mens usikkerheden fortsat er høj, er det stadig vores generelle råd, at man som investor skal være undervægtet på risikofyldte aktiver, idet uforudsete hændelser og ændrede renteforventninger har potentialet til at give betydelige skvulp på de finansielle markeder.

#### **Aktiemarkedet**

Med den relativt høje prisfastsættelse på aktier skal man som investor være ekstra påpasselig med at udvælge de "rigtige" aktier, da skuffelser på indtjeningssiden kan give relativt store kursfald. Med udsigt til en fortsat beskeden og skrøbelig fremgang i verdensøkonomien i kombination med usikkerheden omkring det amerikanske renteniveau, anbefaler vi stadig, at aktieandelen primært investeres i globale selskaber, som har en forretningsmodel og cashflow, der er mindre afhængig af de økonomiske konjunkturer.

#### **Obligationsmarkedet**

Hvis det viser sig, at inflationen i den amerikanske økonomi fortsætter med at stige, kan det betyde nogle markant ændrede renteforventninger i USA. Derfor anbefaler vi, at man som investor primært placerer sine obligationsinvesteringer i korte eller variable obligationer, alternativt på kontantindestående.

## Udviklingen på de finansielle markeder i 2. kvartal 2014

Udvikling i 2. kvartal 2014					
Aktieindeks	Værdi	Værdi	Ændring i 2.kvt.	Afkast i 2.kvt.	Afkast i 2014
	31.03.14	30.06.14			
OMX CGI	859,73	905,00	45,27	5,27%	19,96%
OMXC Cap.	925,65	987,26	61,61	6,66%	17,28%
MSCI World All Countries	1.356,14	1.434,58	78,44	5,78%	7,27%
MSCI USA*	9.703,40	10.240,16	536,76	5,53%	6,98%
MSCI Europa*	9.670,52	9.934,59	264,07	2,73%	4,33%
MSCI Japan*	14.010,49	15.039,42	1028,93	7,34%	0,57%
*opgjort i DKK ex. udbytte					
Renteudvikling i Danmark	Rente	Rente	Ændring i 2.kvt.	Afkast i 2.kvt.	Afkast i 2014
	31.03.14	30.06.14			
Rente på indskudsbeviser	-0,10	-0,10	0,00	-0,03%	-0,03%
4% STAT 2015	0,09	0,04	-0,05	0,09%	0,23%
4% STAT 2017	0,41	0,20	-0,21	0,76%	1,47%
4,5% STAT 2039	2,41	2,21	-0,20	3,99%	10,10%
4% NYK 2044	3,66	3,55	-0,11	1,91%	4,79%
EFFAS 1-5**				0,37%	0,64%
Valutakurser	Værdi	Værdi	Ændring i 2.kvt.	Afkast i 2.kvt.	Afkast i 2014
	31.03.14	30.06.14			
USD/DKK	5,41	5,46	0,04	0,81%	0,90%
EUR/DKK	7,47	7,46	-0,01	-0,14%	-0,06%
JPY/DKK	0,052	0,054	0,002	3,85%	5,88%

### Aktiemarkedet

Der har været en forbavsende positiv udvikling på stort set alle aktiemarkeder i løbet af 2. kvartal 2014. Således er MSCI Europa steget med knap 3%, mens MSCI Japan er steget med lidt over 7% i løbet af det forgangne kvartal, målt i DKK. Verdensindekset, MSCI World All Countries, og det danske aktiemarked (målt ved de 2 danske aktieindeks OMX CGI og OMXC Cap.) er begge steget omkring 6%, målt i DKK, i løbet af 2. kvartal 2014. Dette er nogle forbavsende høje stigninger, idet der fortsat er konflikt mellem Ukraine og Rusland i kombination med, at der er en stigende uro i Mellemøsten igen. Men disse usikkerheder har investorerne valgt at se bort fra.

Det er umiddelbart svært at finde årsagen til aktiestigningerne ud fra et økonomisk synspunkt, idet det overordnede billede af verdensøkonomien stort set har været uændret gennem det forgangne kvartal. Der tegner sig stadig et billede af, at verdensøkonomien er i gang med et behersket opsving, som både er ujævnt mellem regionerne og med større risici end vanligt. Hvis vi ser på de amerikanske selskabers aflagte regnskaber for 1. kvartal 2014 og deres forventninger til 2. kvartal 2014, så har disse stort set også været på niveau med det forventede.

En mulig forklaring på aktiestigningerne kan være, at investorerne er blevet mere overbeviste om, at eventuelle rentestigninger fra både den amerikanske og europæiske centralbank stadig har lange

udsigter, hvilket fortsat vil favorisere aktier. Den europæiske centralbank har også sænket renten med 0,1% point i løbet af 2. kvartal 2014 og indikeret, at den er villig til at købe europæiske obligationer, som både den japanske og amerikanske centralbank har foretaget i deres eget obligationsmarked i et stykke tid, hvis ikke at den europæiske inflation begynder at tiltage igen. Denne udmeldelse har givet vis styrket investorenes tiltro til, at specielt den europæiske rente nok skal forblive lav i en længere periode. Den amerikanske centralbank har ligeledes været ude at give bekræftende meldinger om, at de fortsat forventer at holde renten lav i et godt stykke tid endnu. Vi hælder således mest til at tro, at fremgangen på aktiemarkederne i løbet af 2014 primært skyldes en forøget tiltro til, at renteniveauet vil forblive lavt i en længere årrække endnu.

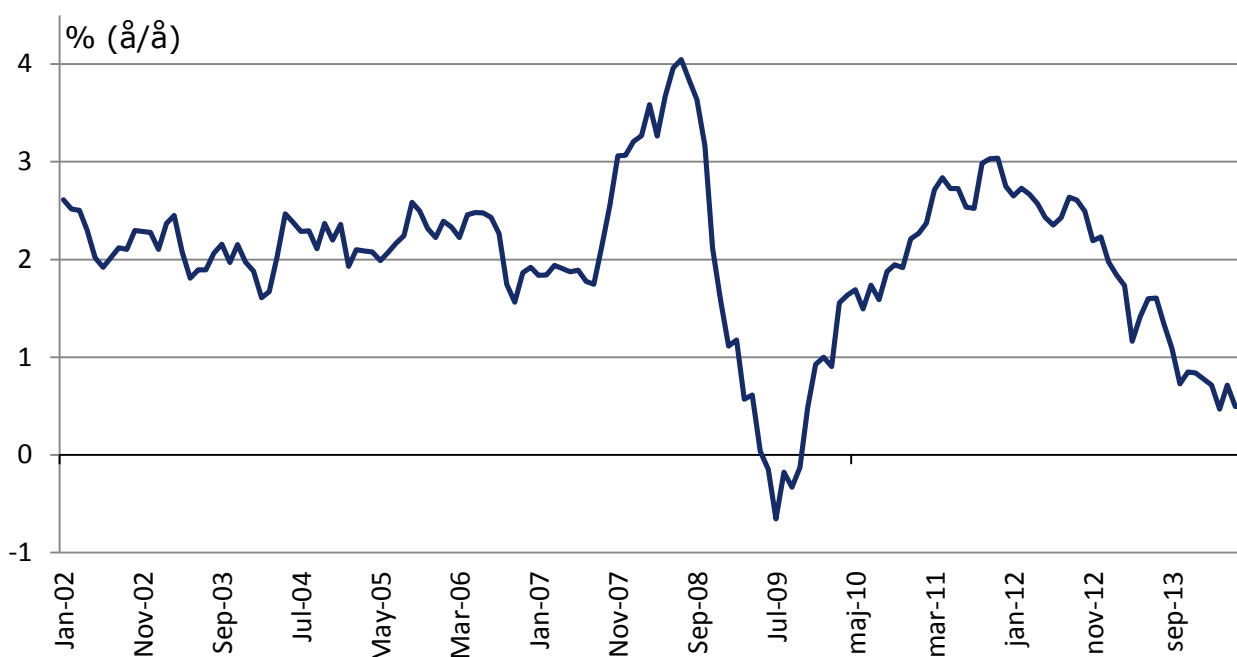
Hvis man ser på afkastet på BRIK landenes aktiemarkeder, målt i DKK, så har der også været en positiv udvikling på disse, dog er det kinesiske aktiemarked ”kun” steget med knap 2% i det forgangne kvartal, mens de andre landes aktiemarkeder er steget med 10-14%, målt i DKK. Dette skyldes sandsynligvis også en stigende tiltro til, at de vestlige renteniveauer vil forblive lave i en længere periode i kombination med nogle landespecifikke forhold. Eksempelvis vinder oppositionen frem i Brasilien, hvilket styrker håbet om, at der kan komme en ny regering til efteråret, som kan indføre økonomiske reformer i landet, der kan styrke Brasiliens konkurrenceevne. Og i Rusland har investorerne været glade for, at krisen med Ukraine ikke er eskaleret yderligere i løbet af 2. kvartal.

Land	Aktieindeks	Afkast i DKK i Q2 2014	Afkast i DKK i 2014
Brasilien	Bovespa	9,79%	10,75%
Rusland	Micex	13,24%	-4,46%
Indien	Sensex 30	13,90%	24,43%
Kina	Shanghai	1,83%	-4,61%

## Obligationsmarkedet

Der har også været positive afkast på de danske obligationer i løbet af 2. kvartal 2014. Et fortsat faldende europæisk inflationsniveau, så denne i maj nåede ned på 0,5% p.a. sammenlignet med samme måned året før, har som tidligere nævnt fået den europæiske centralbank (ECB) til at sænke renten med 0,1% point til nu blot 0,15% i løbet af 2. kvartal 2014. Dette i kombination med at ECB har varslet andre initiativer, så som opkøb af lange europæiske obligationer hvis ikke inflationsniveauet snart stiger igen i Europa, har fået renterne til at falde yderligere i løbet af det forgangne kvartal. Dette har givet positive afkast på obligationsmarkedet, hvor benchmarkindekset, EFFAS 1-5, har givet et afkast på 0,37% p.a. og den lange statsobligation 4,5% STAT 2039 har givet et afkast på knap 4% p.a. i løbet af 2. kvartal 2014.

## Inflationen i Euroområdet



Kilde: Eurostat

Den europæiske centralbank har et mål om, at inflationen i Europa skal ligge lige under 2,0% p.a., hvilket seneste måling på 0,5% p.a. for maj er et godt stykke fra. ECB forventer, at inflationen kun tiltager behersket til 0,7% p.a. i den resterende del af 2014 for at stige til 1,1% p.a. i løbet af 2015 og 1,5% ved udgangen af 2016. Hvis disse beherskede inflationsforventninger holder stik, vil de europæiske korte renter blive holdt i ro i nogle år endnu, hvilket investorerne også allerede nu har indstillet sig på.

### Valutamarkedet

Rentenedsættelsen fra den europæiske centralbank har været en medvirkende årsag til, at både euro og den danske krone er blevet svækket lidt i løbet af 2. kvartal 2014. Således er den amerikanske dollar blevet styrket med 0,8% og den japanske yen er blevet styrket med 3,85% over for den danske krone i løbet af det forgangne kvartal. Og Emerging Markets valutaerne er ligeledes blevet styrket over for den danske krone i løbet af 2. kvartal 2014.

Land	Valuta	Afkast i DKK i Q2 2014	Afkast i DKK i 2014
Brasilien	BRL	4,11%	7,29%
Rusland	RUB	5,03%	-2,66%
Indien	INR	0,33%	3,66%
Kina	CNY	1,08%	-1,44%

## Den økonomiske udvikling i 2. kvartal 2014

### Europa

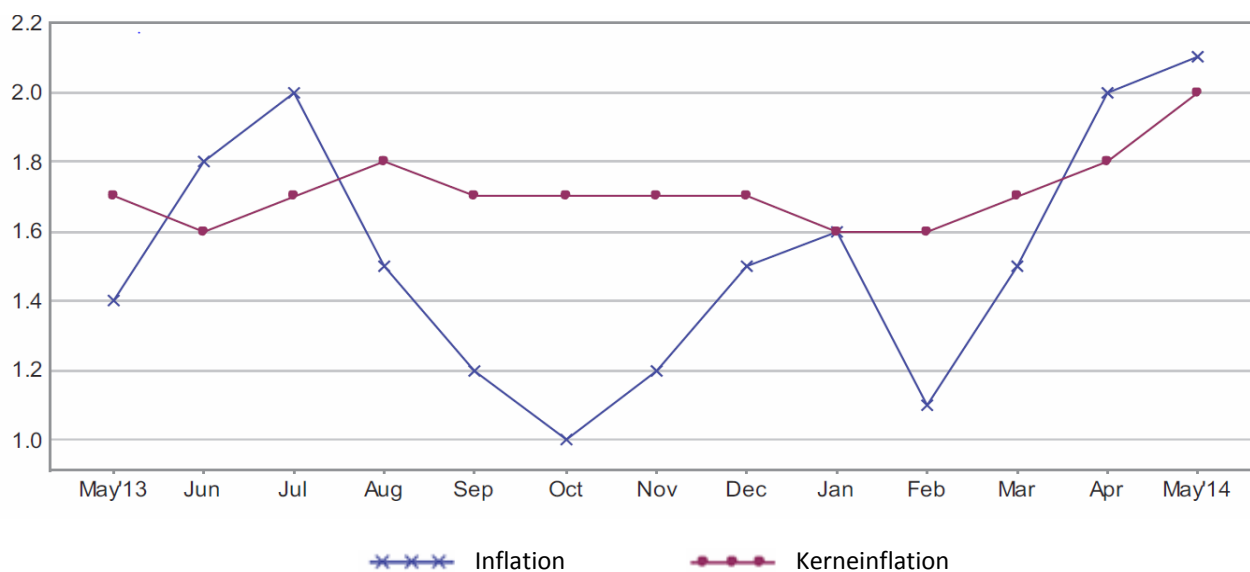
Den økonomiske vækst i euroområdet blev på 0,9% p.a. i 1. kvartal 2014 sammenlignet med 1. kvartal 2013. Hvis man ser på den økonomiske vækst i de enkelte lande, så var Tyskland endnu en gang vækstlokomotivet med en økonomisk fremgang på 2,3% p.a. mens den italienske økonomi oplevede en tilbagegang på 0,5% p.a. og den franske økonomi voksede beskedent med 0,8% p.a. i 1. kvartal 2014 sammenlignet med samme periode året før. Den spanske økonomi oplevede en fremgang på 0,6% p.a. efter flere kvartalers tilbagegang, hvilket illustrerer at de spanske reformer har forbedret den spanske konkurrenceevne. Idet Tyskland fortsat er vækstlokomotivet, er det bekymrende, at de tyske nøgletal (forventningsindeksene IFO og ZEW) er blevet svækket i slutningen af 2. kvartal, hvilket gør, at den økonomiske fremgang i euroområdet sandsynligvis også kun har været på et niveau omkring 1,0% i løbet af 2. kvartal 2014 sammenlignet med samme periode året før.

Som tidligere nævnt er inflationen stadig uønsket lav omkring et niveau på 0,5% p.a. for maj 2014 sammenlignet med samme periode året før. Imidlertid har de første inflationstal for juni for den tyske økonomi vist en stigning på 1,0% p.a., hvilket kunne tyde på, at den samlede inflation for euroområdet kan komme op i niveau 0,7% p.a. for juni måned. Dette er stadig et alt for lavt niveau, men ikke desto mindre kan det betyde, at inflationen måske gradvist er ved at stige igen i den europæiske økonomi? Dette vil være positivt for den europæiske økonomi, om end det sikkert vil skuffe investorerne på de finansielle markeder, da ECB sandsynligvis ikke vil begynde at købe europæiske statsobligationer, hvilket igen kan betyde en lille stigning i de lange europæiske obligationsrenter.

### USA

Den hårde amerikanske vinter har haft en større negativ påvirkning end først antaget, idet den amerikanske vækst blev negativ med -1,0% p.a. i 1. kvartal 2014 sammenlignet med samme kvartal 2013. En medvirkende årsag var desuden, at virksomhederne nedbragte deres lagre mere end ventet i løbet af 1. kvartal 2014. Den amerikanske økonomi er imidlertid kommet godt igen i løbet af 2. kvartal 2014, hvor den økonomiske vækst forventes at have været omkring 4,0% p.a. sammenlignet med samme periode året før, idet efterslæbet i både forbrug og lagre fra 1. kvartal sandsynligvis vil have påvirket den økonomiske vækst ekstra meget i løbet af 2. kvartal 2014. Fremgangen i den amerikanske økonomi har også betydet, at der er skabt en del nye jobs, hvilket har fået arbejdsløsheden til at falde til blot 6,1% i juni 2014.

Inflationen, målt ved stigningen i forbrugerprisindekset (på amerikansk Consumer Price Index eller blot CPI), har også været tiltagende i løbet af 2. kvartal 2014, og denne viste i maj 2014 en stigningstakt på 2,1% p.a. mens at kerneinflationen (prisstigninger uden energi og fødevarer) viste en stigningstakt på 2,0% p.a. sammenlignet med samme måned året før. Lønstigninger på kvalificeret arbejdskraft har også været stigende, hvilket vi også påpegede i Kvartalsrapporten for 1. kvartal 2014. Og de mindre og mellemstore virksomheder melder i stigende grad om, at de har svært ved at få besat stillinger, hvor de skal have faglært personale. Inflationen er således ved at vende tilbage i den amerikanske økonomi i takt med, at den amerikanske økonomi er på vej frem.



Kilde: BLS (Bureau of Labor Statistics)

Den amerikanske centralbank (Fed) havde tidligere et mål om, at de ville begynde at hæve renten, når arbejdsløsheden nærmere sig 6,5%. Nu er dette mål blevet ændret, så man ser på en række nøgletal for den amerikanske økonomi, herunder også inflationen. Som det ses af ovenstående graf, har inflationen været pænt stigende siden februar, og inflationen har nu også nået den amerikanske centralbanks mål på 2,0% p.a. Dog har centralbanken signaleret, at de først er bekymret, hvis inflationsforventningerne overstiger 2,5% p.a. Men der er ingen tvivl om, at den amerikanske økonomi er kommet godt på fode igen i kombination med, at inflationen ligeledes er tæt på Feds målsætning. Derfor forekommer det uforståeligt, hvorfor Fed stadig signalerer, at de forventer at holde renten lav i et godt stykke tid endnu?

## Japan

Der har været mere gang i den japanske økonomi i løbet af 1. kvartal 2014, idet den økonomiske vækst har vist sig at have været på hele 6,7% p.a. sammenlignet med 1. kvartal 2013. En del af den høje vækst skyldes, at japanerne og virksomhederne har fremrykket deres forbrug og investeringer, idet der var varslet en momsforhøjelse fra 2. kvartal 2014. Dette betyder til gengæld, at væksten i den japanske økonomi sandsynligvis er faldet tilbage igen til omkring 0% p.a. i 2. kvartal 2014 sammenlignet med samme periode året før.

Den japanske momsforhøjelse i april 2014 med 3% point fra 5% til 8% har betydet, at inflationen i maj 2014 var på 3,7% sammenlignet med samme måned året før. Den største del af inflationsstigningen skyldes således momsforhøjelsen, og momsforhøjelsen vil således påvirke inflationstallene indtil april 2015.

## BRIK landene

### Brasilien

Efter at den brasilianske økonomi voksede med 1,9% p.a. i 1. kvartal 2014 sammenlignet med 1. kvartal 2013, godt trukket op af en stigende offentligt forbrug, forventes den økonomiske vækst at være faldet tilbage til omkring en 0-vækst i løbet af 2. kvartal 2014 sammenlignet med samme periode året før. Det

private forbrug er på et lavt niveau i kombination med, at både industriproduktion og tillidsindikatorer for industrien har signaleret en tilbagegang for den brasilianske industri i løbet af det forgangne kvartal.

Inflationen har været stigende i løbet af 2014, hvor inflationsniveauet i januar 2014 var på 5,6% p.a. mens seneste måling for maj 2014 udviser et inflationsniveau på 6,4% p.a. sammenlignet med maj 2013. Den brasilianske centralbank har et inflationsmål på 4,5% p.a. med et udsvingbånd på 2,0% point. Inflationen befinder sig således i det øverste interval, hvorfor renteforhøjelsen på den ledende rente, Selic renten, den 3. april med 0,25% point til 11,0%, ikke kom som den store overraskelse.

### *Rusland*

Den russiske økonomi har været ramt af efterdønningerne af Putins invasion på Krim. Den økonomiske vækst i Rusland blev på 0,9% p.a. i 1. kvartal 2014 sammenlignet med 1. kvartal 2013, hvilket er knapt så slemt som frygtet. I 2. kvartal 2014 forventes den økonomiske vækst at have været tæt på 0% p.a. sammenlignet med samme periode året før. Hvis Vesten indfører yderligere sanktioner over for Rusland, vil den russiske økonomi sandsynligvis ryge ind i en recession i løbet af 2. halvår af 2014. Vestlige virksomheder har droppet deres investeringer i Rusland betydeligt ned siden krisens begyndelse, og de har i stedet trukket penge ud af Rusland.

Den russiske inflation er gradvist steget siden Ukraine krisen. Inflationsniveauet er steget fra 6,2% p.a. i februar 2014 til nu 7,8% p.a. i juni 2014 sammenlignet med samme månededer året før. Det stigende inflationsniveau i kombination med et pres på den russiske valuta har ført til, at den russiske centralbank har hævet renten yderligere i løbet af 2. kvartal 2014 med 0,5% point, så denne nu er på 7,5%. Dette har været en medvirkende årsag til, at den russiske valutas fald er blevet vendt til en fremgang på 5% over for danske kroner i løbet af 2. kvartal 2014. Forværres krisen ikke yderligere, kan det danne basis for at inflationen er ved at have toppet i denne omgang. Dette åbner mulighed for, at renten kan blive sat ned igen i Rusland, men bliver krisen i stedet forværret, kan det i stedet føre til yderligere fald i den russiske valuta med stigende inflations- og renteniveau til følge.

### *Indien*

Den økonomiske vækst i Indien var i 1. kvartal 2014 på 4,6% p.a. sammenlignet med samme periode året før. Den økonomiske vækst forventes at være steget moderat til 4,8% p.a. i 2. kvartal 2014 sammenlignet med 2. kvartal 2013. Den indiske industri og minedrift har det fortsat svært og er med til at holde væksten nede på et for Indien beskedent niveau. Imidlertid har der været afholdt valg i Indien i 2. kvartal 2014, hvor Indien har fået ny statsminister, Narendra Modi. Dette har skabt et håb om, at Indien kan føre en stærkere reformvenlig økonomisk politik, hvilket giver håb om at den indiske økonomi kan komme højere op i omdrejninger igen.

Inflation har været det store problem i Indien. Det generelle inflationsniveau var på 8,3% p.a. i maj 2014 sammenlignet med samme måned året før. Dette er et acceptabelt niveau for Indien, men desværre kan der være udsigt til at inflationsniveauet kan være på vej op. Fødevarerpriser og energipriser spiller en meget stor rolle i den indiske inflationsmåling. Indien importerer ca. 80% af sin olie, hvorfor den seneste tids uro i mellemøsten kan få energipriserne til at stige i Indien. Den indiske fødevarerproduktion er meget afhængig af en god gang regn om sommeren, idet kunstvanding ikke er en mulighed de fleste steder i Indien. Imidlertid lover vejrudsigten ikke godt, da metrologerne har spået en mere tør sommer end normalt. Bliver dette tilfældet, vil det betyde stigende fødevarerpriser og dermed også et stigende inflationsniveau.

### *Kina*

Efter en økonomisk vækst på 7,4% p.a. i 1.kvartal 2014 sammenlignet med 1. kvartal 2013, har den kinesiske regering indført vækstfremmende initiativer i løbet af 2. kvartal 2014, bl.a. i form af en udbygning af jernbanenettet, opførsel af flere billigere lejligheder samt skattnedsættelse til små virksomheder. Visse banker har desuden fået nedsat deres reservekrav, hvilket betyder, at de har mulighed for at låne flere penge ud. Disse tiltag har betydet, at den kinesiske vækst forventes at have været på 7,6% p.a. i 2. kvartal 2014 sammenlignet med samme kvartal året før. Dermed ligger den økonomiske vækst i Kina omkring de 7,5% p.a., som er regeringens målsætning.

Inflationen har svinget fra 1,8%-2,5% p.a. i løbet af 2014, hvor seneste måling for maj 2014 udviser en stigning på 2,5% p.a. Dette er et acceptabelt niveau for den kinesiske økonomi.

### Samlet omkring den økonomiske udvikling i 2. kvartal 2014

Mens den amerikanske økonomi ser ud til at have genvundet en pæn styrke i løbet af 2. kvartal 2014, har både den kinesiske, indiske og europæiske økonomi sandsynligvis stabiliseret sig omkring nogenlunde samme niveau som i 1. kvartal 2014, mens det økonomiske vækstniveau har været faldende i forhold til 1. kvartal 2014 i både Japan, Brasilien og Rusland. Samlet betyder dette, at verdensøkonomien sandsynligvis er vokset i et behersket tempo i løbet af det forgangne kvartal.

### Forventninger

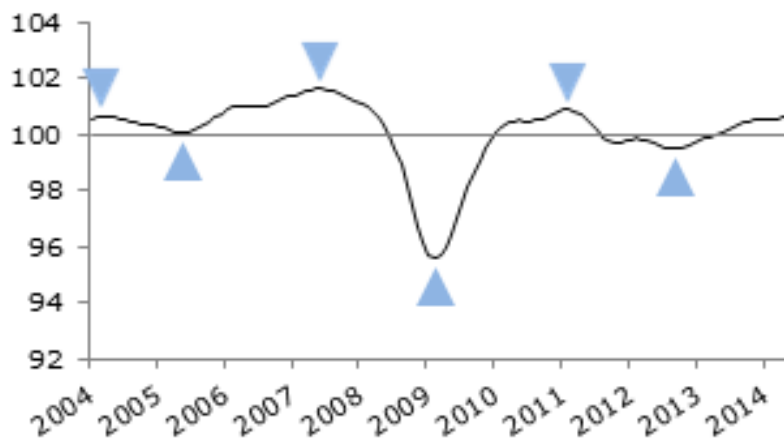
Økonomiske nøgletal						
	2013r		2014e		2015e	
Region	BNP Vækst	Inflation	BNP Vækst	Inflation	BNP Vækst	Inflation
USA	1,90%	1,50%	2,50%	2,20%	3,00%	2,50%
Euroland	-0,40%	1,40%	1,00%	0,80%	1,50%	1,20%
Japan	1,80%	0,10%	1,80%	1,50%	1,20%	1,00%
Danmark	0,30%	0,80%	1,40%	1,00%	1,50%	1,50%
Brasilien	2,40%	6,20%	1,50%	6,20%	2,00%	6,00%
Rusland	1,50%	6,70%	-1,00%	6,50%	1,00%	6,00%
Indien	4,60%	10,50%	5,00%	8,50%	6,00%	9,00%
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 stort set er fladet ud siden slutningen af 2013. 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. Medmindre der sker et større temposkifte i verdensøkonomien, hvilket vi ikke forventer, er dette endnu et tegn på, at væksten i verdensøkonomien fortsætter i en behersket fremgang.





Kilde: OECD

Der er dog, som tidligere nævnt, en forskel i opsvingets styrke i de enkelte regioner i verden, hvilket man kun kan se, hvis man ser på de ledende indikatorer for de enkelte lande. Amerikansk økonomi er således på vej frem i tempo, hvilket engelsk økonomi også er, mens væksten i Tyskland og Frankrig synes at stabilisere sig. Japansk, brasiliansk og russisk økonomi synes på vej ned i tempo. Samlet set virker der som om, at væksten i verdensøkonomien er inde i et stabilt væksttempo, som dog er under det historiske gennemsnit.

### Amerikansk rentepolitik kan sætte dagsordenen i den kommende tid

Med fremgangen i den amerikanske økonomi er det som tidligere nævnt uforståeligt, hvorfor den amerikanske centralbank (Fed) ikke har ændret rentesignaler på det seneste. Hvis man tager referatet fra centralbankens møde den 18. og 19. marts 2014, altså for under 4 måneder siden, forventede centralbanken, at arbejdsløsheden ville falde til mellem 6,1% – 6,3% i 2014 og mellem 5,6% – 5,9% i 2015. Det langsigtede mål for arbejdsløsheden er på mellem 5,2% – 5,6%. I juni 2014 er arbejdsløsheden allerede faldet til 6,1% og der er kun 0,5% point til at arbejdsløsheden når inden for spændet for Fed's langsigtede mål for arbejdsløsheden.

Som tidligere nævnt steg den amerikanske inflation, målt ved stigningen i forbrugerprisindekset (benævnes CPI), med 2,1% i maj 2014 sammenlignet med samme måned året før. Kerneinflationen i CPI indekset udviste en stigning på 2,0% p.a. i maj 2014. Den amerikanske centralbank har valgt at bruge et andet inflationsmål, idet de i stedet følger et indeks benævnt PCE (Personal Consumption Expenditures price indeks), som er et indeks, der løbende tager hensyn til, hvilke varer der forbruges mest af, mens det almindelige CPI indeks sammensætning er mere konstant. I marts 2014 forventede Fed, at PCE inflationen ville være mellem 1,5% – 1,6% i løbet 2014 og mellem 1,5% – 2,0% i 2015, samt at PCE kerneinflationen ville være mellem 1,4% – 1,6% i løbet af 2014 og mellem 1,5% – 2,0% i løbet af 2015. Den seneste måling af PCE inflationen for maj 2014 viste en stigning på 1,8% p.a. mens af PCE kerneinflationen udviste en stigning på 1,5% p.a. Den amerikanske centralbank har et langsigtet mål for PCE inflationen på 2,0%, hvilket nu også er tæt på at være nået.

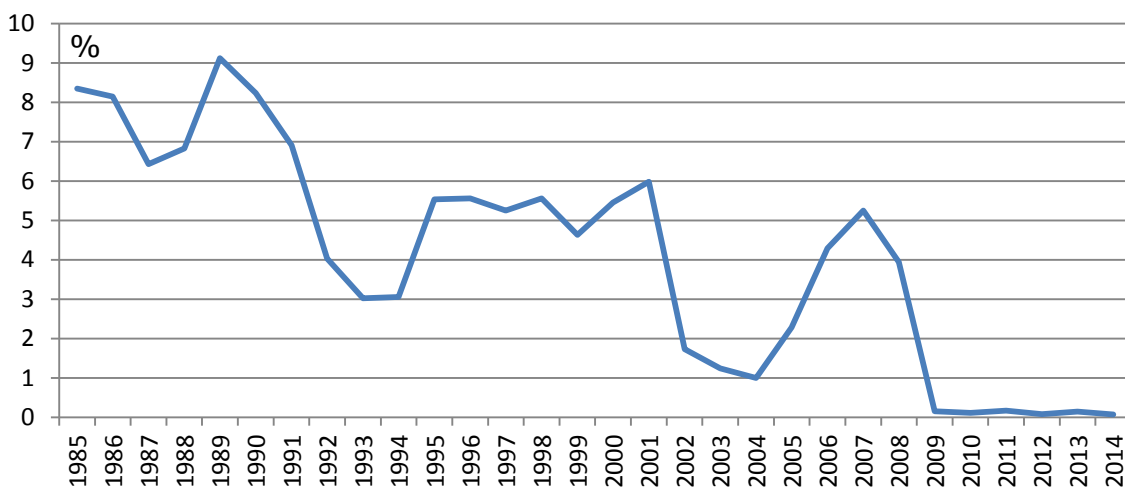
Hvis man betragter de 2 nedenstående graf for den historiske sammenhæng mellem udviklingen i de amerikanske timelønninger og ændringen i den korte amerikanske centralbanks rente (Fed Funds), har den amerikanske rente historisk fulgt udviklingen i timelønningerne. Lønomkostningerne er steget pænt på det seneste, men renten er dog (endnu?) ikke fulgt med op i denne omgang.

Wages are trending up, and once wage inflation takes hold it continues for 4-5 years



Source: Deutsche Bank from BLS, Haver Analytics, DB Global Markets Research

## Fed Funds



Kilde: Den Amerikanske Centralbank (Fed)

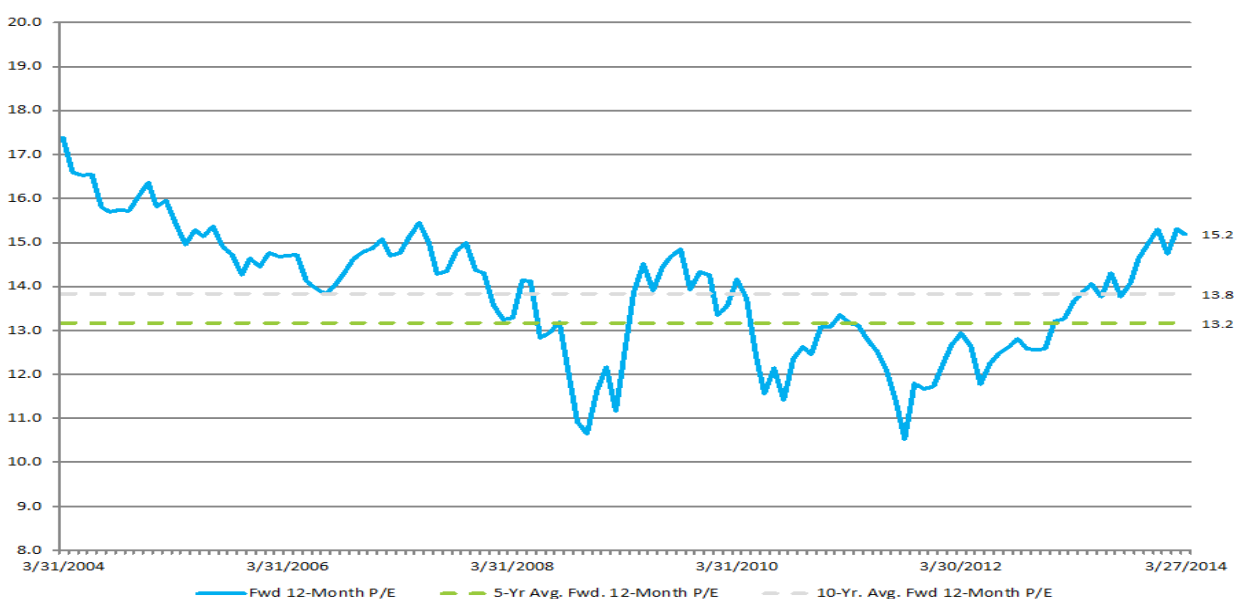
Fed's fortsatte gentagelse af, at de forventer at holde rente uændret lav i en betydelig periode endnu, er blevet mødt med både kritik og frygt fra flere sider af på det seneste. Således har BIS (centralbankernes centralbank) i deres årlige rapport advaret om faren ved at holde renten for lav for længe, da det dels kan skabe bobler på de finansielle markeder, dels kan føre til endnu større uro, når renteniveauet skal hæves igen. BIS har udtalt, at de finansielle markeder er euforiske og ude af trit med den økonomiske hverdag (se artikel i Dagbladet Børsen den 3. juli 2014). Det store finanshus BNY Mellon mener ligeledes, at den amerikanske rente er blevet holdt for lav for længe, hvilket har skabt bobler på de finansielle markeder. Den store amerikanske Citi Bank undrer sig ligeledes over, hvordan at de finansielle aktiver kan blive prisfastsat på høje niveauer, når både den geopolitiske og økonomiske usikkerhed er på et højt niveau? Citi Bank konkluderer ligeledes, at dette skyldes at den amerikanske rente er blevet holdt på et lavt niveau i lang tid, samt at centralbanken vedholdende har bebudet, at dette også vil være tilfældet i et godt stykke tid endnu.

Den amerikanske centralbank har skabt en forventning om at både renter og inflation vil forblive lave i flere år endnu, hvilket de fleste investorer også har investeret efter. Det har betydet, at bl.a. virksomhedsobligationer handles til meget lave risikopræmier og aktier handles på nogle PE niveauer, som er over gennemsnittet for de seneste 5 – 10 år (for nærmere uddybning se under ”Aktier”). Desuden befinder den 10 årige amerikanske statsrente sig på et meget lavt niveau. De fleste finansielle aktiver handles generelt til den dyre side på trods af, at det økonomiske opsving er mere skrøbeligt og indeholder større risici end det historisk har været tilfældet. Sagt med andre ord, så har investorerne påtaget sig betydelig mere risiko, specielt i det seneste 1-2 år, i tiltro til, at Fed vil holde sit løfte om at fastholde renten tæt på 0 i en længere årrække endnu.

Hvis det viser sig, at den amerikanske økonomi fortsætter i en positiv udvikling med en fortsat faldende arbejdsløshed og stigende inflation, kan det føre til, at Fed må ”bryde” sit løfte og hæve renten både hurtige og kraftigere end ventet. Når ”alle” investorer står i den ene side investeringsmæssigt (i den med høj risikotagen) i tiltro til, at dette er det rigtige, kan det skabe kraftige bevægelser på de finansielle markeder, hvis det pludselig viser sig, at dette ikke er det rette sted at være! Efter vores vurdering burde Fed for længst have signaleret, at renteforhøjelser kan komme hurtige end ventet. Den engelske centralbank har for nylig været ude med en sådan melding, da den engelske økonomi udvikler sig bedre end hidtil antaget. Som investor skal man holde et ekstra vågent øje med PCE inflationen i den nærmeste fremtid, da en fortsat stigning i denne uden tvivl vil give bekymrede miner hos Fed og kan få dem til at udsende ændrede rentesignaler. Når risikopræmierne er lave på de fleste finansielle aktiver, mens usikkerheden fortsat er høj, er det stadig vores generelle råd, at man som investor skal være undervægtet på risikofyldte aktiver, idet uforudsete hændelser og ændrede renteforventninger har potentialet til at give betydelige skvulp på de finansielle markeder.

## Aktier

Nedenstående figur 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 på 15,6, medens de seneste 5 og 10 års gennemsnit har ligget på et niveau fra 13,2 - 13,8. Det vil altså sige, at aktierne handles 10-15% over det historiske gennemsnit for de seneste 5-10 år.

Med den relativt høje prisfastsættelse på aktier skal man som investor være ekstra påpasselig med at udvælge de "rigtige" aktier, da skuffelser på indtjeningsiden kan give relativt store kursfald. Med udsigt til en fortsat beskeden og skrøbelig fremgang i verdensøkonomien i kombination med usikkerheden omkring det amerikanske renteniveau, anbefaler vi stadig, at aktieandelen primært investeres i globale selskaber, som har en forretningsmodel og cashflow, der er mindre afhængig af de økonomiske konjunkturer.

## **Obligationer**

Hvis det viser sig at PCE inflationen i den amerikanske økonomi fortsætter med at stige, kan det betyde nogle markant ændrede renteforventninger i USA. Dette kan føre til nogle forholdsvis store og hurtige rentestigninger og dermed kursfald på specielt de lange amerikanske obligationer. I den europæiske økonomi er der fortsat intet som tyder på noget større inflationspres, hvilket bør betyde, at evt. stigende amerikanske obligationsrenter bør få en væsentlig mindre negativ effekt på de europæiske obligationsrenter, men pilen vil sandsynligvis også pege opad for de europæiske obligationsrenter. Derfor anbefaler vi, at man som investor primært placerer sine obligationsinvesteringer i korte eller variable obligationer, alternativt på kontantindestående.

7. juli 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.