

Kvartalsrapport

4. kvartal 2013

RESUME

Økonomiske udsigter

Der har i 4. kvartal generelt ikke været de store overraskelser i den økonomiske udvikling. Det er næsten samme "sang" som i det foregående kvartal, hvor USA stadig er det land/region, som klarer sig bedst og tydeligvis er på vej mod et selv bærende opsving, medens den europæiske økonomi lige akkurat er kommet over nulpunktet og synes at blive hængende her. I Japan er den økonomiske vækst også på et beskedent niveau, den markante lempelige pengepolitik taget i betragtning, og BRIK landene synes også at hænge fast i et for dem lavt og skuffende væksth niveau. Samlet set tyder det på en verdensøkonomi, som stadig vokser omend i et behersket tempo.

Med udsigt til en fortsat fremgang i amerikansk økonomi og en faldende arbejdsløshed vil kursen være sat mod en fortsat løbende nedbringelse af den meget lempelige pengepolitik i USA. I første omgang er der tale om en reduktion af de månedlige obligationsopkøb, men på et tidspunkt bliver der også tale om renteforhøjelser. På nuværende tidspunkt er det "markedets" forventning, at Fed i 2014 kan nedbringe obligationsopkøbene i et behersket tempo og først i starten af 2016 foretage den første renteforhøjelse. En vigtig forudsætning, for at dette kan blive indfriet, er, at den amerikanske inflation vil være på et lavt niveau, således at der ikke opstår inflationsfrygt. Det vil sandsynligvis indebære, at inflationen skal holde sig et stykke under de 2,0% p.a.

Aktiemarkedet

Mens det amerikanske aktieindeks S&P 500 er steget med 47% i de seneste 2 år, er indtjeningen i de underliggende virksomheder kun steget med 13%. Såfremt det nuværende kursniveau skal retfærdiggøres, vil det efter vores vurdering kræve, at renteniveauet forbliver lavt i flere år endnu i kombination med, at virksomhedsindtjeningen overrasker positivt. Det bliver derfor ekstra spændende at følge virksomhedernes udmeldinger i løbet af 2014, idet der efter vores vurdering skal positive overraskelser til for bare at bevare det nuværende kursniveau.

Obligationsmarkedet

Inflationsudviklingen i USA vil sætte dagsordenen på de finansielle markeder. Et stigende renteniveau vil givet vis også smitte af på det europæiske og danske renteniveau, men udsigten til en fortsat presset europæisk økonomi bør betyde, at en evt. rentestigning vil blive mindre i Europa end i USA.

Udviklingen på de finansielle markeder i 4. kvartal 2013

Udvikling i 4. kvartal 2013					
Aktieindeks	Værdi	Værdi	Ændring i 4.kvt.	Afkast i 4.kvt.	Afkast i 2013
	30.09.13	31.12.13			
OMX CGI	690,42	754,44	64,02	9,27%	30,65%
OMX C20*	565,85	615,50	49,65	8,77%	24,05%
MSCI World All Countries	1.268,73	1.337,37	68,64	5,41%	17,94%
MSCI USA*	8.900,73	9.571,92	671,19	7,54%	24,20%
MSCI Europa*	9.035,18	9.522,02	486,84	5,39%	16,38%
MSCI Japan*	14.936,85	14.954,60	17,75	0,12%	19,49%
*opgjort i DKK ex. udbytte					
Renteudvikling i Danmark	Rente	Rente	Ændring i 4.kvt.	Afkast i 4.kvt.	Afkast i 2013
	30.09.13	31.12.13			
Rente på indskudsbeviser	-0,10	-0,10	0,00	-0,03%	-0,14%
4% STAT 2015	0,23	0,16	-0,07	0,19%	-0,51%
4% STAT 2017	0,66	0,62	-0,04	0,46%	-1,09%
7% STAT 2024	1,84	1,93	0,09	-0,40%	-4,15%
4% NYK 2044	3,87	3,83	-0,04	1,37%	2,25%
EFFAS 1-5**				0,30%	-0,49%
Valutakurser	Værdi	Værdi	Ændring i 4.kvt.	Afkast i 4.kvt.	Afkast i 2013
	30.09.13	31.12.13			
USD/DKK	5,52	5,41	-0,11	-1,99%	-4,37%
EUR/DKK	7,46	7,46	0,00	0,00%	0,00%
JPY/DKK	0,057	0,051	-0,006	-10,53%	-22,73%

Aktiemarkedet

Den positive stemning på de fleste aktiemarkeder fortsatte i 4. kvartal. Det var igen det danske aktiemarked, der var højdespringeren med et afkast på 9,27% målt på det brede aktieindeks OMX CGI, medens verdensindekset målt i DKK steg med 5,41%. Målt på OMX CGI steg aktierne i 2013 med hele 30,65%, medens verdensindekset i DKK steg med 17,94%. Som det ses af skemaet ovenfor varierer afkastene i DKK i 2013 fra 16,38% på MSCI Europa til 30,65% målt på OMX CGI. 2013 blev således et godt aktieår på de "gamle" aktiemarkeder, medens det modsatte faktisk var tilfældet i Emerging Markets, hvor aktiemarkederne målt i DKK faldt med knap 8% i Indien til et fald på over 29% i Brasilien. Det er fortsat strukturelle problemer i flere af BRIK landene med faldende valutakurser til følge, som har været en stærk medvirkende årsag til den skuffende afkastudvikling i 2013. Som det ses af afkastudviklingen i skemaet på næste side, har afkastet på aktiemarkederne også været negativt i 4. kvartal 2013 bortset fra i Indien, hvor aktierne målt i DKK steg med 8,74%.

Land	Aktieindeks	Afkast i DKK i Q4 2013	Afkast i DKK i 2013
Brasilien	Bovespa	-7,06%	-29,35%
Rusland	Micex	-0,25%	-9,16%
Indien	Sensex 30	8,74%	-7,78%
Kina	Shanghai	-3,74%	-8,28%

Årets højdespringere i OMX CGI indekset blev med en stigning på over 400% Vestas, DIBA Bank med 315%, Newcap Holding med 241%, Genmab med 172% og Erria med 151%. Vestas aktien er trods stigningen i 2013 fortsat over 75% ned fra topniveauet i 2008 på kurs 700, og selskabet realiserede for de første 9 måneder af 2013 et underskud på over 2 mia. kr. Kursstigningen på Vestas aktien er i høj grad baseret på en forventning (eller måske et håb?) om, at selskabet i årene fremover vil begynde at tjene gode penge. Kendetegnet for kursudviklingen på mange aktier i 2013 har været, at investorerne er søgt mod mere spekulative selskaber i håb om, at de kan ramme en aktie, som i den nærmeste fremtid kan mangedoble i kurs, medens de mere solide og sikre selskaber som Carlsberg og Novo Nordisk ”kun” er steget med omkring 10% i 2013. Denne tendens er ikke et isoleret dansk fænomen. Det har været en tendens på de vestlige aktiemarkeder generelt. Det amerikanske biotekindeks, Nasdaq Biotechnology, er i DKK i 2013 steget med over 60%. Det er for os et signal om, at risikovilligheden hos investorerne er steget betragteligt.

Det er fristende at kalde 2013 for ”drømmenes år”, idet selskaber, som historisk har haft store udsving i såvel indtjening som kursudvikling, er blevet ”hottet” blandt investorerne, og de har da også i 2013 generelt haft en imponerende kursudvikling. Investorerne har købt op i denne type selskaber i håb om, at tidligere års indtjeningskrise står over for en snarlig vending. Investorer må spørge sig selv, om de har lyst til at hoppe med på vognen og købe aktier i denne type selskaber mere ud fra håb end ud fra dokumenteret indtjeningsevne. Vi har generelt ikke lyst til at investere i denne type selskaber men foretrækker selskaber, som har en dygtig ledelse samt en veldokumenteret forretningsmodel og indtjeningsevne. Amerikanerne, Robert A. Haugen og Nardin L. Baker har undersøgt afkastudviklingen på det amerikanske aktiemarked over en 45 årig periode. Deres konklusion var, at de selskaber, som gav det højeste aktieafkast, var karakteriseret ved, at de var meget profitable, havde en positiv udvikling i indtjeningsevnen, og deres aktiekurs svingede mindre end aktiemarkedet generelt. Omvendt havde investorerne en forkærlighed for selskaber som svingede meget i kurs, hvilket resulterede i, at afkastet på denne type aktier var skuffende, da investorerne var villige til at betale ekstra for disse selskaber. I det danske investeringsforeningsunivers, er investeringsfilosofien hos Specialforeningen BLS Invest karakteriseret ved, at den foretrækker førnævnte selskaber og undgår selskaber, som ikke har en veldokumenteret forretningsmodel. BLS Danske Aktier har i 2013 haft et afkast på 25,3%, medens medianen af sammenlignelige investeringsforeninger har opnået et afkast på 34,9%. Altså en underperformance på 9,6% point i løbet af 2013. På 5 års sigt har BLS Danske Aktier imidlertid opnået et afkast på 91,8%, medens medianen af sammenlignelige investeringsforeninger kun har realiseret et afkast på 36,0%. BLS Danske Aktier har således på 5 års sigt outperformat med hele 55,8% point, og spørgsmålet er, om investorer ikke føler sig mere trygge ved at investere i selskaber med en veldokumenteret forretningsmodel og indtjeningsevne end i selskaber, som i højere grad er baseret på håb? Vi er ikke i tvivl!

Obligationsmarkedet

Selv om det på centralbankfronten har været et begivenhedsrigt kvartal med en rentenedsættelse fra den europæiske centralbank (ECB) på 0,25% point og en neddrøsling af den amerikanske centralbanks

(Fed) opkøbsprogram af stats- og realkreditobligationer med 10 mia. USD om måneden, således at dette nu ”kun” er på 75 mia. USD månedligt, har tiltagene kun haft en beskedent effekt på det danske obligationsmarked. Således varierer obligationsafkastet fra -0,40% p.a. på den lange statsobligation 7% STAT 2024 til 1,37% p.a. på 4% NYK 2044. Da Fed i maj måned første gang luftede, at den overvejede at begynde en nedtrapning af obligationsopkøbene inden længe faldt obligationskurserne mere, hvilket resulterede i, at 7% STAT 2024 i 2. kvartal 2013 realiserede et negativt afkast på -3,0% p.a.

Samlet set har afkastet på obligationsmarkedet i 2013 været skuffende, idet en investering i 2013 i langt de fleste obligationer har resulteret i et negativt afkast. Således har 7% STAT 2024 givet et negativt afkast på -4,15% p.a., medens benchmark for danske statsobligationer med en løbetid på mellem 1-5 år, EFFAS 1-5, har givet et negativt afkast på -0,49% p.a.

Valutamarkedet

Trods kvartalets rentenedsættelse fra ECB er euroen og DKK over for den amerikanske dollar i kvartalet blevet styrket med knap 2%. Styrkelsen har været mere markant over for den japanske yen, idet euroen og DKK her er blevet styrket med over 10%. Euroen og DKK er i 2013 blevet styrket med lidt over 4% og næsten 23% over for JPY. Som det ses af skemaet neden for, er såvel euro som DKK i 2013 også blevet markant styrket over for de fleste af BRIK landenes valutaer. Eurostyrkelsen har lagt en inflationsdæmpende effekt på europæiske økonomi, hvor inflationen nu er utilfredsstillende lav med en stigning på kun 0,8% p.a. i Euroland for december måned, hvilket er langt fra ECB's mål om en inflation på lige under de 2,0% p.a. Eurostyrkelsen medfører, at de europæiske virksomheder mister konkurrenceevne over for førnævnte lande, hvilket ikke just er det, som den europæiske økonomi i øjeblikket har brug for, idet den økonomiske vækst er lav.

Land	Valuta	Afkast i DKK i Q4 2013	Afkast i DKK i 2013
Brasilien	BRL	-5,51%	-16,39%
Rusland	RUB	-2,94%	-10,90%
Indien	INR	-0,46%	-15,38%
Kina	CNY	-1,05%	-1,65%

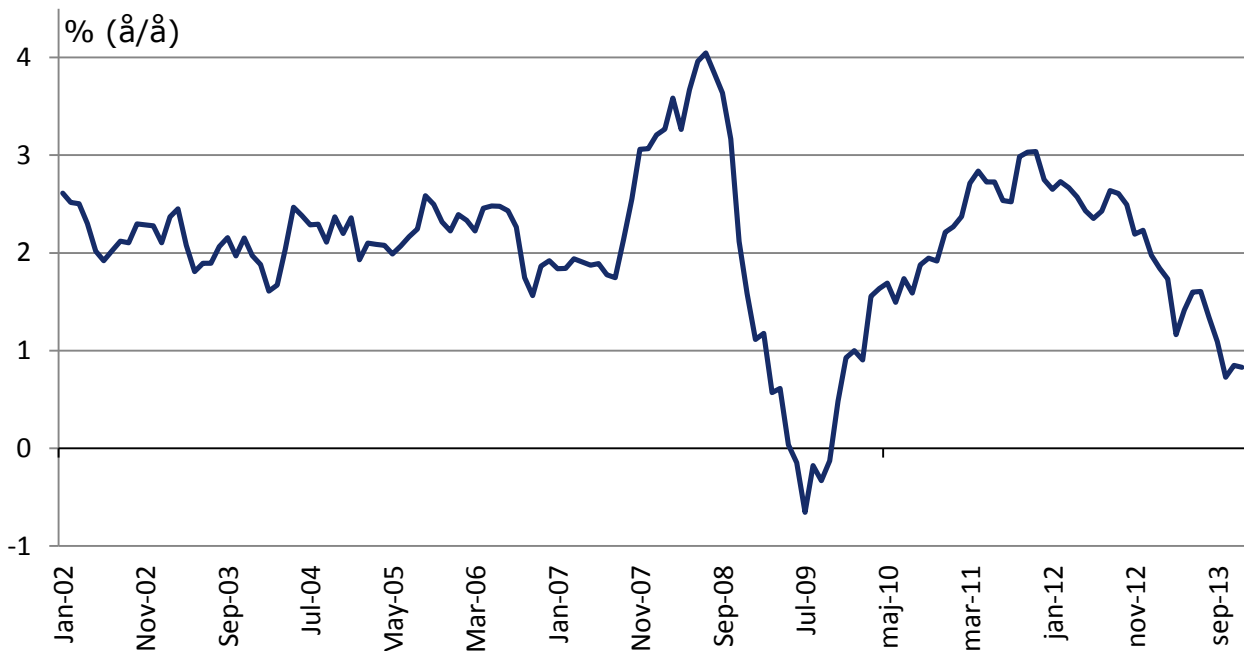
Den økonomiske udvikling i 4. kvartal 2013

Europa

Den europæiske økonomi er i løbet af 3. kvartal 2013 sluppet ud af recessionen. Den økonomiske vækst blev på 0,1% p.a. sammenlignet med 2. kvartal 2013. Sammenlignes med samme kvartal 2012 er der dog en tilbagegang på -0,4% p.a. Den økonomiske vækst forventes i løbet af 4. kvartal 2013 at have været på nogenlunde samme niveau som i 3. kvartal. Der er lidt mere optimisme at spore i udvalgte sydeuropæiske lande, idet den spanske økonomi udvikler sig bedre end forventet, medens det desværre fortsat halter i Italien. Samlet set er der således stadig tale om en europæisk økonomi i slæbesporet, og en økonomisk vækst i niveau 0 - 0,5% p.a. er desværre ikke nok til at få arbejdsløsheden til at falde, hvorfor den økonomiske situation i langt de fleste europæiske lande fortsat føles meget anstrængt.

Inflationen har i kvartalet været svagt faldende til et niveau omkring 0,8% p.a., hvilket er et godt stykke fra ECB's målsætning omkring en inflation på lige under 2,0% p.a. Det er bl.a. den stærke euro og det faldende lønniveau i Sydeuropa som er en stærk medvirkende årsag til, at inflationen i euroområdet falder. Det var også baggrunden for, at ECB i 4. kvartal 2013 sænkede renten med 0,25% point til nu blot 0,25%. Rentenedsættelse har indtil videre ikke resulteret i en større svækkelse af euroen, hvilket gives vis giver en vis frustration i ECB og sikkert også sætter gang i andre overvejelser, hvis ikke euroen snarligt bliver svækket. Eller måske er løsningen, at de andre centralbanker i verden skal føre en mindre ekspansiv politik?

Inflationen i Euroområdet



Kilde: Eurostat

USA

Den økonomiske vækst i USA har i såvel 3. som 4. kvartal overrasket til den positive side. Således forventes den økonomiske vækst i 3. kvartal 2013 sammenlignet med samme periode året før at have været på hele 4,1% p.a. I 4. kvartal forventes væksten at have været i niveau 2,7% p.a.. Dette til trods for, at de økonomiske besparelser, som er gennemført i USA i 2013, forventes at have trukket omkring 1,5% point ud af den økonomiske vækst. Arbejdsløsheden er gennem 2013 faldet pænt, både som følge af en stigende jobskabelse, men også fordi flere personer, som følge af den forbedrede økonomiske situation, har valgt at forlade arbejdsmarkedet. I årene under finanskrisen valgte mange at udskyde deres pensionering. Arbejdsløsheden er nu nede på 7,0%, hvilket faktisk er det niveau, som den afgående amerikanske centralbankchef, Ben Bernanke i sommeren 2013 sagde ville få den amerikanske centralbank (Fed) til helt at stoppe dens obligationsopkøb. Det blev i stedet det niveau, hvor Fed begyndte at nedtrappe obligationsopkøbene.

Inflationen i den amerikanske økonomi er som i Europa på et uønsket lavt niveau, idet seneste måling for november 2013 sammenlignet med samme periode året før viste en stigning på blot 1,2% p.a. Fed har begrundet forsinkelsen i nedtrapningen af obligationsopkøbene med, at så længe inflationsniveauet er under dens målsætning på 2,0% p.a., og der ikke er tegn på, at inflationen står over for en snarlig stigning, kan den føre en mere lempelig pengepolitik end tidligere tiltænkt. Det vil med andre ord sige, at holder inflationen sig et stykke under de 2,0%, vil Fed sandsynligvis blot fortsætte med at nedtrappe obligationsopkøbene i et tempo med 10 mia. USD pr. møde samt være tilbageholdende med at hæve renten, men det modsatte er også tilfældet! Derfor bliver den forventede inflationsudvikling i USA en meget vigtig parameter at forholde sig til, idet den i løbet af 2014 kan få en væsentlig indflydelse på udviklingen på såvel obligations- som aktiemarkedet, ikke blot i USA men i hele verden.

Japan

Den meget kraftige svækkelse af den japanske yen gennem 2013 har vist sin effekt ved, at den japanske økonomi i såvel 3. som 4. kvartal 2013 sammenlignet med samme perioder året før forventes at være vokset med et niveau omkring 1,0 - 1,5% p.a. Dette niveau synes skuffende henset til, at den japanske yen i løbet af 2013 er faldet med næsten 23% over for såvel euro som DKK og knapt 20% over for USD. Japan kan håbe, at valutasvækkelsen vil slå mere igennem på den økonomiske vækst i 2014.

Den kraftige svækkelse af yennen er begyndt at slå igennem på inflationsniveauet, idet inflationen i november sammenlignet med året før med en stigning på 1,2% p.a. nåede det højeste niveau i 5 år, og inflation er noget, som Japan efter årtier med deflation ønsker.

BRIK landene

Brasilien

Den optimisme omkring den brasilianske økonomi, der blev skabt efter en større end forventet fremgang i 2. kvartal 2013, holdt ikke længe, idet den økonomiske vækst i 3. kvartal 2013 sammenlignet med 3. kvartal 2012 kun blev på 2,2%. Det er ca. 1% point lavere end forventet. Den økonomiske vækst i 4. kvartal 2013 forventes endog at have ligget på et lidt lavere niveau omkring 1,5 - 2,0% p.a. Brasilien befinder sig således fortsat på behersket vækstniveau.

Den brasilianske valuta er i løbet af 4. kvartal 2013 faldet yderligere, bl.a. som følge af en skuffende økonomisk vækst i kombination med, at den amerikanske centralbank har påbegyndt en neddrøsling af

obligationsopkøbene, hvilket fik de fleste emerging markets valutaer til at falde. Den brasilianske centralbank har som modreaktion hævet den ledende rente, Selic renten, fra 9,0% til nu 10,0%. Inflationen er aftaget en anelse, idet den for november 2013 var på 5,77% p.a., hvilket er inden for centralbankens mål omkring en inflation i niveau 4,5% med et udsvingsbånd på 2% point. Henset til at inflationen nu synes at være inden for det acceptable område, og at den økonomiske vækst er lav, er det vores vurdering, at den brasilianske centralbank i denne omgang er tæt på at være færdig med at hæve Selic renten.

Rusland

Den økonomisk vækst i den russiske økonomi er fortsat skuffende, idet væksten i såvel 3. som 4. kvartal 2013 sammenlignet med de tilsvarende kvartaler året før forventes at have været på skuffende 1,2% p.a. Det er ikke særligt opløftende specielt taget i betragtning, at den russiske inflation fortsat ligger på et forholdsvist højt niveau med 6,5% p.a. i november 2013 sammenlignet med den tilsvarende måned året før. Det er over det niveau på omkring 5 - 6% p.a., som er den russiske centralbanks mål.

Indien

Efter en vækstskuffelse i den indiske økonomi i 2. kvartal 2013, hvor væksten, sammenlignet med året før, kun viste sig at have været på 4,4% p.a., ca. 1% point lavere end forventet, var der lagt op til endnu en skuffende og lavere vækst i såvel 3. som 4. kvartal. Disse forventninger viste sig heldigvis at være for pessimistiske, idet den økonomiske vækst i såvel 3. som 4. kvartal forventes at have været på 4,8% p.a. Det, som trækker den økonomiske vækst op, er en stigende vækst i landbruget, idet landet i 2013 modsat i 2012 havde en god monsoon, hvilket bidrog positivt til væksten. Fremstillingssektoren skuffer desværre fortsat, hvorfor den lidt bedre økonomiske vækst, hvis de økonomiske konjunkturer ikke bedres, kan blive af midlertidig karakter.

Inflationen, målt ved CPI indekset, er desværre gået den forkerte vej i 4. kvartal 2013, idet den for november måned sammenlignet med samme måned året før viste en stigning på 11,2% p.a. Det er desværre fødevareinflationen, som trækker godt op, idet denne var på hele 14,7% p.a. Den stigende inflation resulterede i, at den indiske centralbank i kvartalet hævdede den ledende rente med 0,25% point til 7,75%. Skuffende vækst og stigende renteniveau er ikke den bedste cocktail for den indiske økonomi.

Kina

Der har været og er fortsat megen fokus på den kinesiske økonomi, idet Kina nu er verdens 2. største økonomi og dermed en meget vigtig vækstmotor for verdensøkonomien. Den økonomiske vækst i Kina i 3. kvartal 2013 sammenlignet med samme periode året før landede som forventet på 7,8% p.a. I 4. kvartal forventes væksten at have været på 7,6% p.a. Disse vækstniveauer er marginalt over målsætningen omkring en økonomisk vækst på minimum 7,5% p.a.

Det kommunistiske parti holdt stormøde i efteråret, og her blev der opnået enighed omkring nogle interessante perspektiver for den kinesiske økonomi. Kina skal i de kommende år bevæge sig fra at være et industrisamfund til et servicesamfund, hvilket bl.a. indebærer, at Kinas rolle som verdens produktionssted gradvist vil blive mindsket. Det betyder, at den økonomiske vækst i Kina i endnu højere grad skal komme fra kinesernes eget forbrug. Det betyder imidlertid også, at regeringen varsler omfattende reformer, som bl.a. indebærer, at Kina gradvist vil liberalisere finansmarkedet og i højere grad lade markedskræfterne råde i stedet for statsstyring. Den kinesiske regering har fastholdt vækstmålet på minimum 7,5% p.a., men har samtidig ladet forstå, at den ikke vil ofre den langsigtede strukturelle tilpasning for at opnå et kortsigtet vækstmål, dog må væksten, ifølge en talsmand for regeringen, ikke må falde til under 7,0% p.a.

Der har i kvartalet været en mindre stigning i inflationen, men med et inflationsniveau for november 2013 sammenlignet med samme måned året på 3% p.a. har Kina sammenlignet med de 3 andre BRIK lande fortsat en behersket inflation.

Samlet omkring den økonomiske udvikling i 4. kvartal 2013

Der har i kvartalet generelt ikke været de store overraskelser i den økonomiske udvikling. Det er næsten samme "sang" som i det foregående kvartal, hvor USA stadig er det land/region, som klarer sig bedst og tydeligvis er på vej mod et selv bærende opsving, medens den europæiske økonomi lige akkurat er kommet over nulpunktet, og synes at blive hængende her. I Japan er den økonomiske vækst også på et beskedent niveau, den markante lempelige pengepolitik taget i betragtning, og BRIK landene synes også at hænge fast i et for dem lavt og skuffende væksth niveau. Samlet set tyder det på en verdensøkonomi, som stadig vokser omend i et behersket tempo.

Forventninger

Økonomiske nøgletal						
	2012r		2013e		2014e	
Region	BNP Vækst	Inflation	BNP Vækst	Inflation	BNP Vækst	Inflation
USA	2,20%	2,10%	2,00%	1,50%	2,80%	2,00%
Euroland	-0,50%	2,40%	-0,20%	1,30%	0,50%	1,30%
Japan	1,60%	-0,20%	1,80%	0,10%	1,50%	0,50%
Danmark	-0,60%	2,50%	0,10%	0,70%	1,00%	1,20%
Brasilien	0,90%	5,40%	2,40%	6,20%	2,50%	6,00%
Rusland	3,40%	5,00%	1,50%	6,70%	2,00%	6,00%
Indien	5,10%	9,00%	4,60%	11,00%	5,00%	10,50%
Kina	7,80%	2,70%	7,60%	2,70%	7,00%	2,80%

Kilde: Dansk FI

Økonomi

Den økonomiske vækst i 2013 i verdensøkonomien har generelt været skuffende, og IMF har gennem 2013 nedjusteret bankens skøn for væksten fra en forventet fremgang på 3,5% p.a. i starten af 2013 til seneste et niveau omkring 2,9% p.a. Ændringen i vækstforventningen dækker over en lavere vækst i Emerging Markets, medens væksten i USA har været lidt bedre end forventet. Den amerikanske økonomi ser ud til at have de bedste muligheder for yderligere fremgang i 2014, bl.a. som følge af, at budgetopstramningerne i USA kun forventes at bidrage negativt til den økonomiske vækst i 2014 med ca. halvdelen af 2013 niveauet. Herudover forventes der igen skabt et tilfredsstillende antal nye jobs med en faldende arbejdsløshed til følge. Det skaber mulighed for en fortsat fremgang i det private forbrug, hvilket ikke kun er meget afgørende for den amerikanske økonomi, men også for udviklingen i verdensøkonomien generelt.

Udsigterne for den europæiske økonomi er lidt mere dystre, idet ubalancerne mellem syd- og nordeuropa stadig er store, selvom det i 2013 er gået i den rigtige retning. Den forventede økonomiske vækst i 2014 i Europa vil sandsynligvis stadig være på et beskedent niveau omkring de 0,5% p.a., hvilket ikke er tilstrækkeligt til at få arbejdsløsheden til at falde, og flere af de sydeuropæiske lande vil i løbet af 2014 sandsynligvis se deres gæld i forhold til BNP stige yderligere, idet BNP væksten i flere af landene stadig forventes at blive negativ. Dermed vil de underliggende spændinger i befolkningerne sandsynligvis stadig være til stede, og euro skepsis kan risikere at stige igen. Eurokrisen er langt fra løst, men centralbankerne har formået at vinde tid ved at føre en meget lempelig pengepolitik. Det bliver også spændende at se, hvad ECB's stresstest af de europæiske banker, som udføres i foråret 2014, vil vise. Samlet set forventes den europæiske økonomi at bevæge sig fremad i 2014, men stadig i et meget behersket tempo.

De økonomiske udsigter for BRIK landene synes brogede. Stort set alle lande har strukturelle problemer, som på den korte bane virker vækstdæmpende. Kina må rent strukturelt begynde at indstille sig på, at landets vækstrater i årene fremover vil være aftagende, bl.a. fordi landet rent demografisk har vendt, idet der nu bliver flere ældre og færre yngre, samt at landet nu skal omstille sig til et servicesamfund. En større fremgang i den økonomiske udvikling i 2014 i BRIK landene synes således at være begrænset.

Udviklingen i japansk økonomi i 2014 bliver meget spændende at følge. Det store spørgsmål bliver, om kickstarten af den japanske økonomi i 2013 kan blive afløst af et længevarende opsving, eller om det får en ende i løbet af 2014. På nuværende tidspunkt er det den generelle forventning, at den økonomiske vækst i 2014 vil blive lidt lavere end i 2013, bl.a. som følge af en momsforhøjelse, som vil virke væksthæmmende.

Prognosen for forventningerne til udviklingen i verdensøkonomien fra The Conference Board, en prognose vi præsenterede i sidste Kvartalsrapport, ser for såvel 2014 som for årene fremover meget tilforladelig ud. Budskabet er, at vi er inde i en periode, hvor verdensøkonomien bevæger sig forsigtigt frem, idet der er en række strukturelle ubalancer, som skal løses, før der er håb om, at verdensøkonomien i en længere årrække igen kan komme op i et højere gear. De kommende år vil således stadig byde på en både uens og ujævn fremgang, hvor der stadig vil være mange faldgrupper.

Vækst i verdensøkonomien

År	Vækst i % p.a.
1995-2005	3,6
2006-2012	3,5
2011	3,9
2012	3,2
2013e	2,9
2014e	3,8
2013-2018e	3,0

Kilde: The Conference Board september 2013

Inflationsudviklingen og styring af den mindre lempelige pengepolitik i USA sætter dagsordenen i 2014

Med udsigt til en fortsat fremgang i amerikansk økonomi og en faldende arbejdsløshed vil kursen være sat mod en fortsat løbende nedbringelse af den meget lempelige pengepolitik. I første omgang er der tale om en reduktion af de månedlige obligationsopkøb, men på et tidspunkt bliver der også tale om

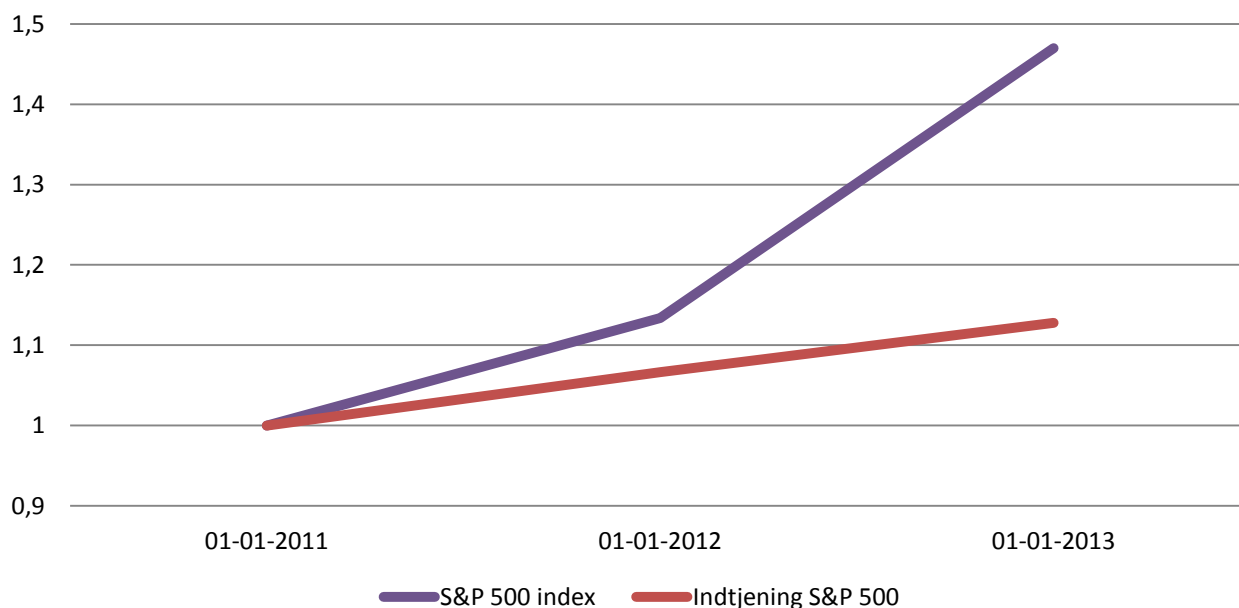
renteforhøjelser. På nuværende tidspunkt er det ”markedets” forventning, at Fed i 2014 kan nedbringe obligationsopkøbene i et behersket tempo og først i starten af 2016 foretage den første renteforhøjelse. En vigtig forudsætning, for at dette kan blive indfriet, er, at den amerikanske inflation vil være på et lavt niveau, således at der ikke opstår inflationsfrygt. Det vil sandsynligvis indebære, at inflationen skal holde sig et stykke under de 2,0% p.a.

Skulle inflationsforventningerne begynde at bevæge sig opad, vil det sandsynligvis føre til, at den amerikanske centralbank hurtigere end forventet må nedbringe obligationsopkøbene og foretage en renteforhøjelse, hvilket kan føre til større kursfald på de finansielle markeder, som vi så i slutningen af maj måned 2013, hvor Fed første gang ”raslede med sablen”, men det kan også få en negativ udvikling på verdensøkonomien, idet for hurtige kapitalbevægelser på de finansielle markeder har vist sig at have en afsmittende effekt på verdensøkonomien. Derfor skal der holdes ekstra godt øje med inflationsudviklingen i USA i 2014, idet en behersket afvikling af den lempelige pengepolitik i USA er en vigtig forudsætning for ovenstående vækstforventninger.

Aktier

Vi har tidligere beskrevet den skuffende vækst i verdensøkonomien i 2013 og konsekvensen for aktiemarkederne. Vi har undersøgt, hvorledes virksomhedernes indtjening i de seneste 2 år har udviklet sig i forhold til, hvad der var forventet for 2 år siden. Dette ud fra en tese om, at det er selskabsindtjeningen, som på langt sigt driver en akties kursudvikling.

Vi har valgt at se på det amerikanske aktieindeks S&P 500, som består af de 500 største børsnoterede amerikanske selskaber. Vi har set på den indtjeningsfremgang S&P 500 selskaberne har haft i 2012 og 2013, samt hvorledes aktieindeksets kursudvikling har været i samme periode. Vi har herudover valgt at se på, hvad analytikerne den 01.01.2012 forventede, at selskaberne i S&P 500 indekset ville have i indtjeningsfremgang i henholdsvis 2012 og 2013 for at vurdere, om indtjeningsudviklingen har overrasket positivt eller negativt. Hvis der f.eks. er indeholdt meget negative forventninger, kan en aktiekurs sagtens udvikle sig meget forskelligt i forhold til den realiserede indtjeningsfremgang og omvendt.



Kilde: Dansk FI

Som det fremgår af ovenstående graf, er indtjeningen i de amerikanske selskaber i S&P 500 indekset i årene 2012 + 2013 steget med knap 13%, medens selve aktieindekset er steget med hele 47%. Indekset er således steget næsten 3 gange mere end den underliggende indtjeningsudvikling i selskaberne. Det er således ikke den underliggende indtjening, som kan forklare hovedparten af kursudviklingen.

Jf. tabellen nedenfor var forventningen primo 2012 til indtjeningsudviklingen en vækst i såvel 2012 som 2013 på lidt over 11% p.a.

År	Indtjeningsvækst
2012e	11,2%
2013e	11,6%

Som det fremgår af nedenstående tabel, har indtjeningsvæksten kun været lidt over det halve af det forventede. Det er således heller ikke en markant bedre indtjeningsudvikling end forventet, som i de seneste 2 år har drevet kursudviklingen på S&P 500 indekset. Vi bemærker, at analytikerne i de kommende 2 år igen forventer en indtjeningsudvikling i niveau 11% p.a.

År	Indtjeningsvækst
2012	6,7%
2013e	5,7%
2014e	11,7%
2015e	10,3%

Selvom både den økonomiske vækst i verdensøkonomien og selskabsindtjeningen i de seneste 2 år har skuffet, er aktiekurserne steget markant! En forklaring herpå kunne være, at aktierne i forvejen var meget billige og derfor ville stige, medmindre der indtraf en katastrofe i 2012 og 2013. Med den nuværende prisfastsættelse af S&P indekset handles S&P 500 på 17 gange realiseret indtjening, (benævnet PE) og med udgangspunkt i den konjunkturudjævrende 10 års gennemsnitlige indtjening (benævnes Schiller PE eller CAPE) er denne værdi på 25 gange indtjeningen. Det langsigtede gennemsnitsniveau, som S&P 500 er blevet handlet til siden 1881, er på 15 gange indtjeningen, hvilket indikerer, at S&P 500 indekset på nuværende kursniveau enten er lidt eller meget overvurderet. For 2 år siden var indekset enten lidt undervurderet (ud fra almindelig PE) eller lidt overvurderet (ud fra Schiller PE).

Det faktum, at der ikke er indtruffet katastrofer i de seneste 2 år, så som et sammenbrud af euroen eller en meget kraftig kinesisk vækststopbremsning, har skabt en berettiget større tiltro til aktiemarkedet. Men det lave renteniveau har efter vores vurdering skabt en usund høj risikovillighed hos mange investorer. Det har efter vores vurdering været en stærk medvirkende årsag til de seneste 2 år kraftige stigning på aktiemarkedet. Det er for os en bekymrende udvikling, idet der givet vis er en række investorer, som ikke er klar over, hvilken risiko de har fået i deres porteføljer, hvilket kan danne basis for en større negativ kursreaktion, hvis investorerne enten mister tilliden til aktiemarkedet eller at renteniveauet på obligationsmarkedet igen stiger til et for dem attraktivt niveau, hvor de skifter deres aktier ud med almindelige obligationer.

Såfremt det nuværende kursniveau skal retfærdiggøres, vil det efter vores vurdering kræve, at renteniveauet forbliver lavt i flere år endnu i kombination med, at virksomhedsindtjeningen overrasker positivt. Det bliver derfor ekstra spændende at følge virksomhedernes udmeldinger i løbet af 2014, idet der efter vores vurdering skal positive overraskelser til for bare at bevare det nuværende kursniveau.

Obligationer

Som nævnt tidligere vil inflationsudviklingen i 2014 i USA sætte dagsordenen på de finansielle markeder. Et stigende renteniveau vil givet vis også smitte af på det europæiske og danske renteniveau, men udsigten til en fortsat presset europæisk økonomi bør betyde, at en evt. rentestigning vil blive mindre i Europa end i USA. Vi er således ikke i tvivl om, at vi i den vestlige verden generelt er på vej mod et højere renteniveau. Derfor er det fortsat vores generelle anbefaling, at investorer skal placere midlerne i obligationer enten med kort løbetid eller med en variabel rente. Der vil selvfølgelig være perioder, hvor obligationsrenterne stiger for meget på den korte bane, hvor investorer i en kortere periode kan placere en del af obligationsinvesteringerne i mellemlange og lange obligationer for at få glæde af den merrente, som disse obligationer giver, specielt fordi udsigten for den europæiske økonomi stadig synes behersket.

8. januar 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.