

# Kvartalsrapport

## 1. kvartal 2014

### RESUME

#### **Økonomiske udsigter**

Den økonomiske vækst i USA forventes som følge af den hårde amerikanske vinter og en lageropbygning hos virksomhederne i de forgangne kvartaler at have kørt på et lidt lavere niveau gennem 1. kvartal 2014. Det er sandsynligvis også en medvirkende årsag til, at den kinesiske økonomi ikke har haft den forventede fremgang, medens den økonomiske vækst i Europa forventes at være fortsat fremad i et meget behersket tempo. Krisen med Rusland ser i første omgang ud til at ramme russerne hårdest, med en økonomi der kan være tæt på at falde tilbage i recession allerede i 1. kvartal af 2014. Samlet set forventes, at verdensøkonomien i 1. kvartal 2014 sandsynligvis har bevæget sig fremad, men i et lavere tempo, end tilfældet var for 3 måneder siden.

Hvis man ser på prognoserne fra OECD, Verdensbanken og IMF, så er alle enige om, at verdensøkonomien er inde i et ujævnt og skrøbeligt økonomisk opsving, og meget sårbar over for udefra kommende chok. Ikke desto mindre er risikofyldte aktiver i de seneste 2 år steget markant, og der har været en tendens til, at jo mere ”flyvsk” en aktie er, desto mere er den steget. Det er samtidig vores vurdering, at mange investorer helt glemmer, at med et lavt inflationsniveau bør afkastkravet også være lavere, forudsat at der investeres ud fra et ønske om at bevare formuens købekraft. Mange investorer forsøger i stedet at opnå tidligere tiders afkast, hvilket så ofte indebærer, at de må øge risikoen i deres portefølje betragteligt. Det kan vise sig at blive en bekostelig fejludmåling, specielt hvis der kommer en større korrektion på risikofyldte aktiver.

#### **Aktiemarkedet**

Aktuelt handles de amerikanske aktier aktuelt til en forward 12 måneders PE værdi på 15,5, medens de seneste 5 og 10 års gennemsnit har ligget på et niveau fra 13,2 - 13,8. Aktierne handles nu 10-15% over gennemsnittet for de seneste 5-10 år, hvilket svarer til samme niveau, som vi så forud for Finanskrisen. Regnskabsaflæggelsen for 1.kvartal 2014 bliver snart skudt i gang, og det bliver spændende at følge, hvilken indtjening virksomhederne i de kommende kvartaler forventer. Med den høje prisfastsættelse af aktier er der, hvis vi skal undgå en større korrektion, ikke råd til ret mange skuffelser.

#### **Obligationsmarkedet**

Vi anbefaler fortsat en placering i forholdsvis korte/mellemlange obligationer. Obligationer fra Højrentelande har vi længe undgået, men efter markante svækkelser af flere Emerging Markets landes valutakurser i 2013, kan det være en overvejelse værd, om der bør placeres en mindre del af ens obligationsportefølje i disse obligationstyper.

## Udviklingen på de finansielle markeder i 1. kvartal 2014

Udvikling i 1. kvartal 2014					
Aktieindeks	Værdi	Værdi	Ændring i 1.kvt.	Afkast i 1.kvt.	Afkast i 2014
	31.12.13	31.03.14			
OMX CGI	754,44	859,73	105,29	13,96%	13,96%
OMXC Cap.	841,80	925,65	83,85	9,96%	9,96%
MSCI World All Countries	1.337,37	1.356,14	18,77	1,40%	1,40%
MSCI USA*	9.571,92	9.703,40	131,48	1,37%	1,37%
MSCI Europa*	9.522,02	9.670,52	148,50	1,56%	1,56%
MSCI Japan*	14.954,60	14.010,49	-944,11	-6,31%	-6,31%
*opgjort i DKK ex. udbytte					
Renteudvikling i Danmark	Rente	Rente	Ændring i 1.kvt.	Afkast i 1.kvt.	Afkast i 2014
	31.12.13	31.03.14			
Rente på indskudsbeviser	-0,10	-0,10	0,00	-0,03%	-0,03%
4% STAT 2015	0,16	0,09	-0,07	0,14%	0,14%
4% STAT 2017	0,62	0,41	-0,21	0,71%	0,71%
4,5% STAT 2039	2,72	2,41	-0,31	5,87%	5,87%
4% NYK 2044	3,83	3,66	-0,17	2,83%	2,83%
EFFAS 1-5**				0,27%	0,27%
** Indeks af danske statsobligationer med en restløbetid på 1-5 år.					
Valutakurser	Værdi	Værdi	Ændring i 1.kvt.	Afkast i 1.kvt.	Afkast i 2014
	31.12.13	31.03.14			
USD/DKK	5,41	5,41	0,00	0,09%	0,09%
EUR/DKK	7,46	7,47	0,01	0,08%	0,08%
JPY/DKK	0,051	0,052	0,001	1,96%	1,96%

### Ændrede benchmarks pr. 1. juli 2014

Et benchmark er et udtryk for, hvorledes markedsudviklingen er for de sammenlignelige aktiver, som man investerer i. Benchmark skulle også gerne afspejle den måde, som man investerer på. Vi har længe som benchmark brugt det ”brede” danske aktieindeks OMXCGI, som udtrykker udviklingen på det brede danske aktiemarked. Dette ud fra en filosofi om, at vi investerer bredt i de danske aktier. Det er stadig vores intention at investere således, men der er imidlertid opstået et positivt problem ved at følge dette indeks. Novo Nordisk fylder aktuelt 35-40% i indekset OMXCGI, hvilket betyder, at skal man ”bare” følge Novo Nordisk kursudvikling i indekset, så skal 35-40% af den danske aktieeksponering investeres i Novo Nordisk. En så stor investering i et enkelt selskab er ikke vores investeringspolitik, idet det ikke ville være i overensstemmelse med ønsket om at sprede investeringerne på flere selskaber, således at der skabes en hensigtsmæssig risikospredning i den samlede portefølje. De almindelige investeringsforeninger må ikke foretage en så stor placering i et enkelt selskab, idet de maksimalt må placere 10% af formuen i ét enkelt selskab. Det sikrer en vis risikospredning. Investeringsforeningerne på danske aktier følger derfor ofte et andet indeks som benchmark, OMXC Cap., som svarer til det brede danske aktieindeks OMXCGI, blot må ingen aktie udgøre mere end 10% af indekset og de 5 største aktier må maksimalt udgøre 40% af indekset. Dette indeks finder vi mere repræsentativt for den måde, som vi investerer på, hvorfor vi fremadrettet medtager dette indeks i skemaet på side 1. Vi vil tilsvarende også ændre vores benchmarks i afkastrapporterne pr. 01.07.2014.

## Aktiemarkedet

Det har været et begivenhedsrigt kvartal på de finansielle markeder. Putins overraskende invasion af Krim resulterede i, at aktiekurserne faldt fra medio januar til begyndelsen af februar. Herefter har de fleste af de veletablerede aktiemarkeder gradvist rettet sig og viser ved udgangen af første kvartal et beskedent plus. Således er både MSCI World, Europa og USA målt i DKK oppe med lidt over 1%. Det danske aktiemarked har endnu en gang klaret sig helt forrygende med en kursstigning på knap 14% på OMXCGI og knap 10% på OMXC Cap. indekset. Der har også i kvartalet været en tendens til, at det i stigende grad har været ”drømmeaktierne” som Vestas, Tesla Motors og Facebook, der har været blandt de mest stigende. Disse selskaber er kendetegnet ved, at de har et højt uforudsigeligt cashflow, hvilket gør, at de er ekstra vanskelige at prisfastsætte. I perioder med høj risikovillighed, som vi i høj grad har i øjeblikket, er der en tendens til, at nogle investorer vil betale en ekstra høj pris for aktier, hvor det kun er ens egen fantasi som sætter grænsen for, hvad man mener, at disse selskaber kan blive værd. Derfor kalder vi disse aktier for ”drømmeaktier”. Ikke fordi de er ekstra attraktive at investere i, men fordi det kun er ens egne drømme, som sætter en grænse for, hvad de kan være værd. At investere ud fra drømme er ikke vores investeringsfilosofi, og vi foretrækker klart at investere i selskaber, som har en god trackrekord og en forretningsmodel, som vi kan forstå. Men indrømmet, denne investeringstilgang er ikke i kvartalet blevet belønnet.

Kurt Kara fra Maj Invest advarer i en artikel i Dagbladet Børsen den 31.03.2014 om, at der efter hans mening er skabt en boblelignende tilstand på drømmeaktierne. Han er specielt nervøse for de sociale medieaktier som Twitter, Facebook og LinkedIn, hvor prisfastsættelsen efter hans vurdering er helt skæv og minder om de ”gamle IT-dage” omkring år 2000 skiftet. Han siger det meget klart: ”Der er en skæv prisfastsættelse her. En række aktier som burde være billige, fordi risikoen er høj, er nu den dyreste del af markedet”. Vi er helt enige i hans vurdering. Normalt vil man forvente, at påtager man sig som en investor en højere risiko, så vil man også blive kompenseret med et højere forventet afkast og dermed skal prisen på aktien være billigere. I øjeblikket er billedet omvendt. Vil man have chancen for et højere forventet afkast, så koster det ekstra! Det er efter vores vurdering ikke holdbart i længden, og denne adfærd er sandsynligvis en af de kedelige bivirkninger ved, at renten gennem længere tid er holdt på et meget lavt niveau. Det kan skabe baggrund for en større korrektion på risikofyldte aktiver, og i særdeleshed på de mest risikofyldte aktiver.

Hvis man ser på afkastet på BRIK landenes aktiemarkeder, målt i DKK, så har der været en noget uens udvikling på disse. Det kommer næppe som nogen overraskelse, at det russiske aktiemarked efter Putins invasion af Krim har haft den mest negative udvikling med et fald målt i DKK på over 15%. Det kinesiske aktiemarked er p.g.a. skuffende økonomiske nøgletal faldet med lidt over 6%, medens det brasilianske aktiemarked har fulgt den generelle tendens med en beskedent stigning. Det indiske aktiemarked har efter en overraskende positiv økonomisk udvikling vist en pæn stigning på lidt over 9%.

Land	Aktieindeks	Afkast i DKK i Q1 2014	Afkast i DKK i 2014
Brasilien	Bovespa	0,87%	0,87%
Rusland	Micex	-15,63%	-15,63%
Indien	Sensex 30	9,24%	9,24%
Kina	Shanghai	-6,32%	-6,32%

## Obligationsmarkedet

Kombinationen af en højere geopolitisk risiko efter Putins invasion af Krim, svagere amerikanske økonomiske nøgletal som følge af den hårde vinter og en faldende inflation i såvel USA som Europa resulterede i et endnu lavere renteniveau. Mest faldt renterne på de lange obligationer. Afkastet har været knap 6% på den ultra lange danske statsobligation, 4,5% STAT 2039, medens de korte danske statsobligationer, målt ved EFFAS 1-5, blot har givet et afkast på 0,27%.

## Valutamarkedet

Det har for de store valutaer været et roligt kvartal. Den amerikanske dollar er ved udgangen af kvartalet på stort set samme niveau over for såvel euro som danske kroner som ved begyndelsen af kvartalet. Den japanske yen er derimod blevet styrket med knap 2% over for såvel euro som danske kroner og amerikanske dollar. En noget anderledes udvikling end den vi så i 2013, hvor den japanske yen over for såvel euro som danske kroner faldt med næsten 23%.

Der har, jf. skemaet nedenfor, været større bevægelser på flere af BRIK landenes valutaer. Således er den russiske rubel over for DKK i kvartalet blevet svækket med lidt over 7%, men svækkelsen har i løbet af kvartalet været endnu større. Den brasilianske real er over for DKK steget med lidt over 3%, men dette dækker over, at BRL på et tidspunkt faktisk var faldet med omkring 3 %, men en stærk slutspurt gør, at BRL slutter kvartalet med en pæn stigning. Den kinesiske valuta er over for DKK faldet med -2,5%, hvilket skyldes nogle skuffende kinesiske nøgletal, men også det forhold, at den kinesiske regering har udvidet det bånd, som den kinesiske valuta kan bevæge sig indenfor fra tidligere +/- 1% til nu +/- 2%. Den indiske valuta er på baggrund af den positive økonomiske udvikling blevet styrket med lidt over 3%.

Land	Valuta	Afkast i DKK i Q1 2014	Afkast i DKK i 2014
Brasilien	BRL	3,06%	3,06%
Rusland	RUB	-7,32%	-7,32%
Indien	INR	3,31%	3,31%
Kina	CNY	-2,50%	-2,50%

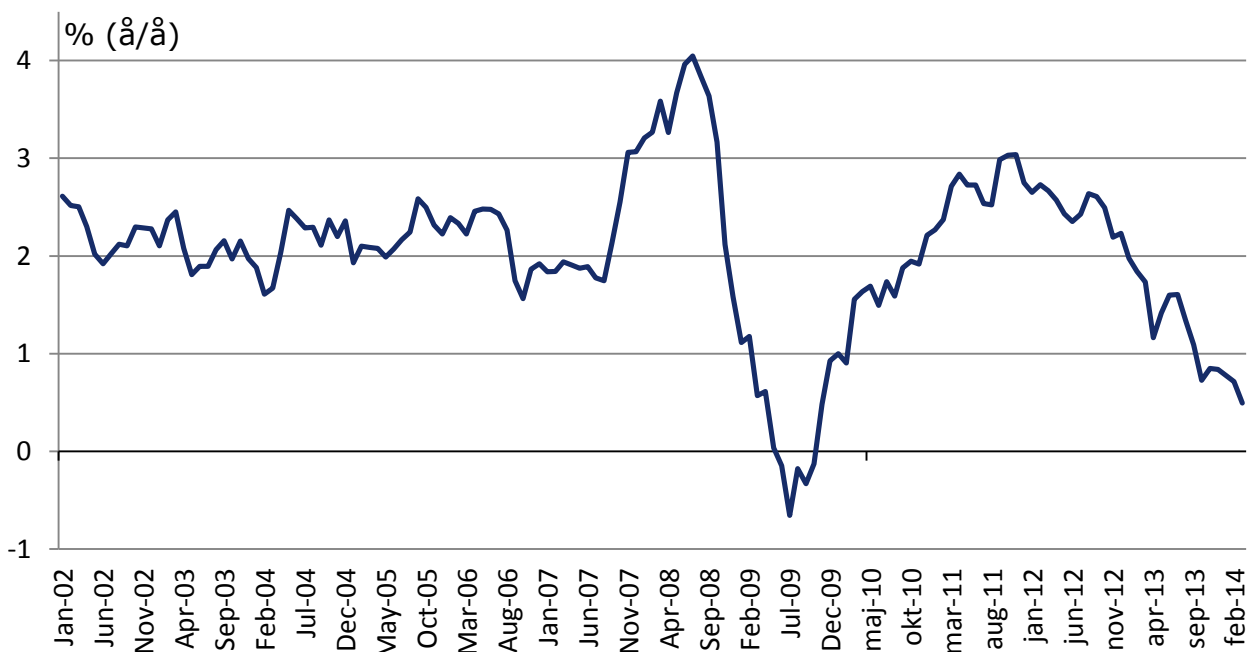
## Den økonomiske udvikling i 1. kvartal 2014

### Europa

Det gradvise og beskedne opsving i den europæiske økonomi er fortsat i såvel 4. kvartal 2013 som i 1. kvartal 2014. Sammenlignet med samme kvartaler året før var væksten i euroområdet i 4. kvartal 2013 0,5% p.a. og forventes for årets første kvartal at have været lidt højere. Den spanske økonomi er efter nogle konkurrenceforbedrende arbejdsmarkedsreformer i 2010 og 2013 begyndt at udvikle sig positivt, men arbejdsløsheden er desværre stadig skyhøj, hvorfor spanierne endnu ikke føler, at det faktisk går bedre for landet. Samlet set bevæger europæisk økonomi sig fortsat fremad, om end det sker i et behersket tempo.

Inflationen i euroområdet falder fortsat. Den seneste måling for marts 2014 viser sammenlignet med samme periode året før en inflation på blot 0,5% p.a. Kerneinflationen, dvs. prisstigningerne uden fødevarer og energi, viste i samme periode en stigning på 0,8% p.a. Inflationsniveauet ligger således et godt stykke under den europæiske centralbanks målsætning omkring en inflation lige under de 2,0% p.a. Set i lyset af den svage økonomiske udvikling i Europa må det være frustrerende for ECB, at euroen, efter ECB's egne beregninger, faktisk i de seneste 2 år er blevet styrket med omkring 9%, hvis man vægter den i forhold til de landes valutaer, som man handler med. Denne handelsvægtede stigning i euroen har ifølge ECB bidraget til, at inflationen i perioden er faldet i med 0,4-0,5% point. ECB ser derfor givet vis gerne, at euroen bliver svækket, hvilket vil bidrage positivt til at forbedre konkurrenceevnen for de europæiske virksomheder og dermed en højere økonomisk vækst, samtidig med at det også kan bidrage til, at inflationen kan komme op på et højere og mere ønskværdigt niveau. Rentenedsættelser har indtil videre ikke resulteret i en større svækkelse af euroen, hvorfor ECB i øjeblikket overvejer andre indgreb, der kan svække euroen.

### Inflationen i Euroområdet



Kilde: Eurostat

## USA

Den økonomiske vækst i USA i 4. kvartal 2013 har vist sig knap så stærk som først antaget, idet den sammenlignet med samme periode året før blev på 2,6% p.a. mod tidligere rapporteret 3,2% p.a. Den hårde vinter i store dele af USA har givet vis lagt en dæmper på væksten i 2013 og i starten af 2014. Derudover har virksomhederne i andet halvår af 2013 opbygget relativt store lagre, der skal nedbringes, før der igen bliver produceret i et højere gear. Kombinationen af disse faktorer gør, at vi forventer, at væksten i den amerikanske økonomi vil starte ud på et lavere niveau i 2014 for gradvist at tiltage igen i løbet af året. Vi forventer, at væksten i den amerikanske økonomi i 1. kvartal 2014 sammenlignet med samme periode året før er faldet til et niveau omkring 1,7% p.a.

Inflationen har også i USA været aftagende, men ikke i samme omfang som i Europa. Inflationen i USA viser for februar 2014 sammenlignet med samme periode året før en stigning på 1,1% p.a. og en kerneinflation på 1,6 p.a. Disse lave inflationsniveauer muliggør, at den amerikanske centralbank i et behersket tempo kan fortsætte med at nedtrappe obligationsopkøbene og samtidig fastholde den lave rente i en periode endnu. Lønstigningerne er imidlertid begyndt at tiltage pænt, hvilket kan være det første tegn på, at udviklingen på det amerikanske arbejdsmarkedet går endnu hurtigere og bedre end den amerikanske centralbank og de fleste økonomer regner med, og der derfor er ved at blive opbygget en løninflation i økonomien. Hvis det viser sig at være tilfældet, kan det markant ændre inflations- og renteudsigterne.

## Japan

Det økonomiske opsving i den japanske økonomi fortsætter omend i et meget behersket tempo med en økonomisk vækst i 4. kvartal 2013 sammenlignet med samme periode året før på 1,0% p.a., og væksten forventes at have været på nogenlunde samme niveau i 1. kvartal 2014. Set i lyset af, at den japanske centralbank i 2013 har pumpet penge ud i samfundet i et massivt tempo, hvilket har svækket den japanske yen med næsten 23% over for såvel euro som DKK, er vækstraterne skuffende. Den seneste Tankan undersøgelse viser, at de japanske virksomheders forventninger til fremtiden er mindre optimistiske end ventet, hvorfor momsforhøjelsen fra 5% til 8% pr. 1. april 2014 kan få den økonomiske vækst til at blive endnu lavere i løbet af anden kvartal.

Inflationen er heldigvis kommet tilbage i den japansk økonomi med en stigning på 1,5% p.a. for februar 2014 sammenlignet med samme periode året før. Momsforhøjelsen forventes på den korte bane at bidrage positivt til inflationsudviklingen.

## BRIK landene

### *Brasilien*

Den brasilianske økonomi udviklede sig i 4. kvartal 2013 bedre end forventet. Den økonomiske vækst blev sammenlignet med 4. kvartal 2012 på 1,9% p.a. Det var i høj grad privatforbruget, som var med til at trække den økonomiske vækst op. Væksten forventes at have været på et tilsvarende niveau i 1. kvartal 2014. Den brasilianske industri har det desværre stadig svært, idet den ikke er konkurrence-dygtig. Arbejdskraften er blevet for dyr, infrastrukturen er mangelfuld og der er foretaget for få produktivitetsfremmende investeringer. Heldigvis er de produktivitetsfremmende investeringer i industrien på vej frem. Og så håber vi, at regeringen efter præsidentvalget i 2014 vil iværksætte de nødvendige reformer af det brasilianske arbejdsmarked og prioritere infrastrukturinvesteringer højere.

Det amerikanske kreditvurderingsbureau Standard & Poors har i marts 2014 sænket den brasilianske kreditvurdering til BBB-, hvilket er det laveste niveau i kategorien "Investment Grade", som er den halvdel med den bedste kreditvurdering. Nedjusteringen af den brasilianske kreditvurdering får ikke den store betydning, da den endnu en gang sker på baggrund af begivenheder, som er indtruffet, og derfor bare er en konsekvens af den faktiske økonomiske udvikling. Kreditvurderingen er således igen mere en bakspejlsvurdering. Det investor har brug for er en vurdering af fremtidsudsigterne.

Som konsekvens af en stadig relativ høj inflation på 5,7% p.a. for februar 2014 sammenlignet med året før, hævede den brasilianske centralbank den ledende rente, Selic renten, med 0,25% point i februar til 10,75%. Centralbanken varslede yderligere rentestigninger. Renten blev den 3. april yderligere hævet med 0,25% point til nu 11,0%.

### *Rusland*

Den russiske økonomi har gennem hele 2013 kørt i et slæbespor, og væksten blev i 4. kvartal 2013 sammenlignet med samme periode året før 1,2% p.a. Med Putins invasion af Krim og de efterfølgende sanktioner fra flere vestlige lande, er der udsigt til, at den russiske økonomi i 2014 vil ryge i recession. Verdensbanken forudså i december 2013, at den russiske økonomi i 2014 sammenlignet med 2013 ville vokse med 2,2% p.a., men har efter de vedtagne sanktioner for nylig nedjusteret dette estimat til en negativ vækst på 1,8%. Samtidig advarer den om, at væksten kan falde endnu mere, hvis krisen eskaleres. Derfor forventer vi, at den russiske økonomi i løbet af 1. kvartal 2014 har bevæget sig omkring en 0-vækst.

Efter Putins invasion blev den russiske rubel sendt ud i et kraftigt fald, hvilket i et forsøg på at støtte valutaen fik den russiske centralbank til at hæve renten med 1,5% point. Det har været en medvirkende årsag til, at den russiske valuta over for danske kroner i kvartalet kun er faldet -7,3%. For mange investorer har det været en slem overraskelse, at Putin invaderede Krim, idet man ikke længere regnede med, at der var nogen stor politisk risiko ved at investere i Rusland. Denne forventning har nu vist sig forkert, hvorfor mange investorer skal til at indregne en højere politisk risiko i russisk relaterede investeringer, dette uanset om krisen mellem Rusland og Vesten skulle blive løst snarligt, hvad vi dog ikke forventer. Russiske investeringer vil fremadrettet blive betragtet som væsentligt mere risikofyldte, hvilket også vil ramme vestlige selskaber, som har store økonomiske interesser i Rusland, så som Carlsberg. Derfor tror vi, at den russiske økonomi vil komme til at lide i lang tid fremadrettet og vi afholder os på nuværende tidspunkt fra at investere i russiske aktiver og vestlige selskaber med for høj russisk eksponering.

Den russiske inflation var i februar 2014 sammenlignet med samme periode året før på 6,2% p.a., og inflationen vil sandsynligvis få et opadgående pres som følge af krisen og den faldende valuta.

### *Indien*

Den indiske økonomi har i 2. halvår af 2013 udviklet sig bedre end forventet. Væksten blev på henholdsvis 4,8% p.a. og 4,7% p.a. i 3. og 4. kvartal 2013 sammenlignet med samme perioder året før. Den økonomiske vækst forventes at have været på samme niveau i 1. kvartal af 2014. Det går således umiddelbart lidt bedre på den økonomiske front, men der er stadig ridser i lakken, idet industrien stadig har det svært. Industriproduktionen voksede således sammenlignet med samme periode året før kun med 0,1% i januar 2014.

Inflationen har været det store problem i Indien, hvor landet som følge af en meget høj fødevarer-inflation ofte har haft inflationsrater på over 10% p.a. Inflationen er imidlertid på det seneste

faldet pænt. Den var kun 8,1% p.a. for februar 2014 sammenlignet med februar 2013. Faldet i inflationen er positivt for den indiske økonomi og sandsynligvis også en medvirkende årsag til, at den indiske valuta i kvartalet er blevet styrket.

#### *Kina*

Der har i kvartalet været en bred række af skuffende økonomiske nøgletal for den kinesiske økonomi. Således har både den kinesiske eksport og detailhandelstal generelt været skuffende, og de kinesiske virksomheders optimisme, målt i form af indkøbschefernes forventningsindeks, har ligeledes været skuffende. Derfor forventes den kinesiske økonomi i 1. kvartal 2014 sammenlignet med 1. kvartal 2013 kun at være vokset i et niveau omkring 7,3% p.a., hvilket er under målsætningen om en vækst i niveauet 7,5% p.a. De skuffende vækstindikatorer har ført til spekulationer om, at de kinesiske myndigheder snart vil komme med vækstfremmende tiltag.

Inflationen har på det seneste været under kontrol, og den seneste måling for inflationen i februar 2014 viste et behersket inflationsniveau på 2,0% p.a. sammenlignet med samme periode året før.

#### **Samlet omkring den økonomiske udvikling i 1. kvartal 2014**

Den økonomiske vækst i USA forventes som følge af den hårde amerikanske vinter og en lageropbygning hos virksomhederne i de forgangne kvartaler at have kørt på et lidt lavere niveau gennem 1. kvartal 2014. Det er sandsynligvis også en medvirkende årsag til, at den kinesiske økonomi ikke har haft den forventede fremgang, medens den økonomiske vækst i Europa forventes at være fortsat fremad i et meget behersket tempo. Krisen med Rusland ser i første omgang ud til at ramme russerne hårdest, med en økonomi der kan være tæt på at falde tilbage i recession allerede i 1. kvartal af 2014. Men krisen vil sandsynligvis også få nogle langsigtede negative virkninger. Ikke kun for den russiske økonomi, men også for vestlige virksomheder, der har store økonomiske interesser i Rusland, idet investorerne vil begynde at kræve meget større risikopræmier for at investere i russisk relaterede aktiver. Samlet set forventes, at verdensøkonomien i 1. kvartal 2014 sandsynligvis har bevæget sig fremad, men i et lavere tempo, end tilfældet var for 3 måneder siden.



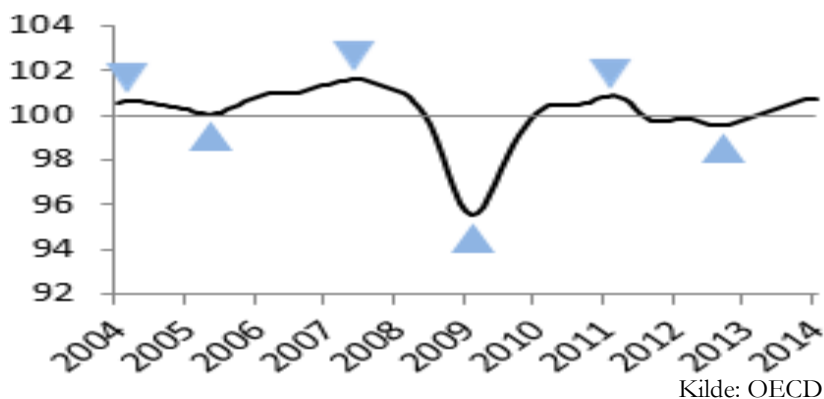
## Forventninger

Økonomiske nøgletal						
	2013r		2014e		2015e	
Region	BNP Vækst	Inflation	BNP Vækst	Inflation	BNP Vækst	Inflation
USA	2,00%	1,50%	2,90%	1,80%	3,00%	2,00%
Euroland	-0,20%	1,40%	1,20%	0,90%	1,50%	1,50%
Japan	1,80%	0,10%	1,00%	1,50%	1,20%	1,00%
Danmark	0,30%	0,80%	1,00%	1,20%	1,50%	1,50%
Brasilien	2,40%	6,20%	2,10%	5,80%	2,50%	6,00%
Rusland	1,50%	6,70%	-1,00%	5,50%	1,00%	6,00%
Indien	4,60%	10,50%	5,00%	8,50%	6,00%	9,00%
Kina	7,60%	2,70%	7,30%	2,80%	7,00%	3,00%

Kilde: Dansk FI

### Økonomi

Som tidligere beskrevet er det vores forventning, at den økonomiske vækst i USA og i verdensøkonomien generelt vil ligge lidt underdrejet, ikke kun nu men i hele første halvår af 2014. Herefter skulle væksten, medmindre der sker nogle uforudsete hændelser, tiltage igen.



Hvis man betragter OECD's ledende indikatorer for G7 økonomierne (de 7 største økonomier i verden), kan man af grafen ovenfor se, at kurven er fladet ud og at den på det seneste er faldet en kende, hvilket er et tegn på, at den økonomiske vækst i G7 landene har tabt tempo. 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. De ledende indikatorer skulle således gerne vende pilen opad snarest, idet vækstnedgangen som tidligere nævnt burde være en følge af den hårde amerikanske vinter og en nedbringelse af lagrene hos de amerikanske virksomheder.

Vi følger naturligvis både OECD's ledende indikatorer og andre økonomiske nøgletal tæt, idet disse gerne snart skulle vende til det bedre. Sker dette ikke, kan det være et forvarsel om en lidt større økonomisk tilbagegang.

### **Stadig mange faldgrupper og investorerne glemmer at afkastkravet er faldet!**

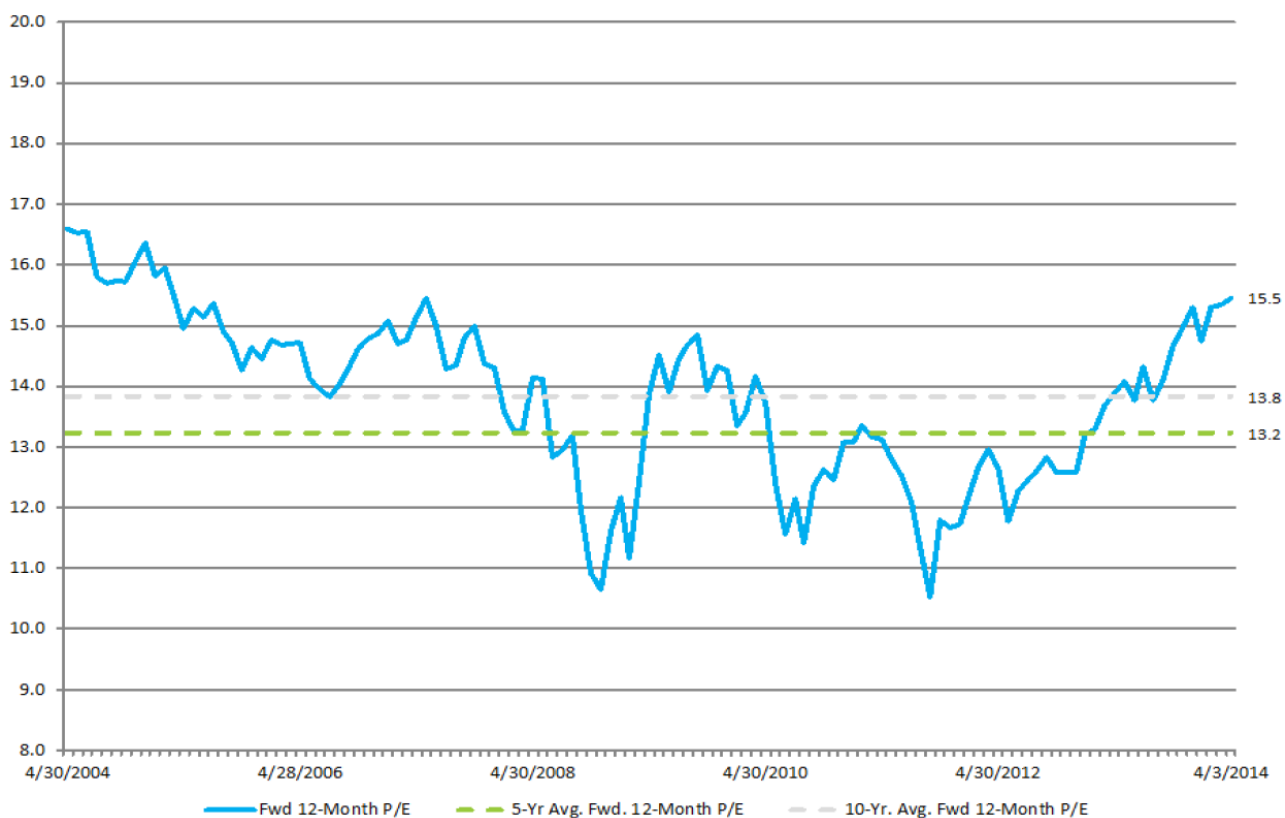
Selv om de finansielle markeder er kommet forholdsvis hurtigt over den russiske krise, så kan krisen sagtens eskalere yderligere og blive til et reelt problem for verdensøkonomien. Putin har vist sig at være uberegnelig, og hvordan kan han finde på at reagere, hvis det viser sig, at den russiske økonomi som følge af sanktionerne fra Vesten ryger i recession, således som Verdensbanken for nylig har spået? Det er der vist ingen, som kan svare på med sikkerhed, specielt ikke efter Krim invasionen, som ingen regnede med for bare 3 måneder siden!

Hvis man ser på prognoserne fra OECD, Verdensbanken og IMF, så er alle enige om, at verdensøkonomien er inde i et ujævnt og skrøbeligt økonomisk opsving, og meget sårbar over for udefra kommende chok. Ikke desto mindre er risikofyldte aktiver i de seneste 2 år steget markant, og der har som tidligere nævnt været en tendens til, at jo mere "flyvsk" en aktie er, desto mere er den steget. At man i et scenarie med høj risiko nu har lave risikopræmier ved at påtage sig risiko hænger kort og godt ikke sammen! Dette paradoks vurderes at være en konsekvens af, at det lave renteniveau har gjort investorerne "risikoblinde" og fokuserende på muligheden for at opnå et højt afkast i stedet for også at se på risikoen for formuetab! Når man ikke bliver tilpas belønnet for at påtage sig risiko, skal man efter vores vurdering hellere neddrose risikoen i stedet for at forøge den!

Det er også vores vurdering, at mange investorer helt glemmer, at med et lavt inflationsniveau bør afkastkravet også være lavere, forudsat at der investeres ud fra et ønske om at bevare formuens købekraft. Inflationen i Europa har i en lang periode svinget mellem 2-3% p.a. Hvis man for nemheds skyld antager, at der betales en skat på 50% af indtægter fra aktier og obligationer, havde investorerne, for at kunne bevare formuens købekraft, tidligere et afkastkrav på deres investeringer på 4-6% p.a. efter omkostninger. Nu hvor inflationen er faldet til under 1% p.a., bør afkastkravet være lavere og under 2% p.a. Det er vores vurdering, at for mange investorer glemmer at tage højde for faldet i inflationsniveauet, og at de i stedet forsøger at opnå tidligere tiders afkast, hvilket så ofte indebærer, at de må øge risikoen i deres portefølje betragteligt. Det kan vise sig at blive en bekostelig fejludmåling, specielt hvis der kommer en større korrektion på risikofyldte aktiver.

### **Aktier**

Kurven i figuren på side 11 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. Det 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 15,5, 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. Og som det ses af figuren, så handles aktierne aktuelt på samme niveau, som vi så forud for Finanskrisen.

Der kan være mange grunde til, at aktierne kan handles til en højere pris, og en af de væsentligste grunde kan være, at der i den kommende periode forventes en overnormal indtjeningsvækst i selskaberne. I 4. kvartal 2013 var det desværre en tendens hos S&P selskaberne, at de nedjusterede deres forventninger til selskabsindtjeningen i 1. kvartal 2014, hvilket har resulteret i, at analytikerne nu venter en indtjeningsstilbagegang i 1. kvartal 2014, efter at de for 3 måneder siden forventede, at selskaberne ville opleve en indtjeningsfremgang på 4,4%. Analytikerne har dog fortsat en forventning om en kraftig indtjeningsfremgang i de resterende kvartaler af 2014. Det stiller vi os stærkt tvivlende over for. Regnskabsaflæggelsen for 1.kvartal 2014 bliver snart skudt i gang, og det bliver spændende at følge, hvilken indtjenings virksomhederne i de kommende kvartaler forventer. Med den høje prisfastsættelse af aktier er der, hvis vi skal undgå en større korrektion, ikke råd til ret mange skuffelser, især ikke for drømmeaktierne.

## Obligationer

Den beherskede inflationsudvikling i såvel USA som i Europa i kombination med en større geopolitisk risiko gør, at nervøsiteten for rentestigninger på det senste er forduftet. Det betyder imidlertid ikke, at rentestigninger på obligationer i løbet af 2014 kan udelukkes. De finansielle markeder balancerer stadig på en knivsæg, og den amerikanske centralbank kan blive tvunget til at hæve renterne både hurtigere og kraftigere end forventet, hvis eksempelvis det viser sig, at der i USA kommer et væsentligt større lønpres end forventet. Endvidere er prisen på flere fødevarer i løbet af 1. kvartal 2014 steget kraftigt. S&P indekset for landbrugsvarer er i kvartalet således steget med hele 15%. Det kan, hvis denne udvikling fortsætter, påvirke det generelle inflationsniveau i opadgående retning. En eskalering af krisen mellem Rusland og den vestlige verden kan ligeledes betyde, at der kan komme fornyet pres på energi- og fødevarerpriserne, idet Rusland har en stor produktion af landbrugsvarer, gas og olie. Det kan lægge et opadgående pres på inflationsniveauet.

Med det nuværende lave rente- og inflationsniveau er der basis for negative overraskelser, hvis ikke det går helt som forventet, idet forventningerne er, at såvel inflations- som renteniveau forbliver lav i en længere periode. Derfor anbefaler vi fortsat en placering i forholdsvise korte/mellemlange obligationer, men der kan i den nærmeste fremtid komme større udsving i markedsrenterne, hvorfor det i perioder kan blive fordelagtigt at placere en andel i realkreditobligationer med længere løbetid.

Obligationer fra Højrentelande har vi længe undgået, men efter markante svækkelser af flere Emerging Markets landes valutakurser i 2013, kan det være en overvejelse værd, om der bør placeres en mindre del af ens obligationsportefølje i en investeringsforening rettet mod Højrentelande uden afdækning af valutakursrisikoen. Vi kan dog ikke anbefale afdelinger, som er for kraftigt eksponeret mod russiske obligationer.

3. april 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.