

# Kvartalsrapport

## 3. kvartal 2015

### RESUME

#### Økonomiske udsigter

Amerikansk økonomi synes fortsat at køre i et fornuftigt tempo, medens økonomien i Europa fortsætter sit gradvise opsving. Væksttempoet i den japanske økonomi synes at bremse mere op end forventet, medens udviklingen i BRIK landene generelt har skuffet fælt. Den økonomiske vækst er faldet markant i såvel Rusland som Brasilien, og tilbagegangen i den kinesiske økonomi er sandsynligvis større end forventet.

Som investor skal vi ikke frygte den aftagende økonomiske vækstrate i Kina, men se det som en naturlig evolution af Kina. Selv med aftagende vækstrater i Kina, vil der forventeligt hvert år ske en pæn velstandsforbedring for rigtig mange kinesere, som nu pludselig går fra ”fattigdom” til at blive ”forbruger” og dermed efterspørger flere varer. Denne udvikling vil med meget stor sandsynlighed fortsætte i mange år fremover, og dermed åbner der sig på sigt større og større muligheder på det kinesiske marked for vestlige virksomheder.

Derfor er vi af den opfattelse, at kursfaldene på mange aktiemarkeder i 3. kvartal 2015 ikke er starten på en større nedtur, og at de sandsynligvis heller ikke bunder i en frygt for en større nedtur i verdensøkonomien. Det er således vores vurdering, at den væsentligste årsag til de kraftige kursfald i 3. kvartal 2015 har været, at der var kommet for mange spekulative penge ind i aktiemarkedet, og da det ikke gik helt som forventet, blev aktierne hurtigt solgt igen.

#### Aktiemarkedet

De seneste nøgletal for den kinesiske økonomi viser, at virksomhederne igen ser lidt mere positivt på fremtiden, hvilket de tilsvarende målinger for både de europæiske og amerikanske virksomheder også indikerer. Dermed kan en mere positiv udvikling på aktiemarkederne bliver understøttet af, at det fremadrettet går lidt bedre for både økonomien og i de underliggende selskaber.

#### Obligationsmarkedet

Med udsigt til en fortsat lav inflation og et gradvist økonomisk opsving i både verdensøkonomien og i den europæiske økonomi, vurderer vi, at de lange renter i den nærmeste fremtid vil forholde sig i ro. Derfor anbefaler vi at placere en mindre del af obligationsformuen i mellemlange- og lange danske realkreditobligationer.

**Er de store kursfald på aktier i 3. kvartal en overreaktion eller er vi på vej ind i en ny krise?  
Læs side 7-10**

## Udviklingen på de finansielle markeder i 3. kvartal 2015

Udvikling i 3. kvartal 2015					
Aktieindeks	Værdi	Værdi	Ændring i 3.kvt.	Afkast i 3.kvt.	Afkast i 2015
	30.06.15	30.09.15			
OMX CGI	1.133,15	1.110,00	-23,15	-2,04%	22,84%
OMXC Cap. GI	1.193,34	1.180,61	-12,73	-1,07%	19,65%
MSCI World All Countries	1.785,65	1.615,84	-169,81	-9,51%	1,47%
MSCI USA*	13.189,20	12.222,20	-967,00	-7,33%	1,62%
MSCI Europa*	10.927,39	9.923,11	-1.004,28	-9,19%	0,79%
MSCI Japan*	19.578,56	17.128,76	-2.449,80	-12,51%	7,37%
*opgjort i DKK ex. udbytte					
Renteudvikling i Danmark	Rente	Rente	Ændring i 3.kvt.	Afkast i 3.kvt.	Afkast i 2015
	30.06.15	30.09.15			
Rente på indskudsbeviser	-0,75	-0,75	0,00	-0,20%	-0,33%
4% STAT 2017	-0,23	-0,17	0,06	-0,18%	0,47%
3% STAT 2021	0,39	0,34	-0,05	0,41%	-0,36%
4,5% STAT 2039	1,60	1,33	-0,27	5,06%	-3,31%
4% NYK 2044	3,72	3,69	-0,03	1,60%	-2,31%
EFFAS 1-5**				-0,26%	-0,01%
Valutakurser	Værdi	Værdi	Ændring i 3.kvt.	Afkast i 3.kvt.	Afkast i 2015
	30.06.15	30.09.15			
USD/DKK	6,67	6,66	-0,01	-0,13%	8,78%
EUR/DKK	7,46	7,46	0,00	0,01%	0,27%
JPY/DKK	0,054	0,055	0,001	1,85%	7,84%

### Aktiemarkedet

Det har på de finansielle markeder været et meget begivenhedsrigt kvartal. Knap havde usikkerheden omkring Grækenland fortaget sig før, der blev sat fokus på et nyt usikkerhedsmoment. Står den kinesiske økonomi over for en hård opbremsning og sender verdensøkonomien i recession? Det var det spørgsmål, som pludselig verden over prægede overskrifterne. En række skuffende økonomiske nøgletal fra Kina resulterede i et massivt udsalg af kinesiske aktier, og en kædereaktion, hvor alt som havde med Emerging Markets at gøre blev udsat for store kursfald, hvilket også forplantede sig til store kursfald på de fleste vestlige aktiemarkeder. Det har selvfølgelig heller ikke hjulpet på stemningen, at det hæderkronede tyske selskab VW er blevet taget i at have fusket med deres forurenings tal på flere af deres biler.

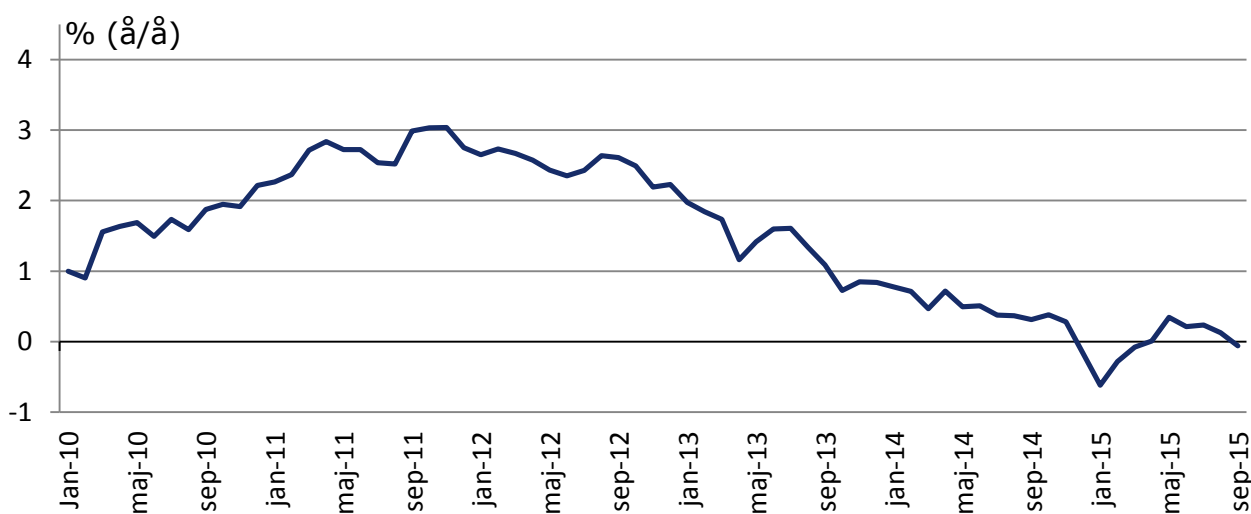
Det fremgår af skemaet oven for, at det danske aktiemarked igen har klaret sig flot i sammenligningen, idet OMXC GI Cap. indekset i kvartalet "blot" er faldet med 1%, medens de udenlandske aktiemarkeder er faldet markant. Verdensindekset for aktier, MSCI World All Countries, faldt, målt i DKK, med knap 10%, hvilket næsten har udvisket hele årets stigning. I BRIK landene har der jf. skemaet på næste side været tale om et blodbad! Kursfaldene går, målt i DKK, fra -9% i Indien til -33% i Brasilien. Spørgsmålet er selvfølgelig, er dette en overreaktion, eller er vi på vej ind i en ny alvorlig krise? Dette vil vi forsøge at besvare i denne Kvartalsrapport.

Land	Aktieindeks	Afkast i DKK i Q3 2015	Afkast i DKK i 2015
Brasilien	Bovespa	-33,28%	-33,94%
Rusland	Micex	-15,15%	14,29%
Indien	Sensex 30	-9,36%	-0,55%
Kina	Shanghai	-30,27%	6,47%

## Obligationsmarkedet

På obligationsmarkedet har der i 3. kvartal været nogle beskedne afkast. 4% STAT 2017 har givet et afkast på -0,18%, medens EFFAS 1-5 (benchmark for danske statsobligationer med en løbetid på mellem 1-5 år) har givet et afkast på -0,26%, og den meget lange statsobligation har givet et afkast på 5,06%. Henset til de meget store kursfald, der har været på de fleste aktiemarkeder i det forgangne kvartal, forekommer disse afkast meget beskedne. Ydermere er det højst sandsynligt, at det var uroen på de finansielle markeder, der fik den amerikanske centralbank til at udskyde sin første renteforhøjelse, og den europæiske centralbank har udtalt, at den overvejer yderligere pengepolitiske tiltag, hvis inflationen ikke stiger. Som det fremgår af nedenstående graf har inflationen i Euroland i løbet af 2015 ligget omkring 0, og den seneste måling for september 2015 viste sammenlignet med samme periode året før et fald i inflationen på -0,1% p.a. Kerneinflationen, dvs. inflationen uden fødevarer og energi, viste i samme periode en beskedne stigning på 0,9% p.a., hvilket er langt fra ECB's målsætning om en inflation i niveau 2,0% p.a. Dermed er vejen åben for yderligere obligationsopkøb fra ECB's side, hvis den finder det nødvendigt.

## Inflationen i Euroområdet



Kilde: Eurostat

## Valutamarkedet

Der har ikke været de store bevægelser på de store valutaer i det forgangne kvartal. USD er næsten uforandret over for såvel euro som DKK, medens den japanske yen er blevet styrket med under 2% over for både USD, euro og danske kroner. Imidlertid er der sket nogle meget kraftige bevægelser på Emerging Markets valutaerne, hvor specielt den brasilianske og russiske valuta er blevet svækket markant. For begge lande gælder, at den økonomiske situation er blevet forværret betydeligt i den senere tid.

Den kinesiske valuta har længe været tæt knyttet til den amerikanske dollar, men Kina har nu ladet deres valuta blive mere flydende. Det har resulteret i, at den kinesiske valuta i kvartalet over for såvel USD som euro er blevet svækket en smule, men som det ses af skemaet på næste side, er der tale om en mindre svækkelse.

Land	Valuta	Ændring i DKK i Q3 2015	Ændring i DKK i 2015
Brasilien	BRL	-21,39%	-26,68%
Rusland	RUB	-14,55%	-2,86%
Indien	INR	-3,73%	4,55%
Kina	CNY	-2,32%	6,45%

## Den økonomiske udvikling i 3. kvartal 2015

### Europa

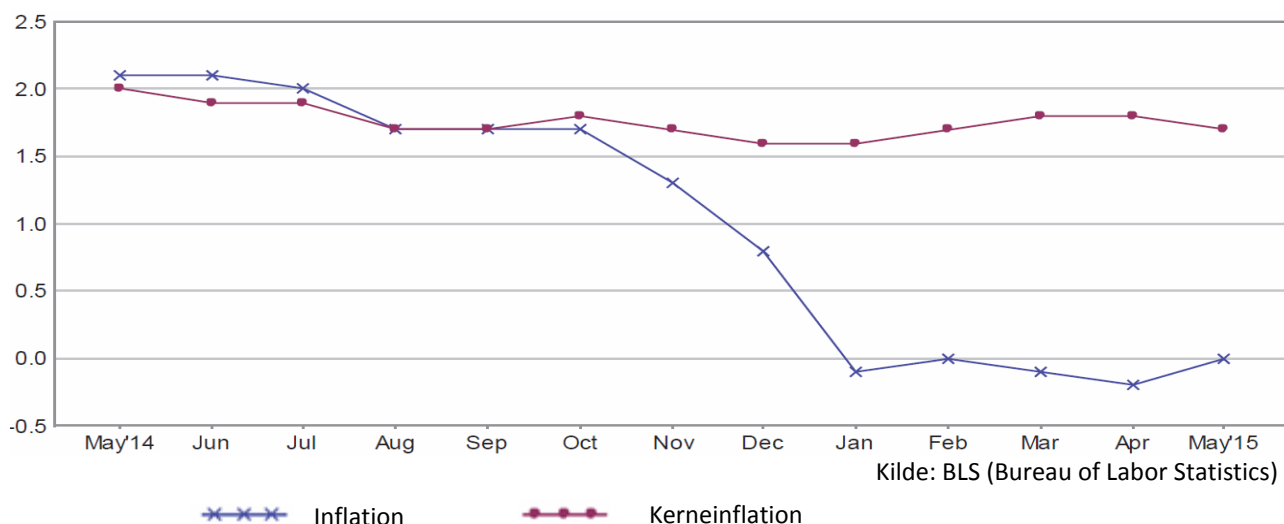
Den økonomiske vækst har i 2. kvartal 2015 sammenlignet med samme periode året før været på 1,5% p.a. Væksten forventes at have været på et lidt højere niveau i 3. kvartal, omkring 1,6% p.a. sammenlignet med 3. kvartal 2014. Dermed forsætter den europæiske økonomi sit gradvise opsving godt trukket af en pæn vækst i eksporten som følge af den forbedrede konkurrenceevne, der er kommet via eurosvækkelsen i slutningen af 2014 og starten af 2015.

Som beskrevet tidligere er det europæiske inflationsniveau stadig meget lavt, idet inflationen gennem hele 2015 har befundet sig tæt på 0% p.a., medens kerneinflationen har været tæt på 1,0% p.a., hvilket er et godt stykke fra ECB's målsætning på 2,0% p.a. Som følge af den fortsat lave oliepris har ECB nedjusteret deres inflationsforventninger for 2016 fra tidligere 1,5% p.a. til nu blot 1,1% p.a. Dermed er der skabt god mulighed for yderligere pengepolitiske tiltag, hvis ECB ønsker at understøtte det økonomiske opsving ydeligere.

### USA

Efter den vækstmæssige skuffelse i 1. kvartal 2015 som følge af den hårde amerikanske vinter, har det vist sig, at den økonomiske vækst tiltog endnu mere end forventet i 2. kvartal 2015, idet årsvæksten er blevet opjusteret fra tidligere 2,3% p.a. til nu 3,7% p.a. Opjusteringen skyldes et højere privatforbrug, lageropbygning samt et højere investeringsniveau end forventet. Der er således i overvejende grad tale om "sunde" oprevideringer, idet alle forholdene er tegn på, at både virksomheder og forbrugere ser mere lyst på fremtiden. Det lidt højere niveau for produktion til lager, kan dog påvirke væksten i negativ retning i 3. kvartal 2015, idet virksomhederne måske bare har fremrykket noget af deres produktion. Derfor forventes den økonomiske vækst i 3. kvartal 2015 sammenlignet med samme kvartal året før at være aftaget til et niveau omkring 2,4% p.a. Den amerikanske arbejdsløshed forsætter med at falde, og i kombination med en fortsat lav oliepris, er der udsigt til at privatforbruget i de kommende kvartaler fortsat vil ligge på et relativt højt niveau, hvilket vil være understøttende for en fortsat fremgang i den amerikanske økonomi. Dette burde normalt have udløst den første amerikanske rentestigning i længere tid, men som tidligere nævnt skete dette alligevel ikke på seneste centralbankmøde i september, sandsynligvis som følge af den finansielle uro. Inflationsudviklingen i den amerikanske økonomi tilskynder dog ikke til at evt. rentestigninger bliver kraftige.

Som det fremgår af figuren næste side, er der også i USA en meget lav inflation. Den seneste måling for august 2015 viser sammenlignet med august 2014 en stigning på 0,2% p.a.. Kerneinflationen viste en stigning på 1,8% p.a., og den har i det seneste år ligget meget stabilt lige under de 2,0% p.a.. Dermed er der ikke tegn på nogen accelererende inflation i USA, hvorfor den amerikanske centralbank (Fed) kan være mere afventende med evt. renteforhøjelser.



## Japan

Der har gennem 2015 været store vækstmæssige udsving i den japanske økonomi, idet væksten var på hele 3,9% p.a. i 1. kvartal 2015, -1,2% p.a. i 2. kvartal 2015 og forventelig 1,2% p.a. i 3. kvartal 2015 sammenlignet med de samme kvartaler året før. En momsforhøjelse i april 2014 fra 5% til 8% kan forklare de vækstmæssige udsving, men samlet set ser den økonomiske vækst i Japan dog lidt svagere ud end tidligere forventet, om end pænen stadig peger fremad.

Inflationsmæssigt ser det også ud til, at det er begyndt at gå den forkerte vej igen, idet seneste måling for august 2015 sammenlignet med august 2014 blot viser en stigning på 0,2% p.a., hvilket er langt fra den japanske centralbanks målsætning om en inflationsstigning på 2,0% p.a. Kombinationen af et for lavt inflationsniveau og en lidt lavere end forventet økonomisk vækst gør, at der nu (igen) tales om, at den japanske centralbank er på vej med endnu flere pengepolitiske stimuli.

## BRIC landene

### Brasilien

2015 har på ingen måder været noget godt år for Brasilien. Den økonomiske situation er gradvist blevet forværret, og økonomien er nu i recession. Den økonomiske vækst blev på -2,6% p.a. i 2. kvartal 2015, og væksten forventes at være faldet yderligere til -3,5% p.a. i 3. kvartal 2015 sammenlignet med de tilsvarende kvartaler året før. Tilliden til regeringen er efterhånden stort set på nulpunktet, specielt efter at det er kommet frem, at mange, også højtstående politikere, er involveret i en kæmpemæssig korrupsionsskandale i det store statslige olieselskab Petrobras. Dertil kommer, at regeringen ikke har indført tilstrækkelige økonomiske reformer, hvilket har skuffet de internationale investorer, som derfor har solgt ud af deres aktiver i Brasilien. Det har ført til en markant svækkelse af den brasilianske valuta på knap 27% over for euro og danske kroner i 2015. Svækkelsen af valutaen har resulteret i en stigende inflation, der for august 2015 sammenlignet med august 2014 nu er på hele 9,5% p.a.

Kraftigt stigende inflation har i løbet af 2015 fået centralbanken til at sætte den ledende rente, Selic renten, op. Den er nu på hele 14,25%! Faldende vækst, stigende inflation og stigende renter er selvfølgelig en meget giftig cocktail også for den brasilianske økonomi, hvilket har fået arbejdsløsheden til at stige og privatforbruget til at falde. Kreditratingen for Brasilien er blevet nedjusteret af Standard & Poors, og de brasilianske virksomheders forventninger til den nærmeste fremtid er nu på et rekord lavt niveau, endog under niveauet fra Finanskrisen! Den økonomiske situation i Brasilien er således meget dystert, men det er måske netop det, der skal til, for at der bliver gjort noget politisk, så landet kan begynde at udnytte dets store potentiale?

### *Rusland*

2015 har også været et meget dårligt år for den russiske økonomi. En fortsat meget lav oliepris har været en stærk medvirkende årsag til, at den økonomiske vækst i 2. kvartal 2015 blev -4,6% p.a. og forventelig på et niveau omkring -3,5% p.a. i 3. kvartal 2015 sammenlignet med samme kvartaler året før. Den russiske valuta var ellers blevet styrket i 1. halvår af 2015, hvilket i kombination med et aftagende inflationsniveau gjorde det muligt for den russiske centralbank at sænke renten, men i 3. kvartal er den russiske valuta blevet svækket med over 12% over for euro og USD, medens inflationen ikke længere falder. Således blev inflationen på 15,8% for august 2015 sammenlignet med samme periode året før, hvilket var en mindre stigning i forhold til juli måneds tal. Derfor er den russiske centralbank også ophørt med at nedsætte renten.

### *Indien*

Efter en flot vækstmæssig start på 2015 med en økonomisk vækst på 7,5% p.a. i 1. kvartal 2015 sammenlignet med 1. kvartal 2014, var det forventet, at Indien kunne fastholde dette høje niveau gennem hele 2015, men det har desværre vist sig ikke at være tilfældet. Den økonomiske vækst faldt til 7,0% p.a. i 2. kvartal 2015 og væksten forventes at have været omkring samme niveau i 3. kvartal 2015 sammenlignet med samme kvartaler året før.

Inflationsniveauet har i 2015 været faldende, og inflationen var i august 2015 på blot 3,7% p.a. sammenlignet med august 2014. Det for Indien lave inflationsniveau samt lidt lavere end forventet økonomiske vækst, var sandsynligvis baggrunden for, at den indiske centralbank i slutningen af september sænkede den ledende rente med 0,5% point til 6,75%.

### *Kina*

Den økonomiske vækst i Kina har i årets første 2 kvartaler været på 7,0% p.a. sammenlignet med samme perioder året før. Imidlertid har der i løbet af 3. kvartal været en række skuffende økonomiske nøgletal, herunder import- og eksportvæksten, investeringslysten og industriproduktionen. Desuden blev en af landets større byer og havne, Tianjin, i august ramt af en stor eksplosion i havneområdet, hvilket gav en større forsinkelse i transport af varer til og fra Kina. Disse forhold gør, at den kinesiske vækst i 3. kvartal 2015 sammenlignet med 3. kvartal 2014 formodentlig er faldet til et niveau omkring 6,5% p.a., men dette estimat er behæftet med større usikkerhed end sædvanligvis som følge af de nævnte forhold. Udsigten til den store opbremsning i den økonomiske vækst var ifølge mange økonomer den væsentligste årsag til, at der i kvartalet har været stor uro på de finansielle markeder, og i særdeleshed på de finansielle markeder i Emerging Markets.

Regeringen i Kina har ikke bare ladet stå til, den har reageret på den lidt større svækkelse i økonomien. Den har annonceret, at den vil fremrykke planlagte infrastrukturinvesteringer samt øge reformprocessen, og den kinesiske centralbank har både sænket renten samt nedsat reservekravene til landets banker, så de kan låne mere ud. Alt sammen tiltag som i de kommende måneder bør kunne stimulere væksten.

Kina ændrede den 11. august kursfastsættelsen på deres valuta, renminbien (RMB). Tidligere fulgte valutaen slavisk den amerikanske dollar, dog med et udsvingsbånd rundt om denne. Det betød i praksis, at når den amerikanske dollar ændrede sig, så ændrede kursen på RMB sig også over for de pågældende landes valutaer. I praksis førte Kina således en fastkurspolitik over for USD. Men det har de ændret. Nu får markedskræfterne i langt højere grad lov til at bestemme kursudviklingen på RMB, idet der er valgt en ny måde at fastsætte kursen på. Udsvingsbåndet i % over for USD fastholdes, men dagens slutkurs over for USD bliver næste dags middeltkurs med samme procentvise udsvingsbånd. Kina kan således stadig begrænse, hvor meget valutaen kan styrkes/svækkes med inden for den enkelte dag, men det er markedskræfterne som bestemmer, om valutaen skal styrkes/svækkes over tid. Den kinesiske valuta har herved taget et stort skridt mod en flydende valuta, hvilket vi i den vestlige verden bør hilse

velkommen. Kina valgte ud fra et strategisk synspunkt at foretage denne ændring på et tidspunkt, hvor der kom dårlige nøgletal fra økonomien, hvorfor den umiddelbare reaktion var en svækkelse på 2-3% point over for både USD og euroen. Dette blev i medierne tolket som en devaluering og endnu et tegn på, at krisen i Kina var mere alvorlig end antaget. Problemet i denne (mis)fortolkning er ”desværre”, at det var markedet, som handlede valutaen ned og ikke de kinesiske myndigheder, som foretog en devaluering. I den vestlige verden bør vi glæde os over den nye kursfastsættelsespolitik, da den er endnu et skridt på vejen for Kina mod en mere åben økonomi. Vi skal i langt højere grad fokusere på de positive langsigtede konsekvenser af ændringen i stedet for, om valutaen blev svækket eller ej.

På det seneste er der kommet to positive undersøgelser fra de kinesiske industrivirksomheder, som viser, at virksomhederne er begyndt at se lidt mere positivt på fremtiden, hvilket kan være det første tegn på, at de økonomiske vækstudsigter ser lidt bedre ud igen.

Inflationen er i august måned 2015 sammenlignet med samme måned året før tiltaget en kende til 2,0% p.a. I juli viste en tilsvarende måling en inflation på 1,6% p.a. Baggrunden for inflationsstigningen er stigende fødevarerpriser, hvor bl.a. svinepriserne i august måned 2015 sammenlignet med august 2014 steg med knap 20%. Inflationsstigningen bør dog ikke vække bekymring, og en inflation på 2,0% er stadig et lavt niveau.

### Samlet omkring den økonomiske udvikling i 3. kvartal 2015

Amerikansk økonomi synes fortsat at køre i et fornuftigt tempo, medens økonomien i Europa fortsætter sit gradvise opsving. Væksttempoet i den japanske økonomi synes at bremse mere op end forventet, medens udviklingen i BRIK landene, hvor den økonomiske vækst er faldet markant i både Rusland og Brasilien, generelt har skuffet. Også den kinesiske økonomi har sandsynligvis oplevet en større tilbagegang end ventet.

### Forventninger

Økonomiske nøgletal						
	2014r		2015e		2016e	
Region	BNP Vækst	Inflation	BNP Vækst	Inflation	BNP Vækst	Inflation
USA	2,40%	1,60%	2,40%	0,20%	2,80%	1,80%
Euroland	0,90%	0,40%	1,50%	0,10%	2,00%	1,20%
Japan	0,00%	2,40%	1,00%	1,00%	1,20%	1,00%
Danmark	1,10%	0,60%	1,60%	0,60%	2,00%	1,50%
Brasilien	0,00%	6,30%	-3,50%	9,50%	-1,00%	7,50%
Rusland	0,60%	7,80%	-4,00%	15,00%	-1,00%	10,00%
Indien	7,10%	6,70%	7,20%	4,50%	7,80%	5,00%
Kina	7,40%	2,00%	6,80%	1,50%	6,50%	2,00%

Kilde: Dansk FI

### Økonomi

Det fremgår af tabellen på næste side, at OECD nu forventer, at verdensøkonomien vil køre i et lidt lavere gear i 2015 end i 2014. Dette dækker over en uændret økonomisk vækst i USA, en fremgang i den økonomiske vækst i både Eurolandene og Japan, medens tilbagegangen i væksten skal findes i den

resterende del af verden, hvor lande som Kina og i særdeleshed Brasilien har en større tilbagegang. Der tegner sig således et billede af, at de ”gamle” økonomier i 2015 vokser på bekostning af de ”nye” økonomier. Forventningerne for 2016 er heldigvis, at der vil komme mere gang i hele verdensøkonomien, med en økonomisk vækst i 2016, der forventes at blive højere end både i 2015 og 2014. De gamle økonomier forventes at fortsætte deres fremgang i 2016, medens vækstraten i den kinesiske økonomi forventes at falde yderligere. Den brasilianske vækst vil stadig være negativ om end mindre negativ end i 2015, og den øvrige del af verden vil få det en del bedre.

I det forgangne kvartal har der været skrevet meget om, at det var vækstnedgangen i Kina, der var skyld i de store kursfald på aktiemarkederne, så skal man nu være nervøs for at dette vil fortsætte, idet den økonomiske vækst forventes at aftage yderligere i Kina i 2016? Det korte svar er ”nej!”. Vi har gennem flere kvartalsrapporter beskrevet, hvorledes den kinesiske økonomi er i gang med en omstillingsproces fra en eksportdrevet økonomi til en service- og forbrugsrelateret økonomi svarende til de vestlige lande. Da Kina’s demografi også ligner de vestlige økonomier meget, og i særdeleshed den japanske og europæiske med et stigende antal ældre mennesker, må vi således forvente, at væksten i den kinesiske økonomi gradvist vil aftage imod et niveau, som vi kender det i Europa, dvs. et niveau omkring de 2% p.a. Dette er ingen hemmelighed, og det har økonomerne længe vidst ville ske. Den amerikanske investeringsbank, Goldman Sachs’ forventning er, at den kinesiske vækstrate over en årrække i gennemsnit vil falde med 0,3% point p.a., eksempelvis en vækst i 2015 på 6,8%, 6,5% i 2016 og 6,2% i 2017, og så fremdeles. Selv om den kinesiske regering har stor erfaring med at føre planøkonomi, vil det være illusorisk at forvente, at nedgangen vil ske så lineært, som beskrevet. Det må forventes, at der kommer op- og nedture omkring disse forventede vækstrater, bl.a. som følge af, at når den kinesiske økonomi bliver mere markedsorienteret, så vil den i stigende omfang blive mere afhængig af de generelle økonomiske konjunkturer i verdensøkonomien. Derfor bliver det i mange år fremover en balancegang for den kinesiske regering at styre den forventede nedgang i den økonomiske vækst, så verdens 2. største økonomi kommer til at opleve det, som økonomerne kalder ”en blød landing”.

## Årlig vækst ifølge OECD



### Interim Outlook: global growth still sub-par

Real GDP<sup>1</sup>  
Percentage change

	2014	2015		2016	
		September 2015 Interim Projections	difference from June Economic Outlook (percentage points)	September 2015 Interim Projections	difference from June Economic Outlook (percentage points)
United States	2.4	2.4	0.4	2.6	-0.2
Euro area	0.9	1.6	0.1	1.9	-0.2
Japan	-0.1	0.6	-0.1	1.2	-0.2
Germany	1.6	1.6	0.0	2.0	-0.4
France	0.2	1.0	-0.1	1.4	-0.3
Italy	-0.4	0.7	0.1	1.3	-0.2
United Kingdom	3.0	2.4	0.0	2.3	0.0
Canada	2.4	1.1	-0.4	2.1	-0.2
China	7.4	6.7	-0.1	6.5	-0.2
India <sup>2</sup>	7.2	7.2	-0.1	7.3	-0.1
Brazil	0.2	-2.8	-2.0	-0.7	-1.8
Rest of the world <sup>3</sup>	2.8	2.3	-0.2	3.3	-0.3
World	3.3	3.0	-0.1	3.6	-0.2

1. GDP at market prices adjusted for working days. In the case of Germany, this differs from the “headline” measure, which does not include the working day adjustment. The unadjusted number for Germany would be higher by 0.2 percentage points in 2015 and no different in 2016.

2. Data refer to fiscal years starting in April.

3. Estimated based on revisions to the June 2015 Economic Outlook projections on the basis of changes to external forecasts since June.



Som investor skal vi ikke frygte den aftagende økonomiske vækstrate i Kina, men derimod se det som en naturlig evolution af Kina. Selv med aftagende vækstrater i Kina, vil der forventeligt hvert år ske en pæn velstandsforbedring for rigtig mange kinesere, som går fra ”fattigdom” til at blive ”forbruger”, og dermed efterspørger flere varer. Denne udvikling vil med meget stor sandsynlighed fortsætte i mange år fremover, og dermed åbner der sig på sigt større og større muligheder på det kinesiske marked for de vestlige virksomheder. I den forbindelse er en mere åben og markedsorienteret kinesisk økonomi en klar fordel for de vestlige virksomheder, herunder tiltaget med at lade den kinesiske valuta flyde.

Derfor er vi af den opfattelse, at kursfaldene på mange aktiemarkeder i 3. kvartal 2015 ikke er starten på en større nedtur, og at det sandsynligvis heller ikke bunder i en frygt for en større nedtur i verdensøkonomien. Hvis investorerne for alvor havde frygtet, at den økonomiske vækst i verdensøkonomien var ved at kollapse, ville den naturlige reaktion have været, at investorerne i stedet i stor stil var søgt over i obligationsmarkedet med et større rentefald til følge. Som det ses af afkastene på obligationsmarkedet i 3. kvartal 2015 på side 2 i rapporten, har afkastene og rentefaldene i kvartalet været relativt beskedne. Bl.a. derfor vurderer vi, at kursfaldene i bund og grund udspringer af andre årsager, hvor vækstnedgangen i den kinesiske økonomi ”bare” har været den udløsende faktor.

### **Mange spekulative investorer kom ind i aktiemarkedet i 2015 og i særdeles i Kina**

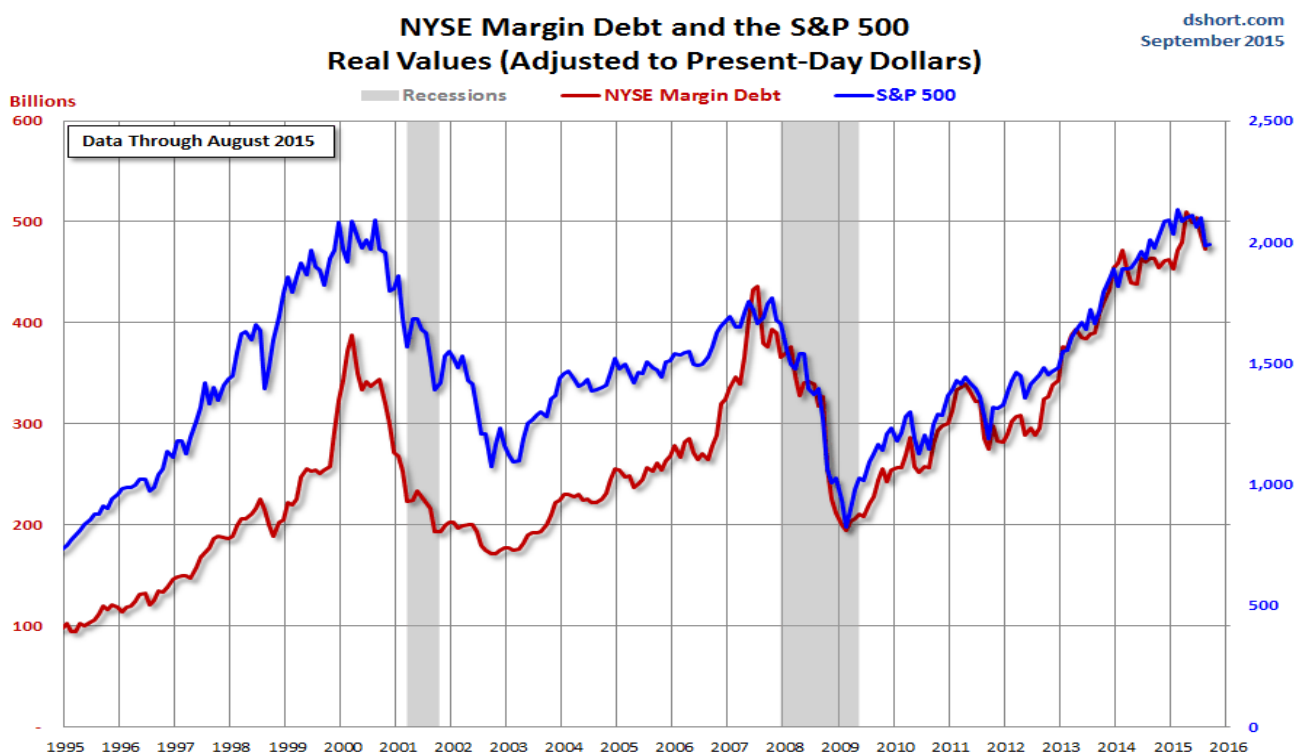
De kinesiske selskaber er ofte noteret såvel i Kina som Hong Kong. Aktier noteret i Kina har i lang tid kun kunne købes af kinesere, men der er gradvist blevet åbnet op for, at også udlændinge kan købe aktier på børserne i Kina. Denne andel er dog stadig meget lille. Derfor er de kinesiske aktier, der er noteret i Kina, stadig domineret af kinesiske investorer. I efteråret 2014 blev det muligt for kinesere at optage lån og investere pengene i kinesiske aktier. Det betød, at mange kinesere pludselig også kunne ”spille” på aktiemarkedet, og der blev skabt en ekstrem efterspørgsel efter de kinesisk noterede aktier på bl.a. Shanghai Børsen. Som det ses af kursudviklingen på Shanghai CSI 300 Indekset fra medio oktober 2014 og frem til juni måned, steg indekset fra et niveau omkring indeks 2400 til knap 5400 svarende til en stigning på 125% på få måneder!



En så kraftig kursudvikling på de kinesiske aktier er selvfølgelig uholdbar i længden, medmindre at der er noget økonomisk, der tilsiger stigningen. Det pudsige var, at kursudviklingen skete forud for en lidt større end forventet opbremsning i den kinesiske økonomi. De økonomiske nøgletal var således ikke umiddelbart særligt understøttende for kursudviklingen på de kinesiske aktier. Der var efter vores

vurdering skabt en boble på det kinesiske aktiemarked, og det var denne, som sprang hen over sommeren.

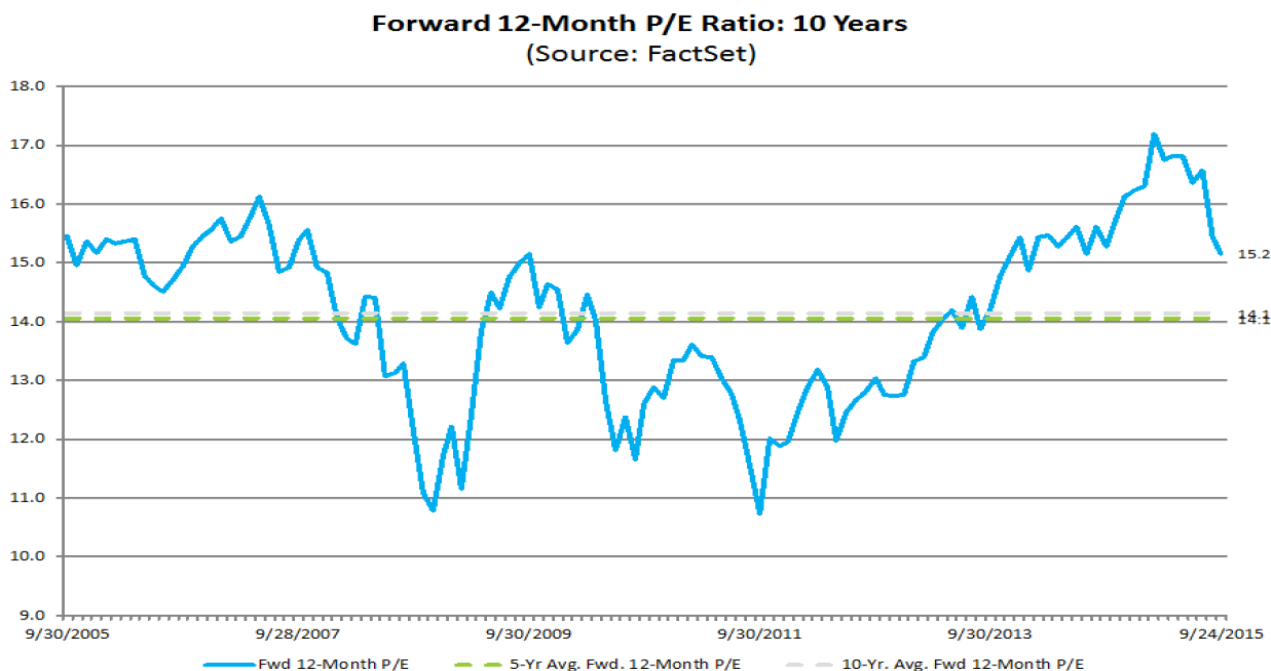
De spekulative tendenser i 2015 var ikke udelukkende et kinesisk fænomen, men det har givetvis også præget de etablerede aktiemarkeder i både Europa og USA, om end i mindre omfang. Som det fremgår af grafen nedenfor, hvor den blå linje angiver kursudviklingen på det amerikanske aktieindeks S&P 500, og den røde linje angiver, hvor stor en sikkerhedsstillelse der er sket i forbindelse med lånefinansierede køb af amerikanske aktier, fremgår det, at der i 1. halvår af 2015 skete en pæn stigning i både aktieindeks og ikke mindst i de lånefinansierede aktiekøb. Dette viser, at der kom mange nye lånefinansierede penge ind i aktiemarkedet. Indtjeningsudviklingen i de amerikanske selskaber i S&P 500 indekset, forventes at vise en tilbagegang i 2015 sammenlignet med det, der blev realiseret i 2014. Dette skyldes udelukkende de olierelaterede selskaber, idet indtjeningen faktisk forventes at stige med ca. 7% i gennemsnit blandt alle andre selskaber, om end dette også er i underkanten af, hvad der tidligere var forventet. De store kursfald på det kinesiske aktiemarked i kombination med et kollaps i indtjeningen hos de olierelaterede selskaber, har sandsynligvis skræmt de kortsigtede investorer, og det er sandsynligvis disse korte og spekulative penge, som nu er kommet ud af aktiemarkedet igen. Det positive er, at det nu ser ud til, at investorerne igen har fået nedbragt lånefinansieringen kraftigt. Data for lånefinansieringen er desværre ikke aktuelle data, men fra august måned, så mon ikke lånefinansieringen er blevet bragt yderligere ned i september, så vi nu er tilbage på samme niveau, som vi har set gennem hele 2014?



Det er således vores vurdering, at den væsentligste årsag til de kraftige kursfald i 3. kvartal 2015 har været, at der var kommet for mange spekulative penge ind i aktiemarkedet, og da det ikke gik helt som forventet, blev aktierne hurtigt solgt igen. Det ser umiddelbart ud til, at vi kan være over det værste, hvorfor vi i 4. kvartal kan forvente en mere positiv kursudvikling på aktiemarkederne. Samtidig indikerer de seneste nøgletal for den kinesiske økonomi, at virksomhederne igen ser lidt mere positivt på fremtiden, hvilket de tilsvarende målinger for både de europæiske og amerikanske virksomheder også indikerer. Dermed kan det være, at en mere positiv udvikling på aktiemarkederne bliver understøttet af, at det generelt går lidt bedre for både økonomien og i de underliggende selskaber.

## Aktier

Prisfastsættelsen af aktiemarkedet, her illustreret ved det amerikanske aktieindeks S&P 500, steg jf. grafen nedenfor, i starten af 2015 kraftigt, men denne nu er tilbage til det niveau, som vi så gennem 2014.



Kilde: Factset.com

Grafen viser, hvilket PE niveau (price earning - angiver hvad investor betaler for 1 kr. overskud), de amerikanske selskaber i S&P 500 indekset handles til ud fra den indtjening, som analytikerne forventer, at selskaberne vil realisere i de kommende 12 måneder. Dette tal benævnes forward 12-måneders PE niveau. Jo lavere dette tal er, desto billigere er aktierne og omvendt. 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 15,2, hvilket nu kun er en lidt over gennemsnittet for de seneste 5-10 år.

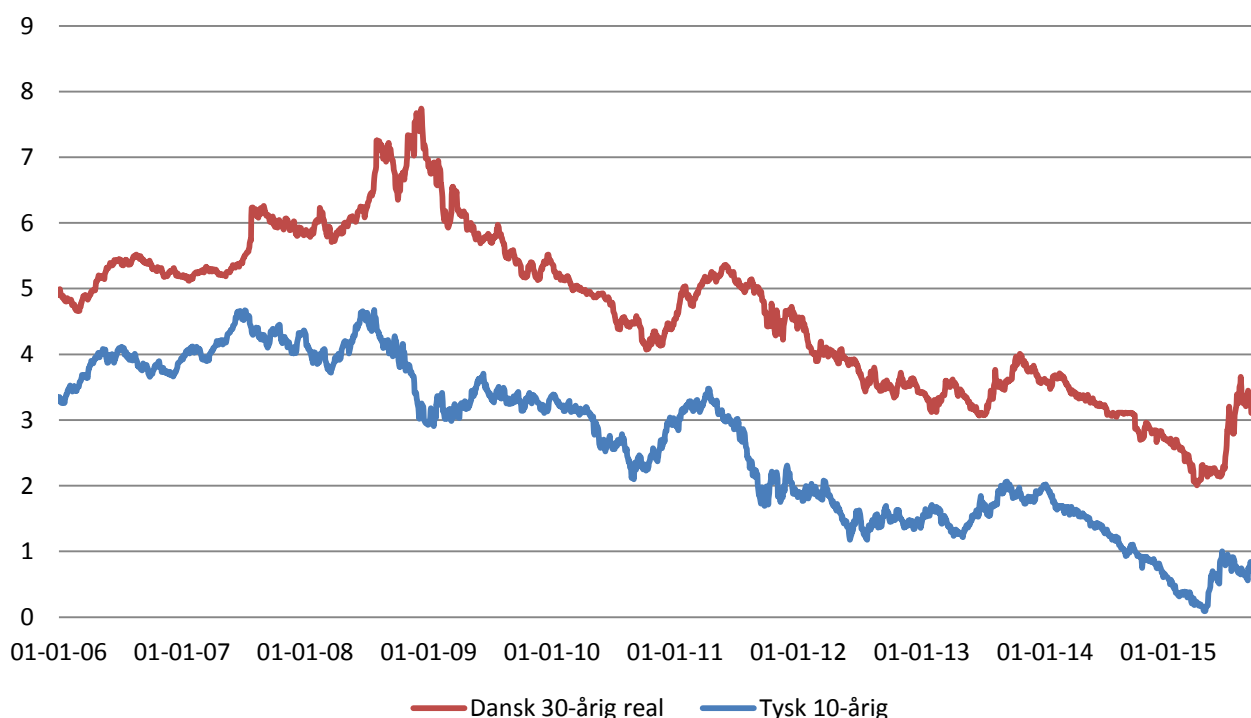
Når aktierne er prisfast til den dyre side, og når den økonomiske udvikling ikke går helt så stærkt som forventet, er det ekstra vigtigt at have fokus på, at det er kvalitetsselskaber, der investeres i. Et kvalitetsselskab er efter vores vurdering et selskab:

- med en dygtig ledelse
- som har en robust forretningsmodel, der ikke er for afhængig af de økonomiske konjunkturer
- formår at tjene gode penge, som ikke bliver investeret i uprofitable nyinvesteringer, men i stedet kommer aktionærerne til gode i form af pæne udbytter og/eller aktietilbagekøb

Ved i høj grad at fokusere på kvalitetsselskaber er vi af den opfattelse, at investor i de kommende år kan opnå et tilfredsstillende afkast på aktiemarkedet.

## Obligationer

Som det ses af grafen over renteutviklingen på den tyske 10 årige rente og den 30 årige danske realkreditrente, skete der en kraftig stigning i renteniveauet i slutningen af 2. kvartal 2015 og starten af 3. kvartal 2015, men renterne er faldet lidt tilbage igen på det seneste. Med udsigt til en fortsat lav inflation og et langsomt økonomisk opsving i både verdensøkonomien og i den europæiske økonomi, vurderer vi, at de lange renter i den nærmeste fremtid vil forholde sig i ro. Derfor anbefaler vi at placere en mindre del af obligationsformuen i mellemlange- og lange danske realkreditobligationer, medens den resterende del holdes i korte obligationer alternativt kontanter. Obligationer fra Emerging Markets i Lokalvaluta har haft et meget svært kvartal. Vi er stadig positive på denne aktivklasse, da det værste synes at være overstået her, hvorfor vi anbefaler at have en vis andel placeret i Højrentelande i lokalvaluta.



2. oktober 2015

Dansk Formue- & Investeringspleje A/S

Fondsmæglerselskab

Nærværende kvartalsrapport kan ikke erstatte den rådgivning, der gives i Dansk Formue- & Investeringspleje A/S, Fondsmæglerselskab. Rapporten er således ikke en opfordring til at købe eller sælge værdipapirer. Selskabet påtager sig heller ikke noget ansvar for rapportens rigtighed eller fuldkommenhed, selvom rapporten naturligvis er søgt sikret et korrekt og retvisende indhold. Selskabet påtager sig ikke noget ansvar for eventuelle tab, der følger af værdipapirhandler foretaget på baggrund af kvartalsrapporten. Citeres der fra kvartalsrapporten, skal dette ske med kildeangivelse og udarbejdsdato.

Dansk Formue- & Investeringspleje A/S, Fondsmæglerselskab

Telefon 46 30 40 70 - [www.danskfi.dk](http://www.danskfi.dk)

Roskilde - Vejle - Aarhus

