

# Kvartalsrapport

## 4. kvartal 2015

### RESUME

#### Økonomiske udsigter

Verdensøkonomien har tabt en anelse styrke i det forgangne kvartal, primært som følge af en lidt lavere vækst i USA, men verdensøkonomien forventes at fortsætte det beherskede økonomiske opsving i den nærmeste fremtid. Der er ikke udsigt til hverken den store vækstmæssige fest men heldigvis heller ikke den store nedtur, så forventningerne er en behersket økonomisk fremgang. Men da der er tale om et behersket økonomisk opsving, skal man være opmærksom på, at opsvinget så også er mere sårbart over for udefrakommende chok. Omvendt betyder det også, at både inflationen og dermed renteniveauet forventes at forblive på et relativt lavt niveau i den nærmeste fremtid.

Både som økonom, forbruger og investor kan man med rette stille sig det spørgsmål, om det faktisk ikke er en ganske udmærket situation, vi pt. befinder os i, idet købekraften jo netop ikke udhules nævneværdigt, når inflationen er så lav. Dermed mindskes behovet for kraftige lønstigninger hos forbrugerne, og investorerne behøver ikke jage høje afkast for at sikre deres fremtidige købekraft. Men det kræver selvfølgelig, at man specielt som investor accepterer denne nye ”dagsorden”, og at man er villig til at leve med et lavere forventet afkast på sine investeringer i stedet for at køre ud af risikokurven i håb om, at man kan realisere et endnu højere afkast. Som investor skal man huske på, at når man påtager sig en højere risiko, er det selvfølgelig muligt at opnå et højere forventet afkast, men der er ingen garanti for, at dette rent faktisk også sker! En højere risiko er ikke automatisk en garanti for et højere afkast!

#### Aktiemarkedet

Ved i høj grad at fokusere på kvalitetsselskaber er vi af den opfattelse, at investorer i de kommende år godt kan opnå et tilfredsstillende afkast på aktiemarkedet, men der må påregnes store kursudsving under vejs, og afkastene kan ikke forventes at være på samme høje niveau, som vi har set i de foregående år. Aktieinvestering er at betragte som en langsigtet investering, hvilket blev testet flere gange i 2015, og det vil sandsynligvis også blive tilfældet i 2016.

#### Obligationsmarkedet

Der er udsigt til et svagt stigende europæisk renteniveau gennem 2016, hvilket allerede er indeholdt i de nuværende renteforventninger. Derfor anbefaler vi at placere en del af obligationsformuen i mellemlange- og lange danske realkreditobligationer.

## Udviklingen på de finansielle markeder i 4. kvartal 2015

<b>Udvikling i 4. kvartal 2015</b>					
<b>Aktieindeks</b>	Værdi	Værdi	Ændring i 4.kvt.	Afkast i 4.kvt.	Afkast i 2015
	30.09.15	31.12.15			
OMX CGI	1.110,00	1.210,67	100,67	9,07%	33,99%
OMXC Cap. GI	1.180,61	1.290,94	110,33	9,35%	30,83%
MSCI World All Countries	1.615,84	1.746,48	130,64	8,09%	9,67%
MSCI USA*	12.222,20	13.316,47	1094,27	8,95%	10,72%
MSCI Europa*	9.923,11	10.399,68	476,57	4,80%	5,63%
MSCI Japan*	17.128,76	19.180,61	2051,85	11,98%	20,23%
*opgjort i DKK ex. udbytte					
<b>Renteudvikling i Danmark</b>	Rente	Rente	Ændring i 4.kvt.	Afkast i 4.kvt.	Afkast i 2015
	30.09.15	31.12.15			
Rente på indskudsbeviser	-0,75	-0,75	0,00	-0,20%	-0,52%
4% STAT 2017	-0,17	-0,34	-0,17	0,26%	0,56%
3% STAT 2021	0,34	0,30	-0,04	0,24%	0,30%
4,5% STAT 2039	1,33	1,54	0,21	-3,15%	-1,62%
4% NYK 2044	3,69	3,64	-0,05	1,15%	1,59%
EFFAS 1-5**				0,38%	0,37%
<b>Valutakurser</b>	Værdi	Værdi	Ændring i 4.kvt.	Afkast i 4.kvt.	Afkast i 2015
	30.09.15	31.12.15			
USD/DKK	6,66	6,83	0,17	2,57%	11,58%
EUR/DKK	7,46	7,46	0,00	0,04%	0,30%
JPY/DKK	0,055	0,057	0,002	3,64%	11,76%

### **Aktiemarkedet**

Efter de store kursfald på aktiemarkedene i 3. kvartal 2015 kom der et rebound på markederne i 4. kvartal med pæne stigninger til følge. Således steg både de amerikanske og danske aktier, målt i DKK, omkring 9% i det forgangne kvartal, mens de japanske aktier steg med knap 12%, og de europæiske aktier var oppe med knap 5%, alle målt i DKK. Dermed fortsatte de store kursudsving på aktiemarkedene også i det forgangne kvartal, og hele 2015 vil stå tilbage som et år, der både har været præget af store kursbevægelser, men som trods alt har givet pæne afkast på de fleste større aktiemarkeder, målt i DKK. De danske aktier er højdespringeren, jf. skemaet oven for, med et afkast på knap 31% på OMX Cap. GI, mens verdensindekset, MSCI World All Countries, har givet et afkast på knap 10%, målt i DKK. Et afkast som ovenstående forudsætter naturligvis, at investor har været investeret som indeksene i de givne aktiemarkeder gennem hele året og f.eks. ikke er blevet skræmt af kursudsvingene og har solgt ud af sine aktier i august måned, hvor aktiemarkedene pludselig på kort tid dykkede 10-15%.

Sammenligner vi aktieafkastene i skemaet oven for med udviklingen i 2015 i de store valutaer, den amerikanske dollar (USD) og japanske yen (JPY), ses det, at det er svækkelsen af euroen og danske kroner på knap 12% over for begge valutaer, der forklarer hovedparten af afkastet på de respektive aktiemarkeder i 2015, når der måles i DKK! Faktisk er de amerikanske aktier faldet en anelse, når der ses bort fra valutaeffekten! Så for en amerikansk investor har 2015 på det hjemlige aktiemarked således været et skuffende år.

De kinesiske aktier fik i 4. kvartal 2015 et flot comeback. Indekset i Shanghai steg med knap 17%, målt i DKK, hvilket stort set svarer til afkastet for hele året. De andre 3 store BRIK lande oplevede alle afkast tæt på 0. Men for hele 2015, har der været store forskelle i de realiserede afkast, målt i DKK. De russiske og kinesiske aktier er steget med 14-17%, og de indiske aktier er næsten uforandret i 2015. De brasilianske aktier blev i 2015 hårdt ramt med et fald på knap 35%, målt i DKK. Det store fald i Brasilien skyldes i høj grad, at landet er kastet ud i både en alvorlig økonomisk og politisk krise, hvilket i 2015 har ført til en svækkelse af landets valuta med knap 25% over for såvel euro som danske kroner.

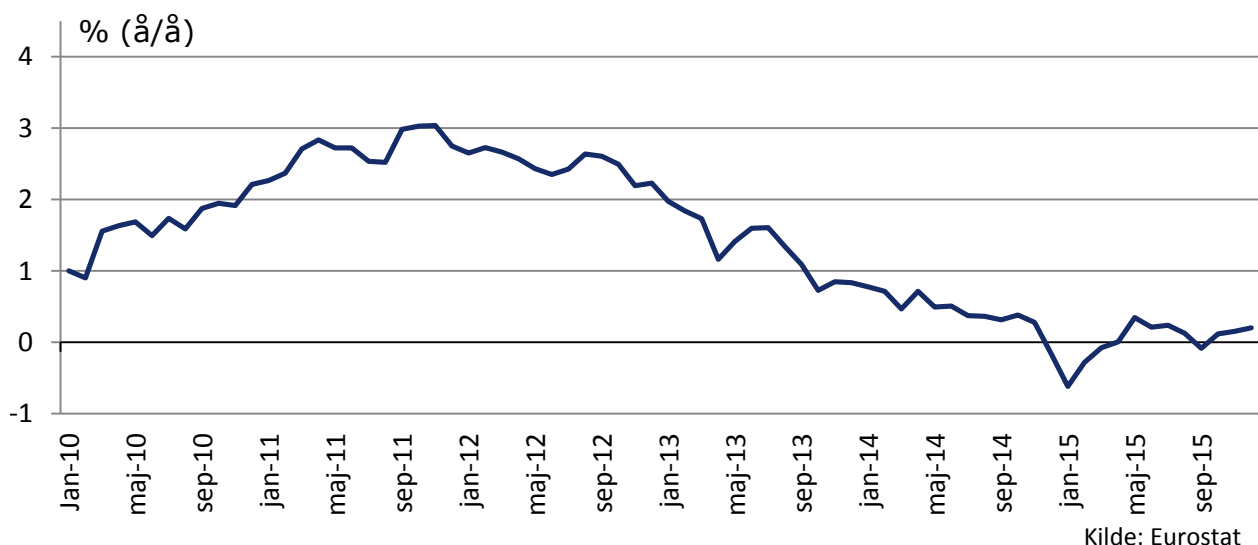
Land	Aktieindeks	Afkast i DKK i Q4 2015	Afkast i DKK i 2015
Brasilien	Bovespa	-1,25%	-34,76%
Rusland	Micex	0,18%	14,49%
Indien	Sensex 30	1,84%	1,28%
Kina	Shanghai	16,82%	17,36%

2015 har således været præget af meget store kursudsving på alle aktiemarkeder verden over, og der har været store forskelle på afkastene på de forskellige aktiemarkeder i verden. Svækkelsen af euroen og danske kroner er en stærk medvirkende årsag til, at danske og europæisk investorer kan se tilbage på 2015 som et år, der generelt kan betegnes som et udmærket aktieår.

### Obligationsmarkedet

Der har været 2 store finansielle begivenheder i løbet af det forgangne kvartal. Den europæiske centralbank (ECB) valgte den 3. december at sænke indlånsrenten med 0,1% så den nu er -0,3%, og banken valgte at forlænge det nuværende opkøbsprogram af europæiske obligationer med yderligere 6 måneder, således at dette nu tidligst udløber ultimo 2017. Den amerikanske centralbank (Fed) gik den modsatte vej og satte medio december den amerikanske rente op med 0,25%. Begge dele kom ikke som den store overraskelse for de finansielle markeder, om end mange investorer havde håbet, at ECB var gået mere aggressivt til værks. Hvis vi skal konkludere på de to tiltag, så er den amerikanske økonomi i så god økonomisk gænge, at det nu er tiden til, at Fed igen, om end i et meget behersket tempo, kan begynde at stramme pengepolitikken. I Europa er den økonomiske vækst også på vej frem, men inflationen er stadig milevidt fra de 2,0% p.a., som er ECB's målsætning. Seneste inflationsmåling fra december 2015 viste en stigning på blot 0,2% p.a. sammenlignet med samme periode året før (se grafen neden for).

Inflationen i Euroområdet



Trods 2 ”store” begivenheder på de finansielle markeder i 4. kvartal 2015, blev reaktionen på obligationsmarkedet, som det kan ses af afkastopgørelsen på side 2, beskedent. Således har benchmark for danske statsobligationer, EFFAS 1-5, givet et afkast på 0,38% p.a. i det forgangne kvartal, mens den lange danske statsobligation, 4,5% STAT 2039 har realiseret et negativt afkast på -3,15% p.a. Obligationsafkastene for hele 2015 har været beskedne. 0,37% for EFFAS 1-5 og negativt -1,62% for 4,5% STAT 2039. Disse afkast kunne umiddelbart indikere, at der har været en rimelig stabil renteutvikling gennem hele 2015, men det har absolut ikke været tilfældet! Faktisk har obligationsmarkedet været udsat for meget store kursbevægelser. Hvis vi ser på afkastet på 4,5% STAT 2039 som var på - 1,62% for 2015, så dækker dette afkast over følgende kvartalsvise afkast: 14,7% i Q1, -15,7% i Q2, 5,1% i Q3 og - 3,2% i Q4. Obligationsmarkedet og i særdeleshed de lange obligationer, har således været udsat for meget store kursudsving gennem hele 2015!

### Valutamarkedet

Valutamarkedet har gennem 2015, i lighed med aktie- og obligationsmarkedet, været præget af store kursudsving, hvor Danmark i 1. kvartal 2015 oplevede en ”omvendt” kronekrise, idet DKK pludselig af nogle investorer blev udråbt som den næste valuta, efter schweizer francen (CHF), der skulle opgive sin binding til euroen, hvorfor DKK blev styrket pænt, og den amerikanske dollar har flere gange været oppe over 7,10 kr. Set i dette lys, har kursbevægelserne på valutamarkedet været mere beskedne i det forgangne kvartal, hvor det gennemgående tema dog har været, at både euro og DKK er blevet svækket 2-3% over for mange valutaer. Den russiske rubel er dog en undtagelse, idet valutaen er svækket med - 6,56% over for DKK i 4. kvartal 2015, hvilket skyldes forværrede russiske økonomiske udsigter som følge af en fortsat faldende oliepris.

Land	Valuta	Ændring i DKK i Q4 2015	Ændring i DKK i 2015
Brasilien	BRL	2,64%	-24,74%
Rusland	RUB	-6,56%	-9,23%
Indien	INR	1,98%	6,63%
Kina	CNY	0,78%	7,29%

## Den økonomiske udvikling i 4. kvartal 2015

### Europa

Den europæiske økonomi fortsætter sit beherskede opsving. Væksten forventes at have været omkring 1,6% p.a. i 4. kvartal 2015 sammenlignet med samme periode året før. Der sker alt det rigtige i den europæiske økonomi, faldende arbejdsløshed, højere forbrugertillid og et stigende privatforbrug. Europæisk økonomi oplever således i øjeblikket et økonomisk opsving, men det sker bare i et mere moderat tempo, end vi historisk har oplevet.

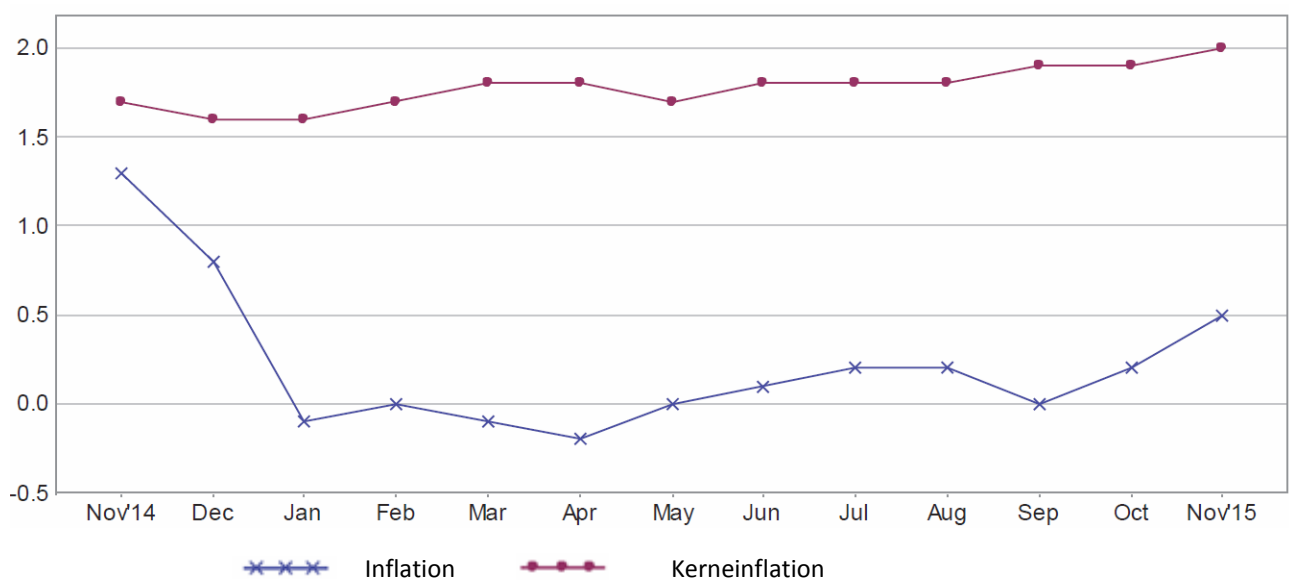
Inflationsniveauet er stadig på et uønsket lavt niveau omkring 0,2% p.a. for december 2015 sammenlignet med samme måned året før. Det store fald i olieprisen er med til at trække inflationen ned, men kerneinflationen, dvs. inflationen uden fødevarer og energi, steg med blot 0,9% p.a. i december 2015 sammenlignet med december 2014.

### USA

Den amerikanske økonomi er længere fremme i det økonomiske opsving end den europæiske. I USA er arbejdsløsheden nu faldet til blot 5,0% ifølge seneste jobrapport for november 2015. Ifølge

jobrapporten er der nu i flere måneder skabt omkring 200.000 nye jobs om måneden, bl.a. som følge af et højt privatforbrug, et boligmarked der er på vej frem og et relativt pænt investeringsniveau. Derfor kom det heller ikke som nogen overraskelse, tværtimod følte det som en lettelse, da den amerikanske centralbank (Fed) hævede renten med 0,25% i december måned. Den økonomiske vækst forventes at have været omkring 2,0% i 4. kvartal 2015 sammenlignet med samme periode året før. Dette er lidt under de 2,4% p.a., som den amerikanske økonomi forventes at have vokset med i hele 2015. Væksten har således tabt en anelse momentum i det forgangne kvartal, men det er ikke noget, man skal være bekymret for. Men som ved det økonomiske opsving i Europa, er det amerikanske opsving heller ikke helt så kraftigt, som man historisk har oplevet.

I USA synes inflationen at være på vej op, om end dette sker fra et meget lavt niveau. Den seneste måling for november 2015 viser sammenlignet med november 2014 en stigning på 0,5% p.a. Kerneinflationen viste en stigning på 2,0% p.a., hvilket ligeledes er en mindre stigning i forhold til de seneste målinger. Der er dog ikke tegn på nogen kraftig accelererende inflation i USA, hvorfor den amerikanske centralbank kan være mere afventende med tempoet i de kommende renteforhøjelser.



Kilde: BLS (Bureau of Labor Statistics)

## Japan

Den japanske økonomi oplever også et økonomisk opsving, men det sker ligeledes i et behersket tempo. Således forventes den japanske økonomi at være vokset med 1,0% p.a. i både 3. og 4. kvartal 2015 sammenlignet med samme kvartaler året før. Det er fortsat investeringer og ikke mindst eksporten, som trækker det japanske opsving, mens det er mere vanskeligt at få rigtig gang i privatforbruget.

Den seneste inflationsmåling fra november 2015 viste en stigning på 0,3% p.a. sammenlignet med samme måned året før. Dermed er inflationen stadig meget beskeden i Japan og på et uønsket lavt niveau for den japanske centralbank. Derfor kan der forventes yderligere pengepolitiske tiltag i 2016, f.eks. i form af yderligere opkøb af værdipapirer, hvis ikke den økonomiske vækst eller inflationen tiltager i 2016.

## **BRIK landene**

### *Brasilien*

Den økonomiske situation i Brasilien har vist sig værre end frygtet. Således faldt den økonomiske vækst med 4,5% p.a. i 3. kvartal 2015 sammenlignet med 3. kvartal 2014, og væksten forventes at have været omkring -4,0% i 4. kvartal 2015 sammenlignet med samme kvartal året før. Dette er omkring 1% point værre, end det var forventet for blot 3 måneder siden! Økonomien er stort set ramt på alle parametre, faldende privatforbrug, faldende investeringer og faldende offentligt forbrug. Der er dog ved at komme lidt lysninger, idet den kraftige svækkelse af landets valuta på omkring 25% over for euro alene i 2015 har resulteret i, at de brasilianske virksomheder er blevet mere konkurrencedygtige. I kølvandet på den skuffende økonomiske udvikling er landet også løbet ind i en politisk krise, idet mange politikere er blandet ind i en stor korruptionsskandale omkring det store olieselskab Petrobras. Landet er således nu kastet ud i både en økonomisk og politisk krise.

Inflationen har været tiltagende i Brasilien, idet det kraftige fald i landets valuta har gjort importerede varer meget dyrere. Seneste inflationsmåling fra november 2015 viser en inflation på hele 10,5% p.a. sammenlignet med november 2014. Hvis inflationen fortsætter med at stige, kan den brasilianske centralbank blive nødsaget til igen at hæve renten fra det i forvejen meget høje niveau på 14,25%.

### *Rusland*

Den russiske økonomi er hårdt ramt af både vestens sanktioner og den meget lave oliepris. Således var den økonomiske vækst i Rusland på -4,1% p.a. i 3. kvartal 2015 sammenlignet med 3. kvartal 2014, hvilket faktisk var en fremgang i forhold til 2. kvartal 2015, hvor væksten var på -4,6% p.a. sammenlignet med samme periode året før. Den økonomiske vækst forventes at være forbedret yderligere i 4. kvartal 2015, hvor væksten forventes at have været omkring -3,5% p.a. sammenlignet med 4. kvartal 2014. Den russiske økonomi har haft lidt medvind i 2. halvår af 2015, eller lidt mindre modvind er nok det rette ord, idet landbruget har haft en god høst i 2015, hvilket er med til at forbedre den russiske økonomi, også i form af, at det lægger en dæmper på fødevarerpriserne. Den russiske inflation er således faldet fra et niveau på 15,8% p.a. i august 2015 sammenlignet med august 2014 til et niveau på 15,0% i november 2015 sammenlignet med samme måned året før.

### *Indien*

Væksten i den indiske økonomi var på 7,4% i 3. kvartal 2015 sammenlignet med samme kvartal 2014. I 4. kvartal 2015 forventes væksten at have været på et lidt lavere niveau omkring 7,2% p.a. sammenlignet med samme kvartal året før. Den indiske økonomi oplever således nogle pæne vækstrater, om end disse er omkring 1% point lavere, end hvad der var forventet i starten af 2015. Den lavere økonomiske vækst skyldes en kombination af, at Indien også rammes af, at der er mindre gang i verdensøkonomien end først antaget, samt at det også tager længere tid at få gennemført de økonomiske reformer, som man ønsker.

Inflationen i Indien har været tiltagende på det seneste og seneste måling for november 2015 viser en stigning på 5,4% p.a. sammenlignet med samme periode året før. Dette er ikke et alarmerende højt niveau for Indien, som blot for få år siden oplevede 2-cifrede inflationsrater.

### *Kina*

Væksten i den kinesiske økonomi forventes at have været på 6,8% p.a. i 4. kvartal 2015 sammenlignet med samme kvartal 2014. Der er fortsat godt gang i privatforbruget i den kinesiske økonomi, hvor der blev rapporteret om en stigning i detailhandlen på 11,2% i november 2015 sammenlignet med samme periode året før. Industriproduktionen har også vist lidt bedre takter på det seneste, mens eksporten har aftaget mere end ventet. Udviklingen i disse nøgletal er et udtryk for den omlægning af den kinesiske økonomi fra en eksportorienteret økonomi til en forbrugs- og serviceorienteret økonomi, der sker i

øjeblikket, og som nævnt i tidligere Kvartalsrapporter, må investorer indstille sig på, at dette ikke kan ske efter en lige linje.

For at understøtte den økonomiske udvikling og væksten i den kinesiske økonomi, har den kinesiske centralbank sænket renten og nedsat bankernes reservekrav, så de kan låne mere ud end i det forgangne kvartal, og der er fortsat gode muligheder for yderligere økonomiske tiltag på denne og andre fronter, idet inflationen i Kina fortsat er meget lav. Seneste måling for inflationen fra november 2015 viser en inflation på 1,5% p.a. og en kerneinflation på 1,1% p.a. sammenlignet med samme måned året før.

### Samlet omkring den økonomiske udvikling i 4. kvartal 2015

Den amerikanske økonomi har tabt en anelse momentum, mens både den europæiske og japanske økonomi er fortsat med nogenlunde uforandret styrke i løbet af det forgangne kvartal. I Emerging Markets ser det lidt mindre slemt ud for den russiske økonomi, mens vækstraten også synes at være nogenlunde uændret i både Indien og Kina. Brasilien er fortsat meget usikkert, men det værste kan også vise sig at være overstået her. Samlet set har verdensøkonomien tabt en anelse styrke i det forgangne kvartal, primært som følge af en lidt lavere vækst i USA, men opsvinget vurderes stadig intakt, om end det fortsat sker i et meget behersket tempo.

### 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%	2,60%	1,80%
Euroland	0,90%	0,40%	1,50%	0,10%	2,00%	1,10%
Japan	0,00%	2,40%	0,80%	0,80%	1,00%	0,70%
Danmark	1,10%	0,60%	1,40%	0,40%	1,60%	0,90%
Brasilien	0,00%	6,30%	-3,50%	9,00%	-1,50%	7,50%
Rusland	0,60%	7,80%	-3,60%	15,00%	-1,00%	8,00%
Indien	7,10%	6,70%	7,20%	4,70%	7,50%	5,00%
Kina	7,40%	2,00%	6,80%	1,40%	6,50%	1,60%

Kilde: Dansk FI

### Økonomi

Som vi har skrevet i de senere Kvartalsrapporter, bevæger verdensøkonomien sig fremad i et meget behersket tempo, hvor de store veletablerede økonomier, USA, Europa og Japan har oplevet en fremgang, som primært er sket på bekostning af en aftagende økonomisk vækst i Emerging Markets. Den kinesiske økonomi er i gang med en større omstillingsproces fra en eksportdrevet økonomi til i langt højere grad at være en forbrugs- og serviceorienteret økonomi. I den forbindelse er det naturligt, bl.a. også som følge af demografien i Kina med en aldrende befolkning, at landets vækstrater over tid vil nærme sig de vækstrater, som vi ser i de modne økonomier så som den europæiske. Omstillingsprocessen åbner muligheder for, at bl.a. de vestlige landes virksomheder kan afsætte deres

forbrugsrelaterede varer til den kraftigt voksende middelklasse i Kina. Dermed kan den kinesiske forbruger også blive en vækstmotor for andre landes virksomheder. Den kinesiske omstillingsproces er således ikke en bombe under verdensøkonomien, men en naturlig udvikling for Kina, og de forventelige aftagende vækstrater for Kina, skal derfor ikke overdramatiseres.

**Table 1.1. The global recovery will gain momentum only slowly**

*OECD area, unless noted otherwise*

	Average 2003-2012	2013	2014	2015	2016	2017
		Per cent				
<b>Real GDP growth<sup>1</sup></b>						
World <sup>2</sup>	4.0	3.2	3.3	2.9	3.3	3.6
OECD <sup>2</sup>	1.7	1.2	1.9	2.0	2.2	2.3
United States	1.8	1.5	2.4	2.4	2.5	2.4
Euro area	0.9	-0.3	0.9	1.5	1.8	1.9
Japan	0.8	1.6	-0.1	0.6	1.0	0.5
Non-OECD <sup>2</sup>	6.7	5.0	4.7	3.7	4.2	4.6
China	10.5	7.7	7.3	6.8	6.5	6.2

Kilde: OECD

OECD's forventninger til udviklingen i verdensøkonomien fremgår af skemaet ovenfor. OECD forventer, at verdensøkonomien fortsætter det beherskede økonomiske opsving i den nærmeste fremtid. Der er ikke udsigt til hverken den store vækstmæssige fest, men heldigvis heller ikke den store nedtur, så forventningerne er en behersket økonomisk fremgang. Men da der er tale om et behersket økonomisk opsving, skal man være opmærksom på, at dette så også er mere sårbart over for udefrakommende chok. Omvendt betyder det også, at både inflationen og dermed renteniveauet forventes at forblive på et relativt lavt niveau i den nærmeste fremtid. Både som økonom, forbruger og investor kan man med rette stille sig det spørgsmål, om det faktisk ikke er en ganske udmærket situation, vi pt. befinder os i, idet købekraften jo netop ikke udhules nævneværdigt, når inflationen er så lav. Dermed mindskes behovet for kraftige lønstigninger hos forbrugerne, og investorerne behøver ikke jage høje afkast for at sikre deres fremtidige købekraft. Men det kræver selvfølgelig, at man specielt som investor accepterer denne nye "dagsorden", og man er villig til at leve med et lavere forventet afkast på sine investeringer frem for at køre ud af risikokurven i håb om, at man kan realisere et endnu højere afkast. Som investor skal man huske på, at når man påtager sig en højere risiko, er det selvfølgelig muligt at opnå et højere forventet afkast, men der er ingen garanti for, at dette rent faktisk også sker! En højere risiko er ikke automatisk en garanti for et højere afkast!

Som investor er det hele tiden vigtigt at vurdere, om man har den rette risikoprofil på sine investeringer, samtidig med at man forholder sig nøgternt til, hvilket afkastkrav der er nødvendigt på sine investeringer for, at man kan opretholde den livsstil, man har planlagt. Det er ofte en fordel at stille sig selv det spørgsmål, om man bliver mere lykkelig af at få et lidt større afkast eller om det vil vægte endnu hårdere, hvis formuen pludselig skulle vise sig at falde, hvis den højere risiko rent faktisk udmøntede sig i, at de mere risikable investeringer ikke går så godt som ventet?

I Dansk FI er vi af den helt klare opfattelse, at mange investorer ukritisk har bevæget sig ud af risikokurven i de senere år, primært som følge af, at det forventede afkast på de mest sikre stats- og realkreditobligationer er tæt på 0. Samtidig har det lave renteniveau også resulteret i, at spekulation og



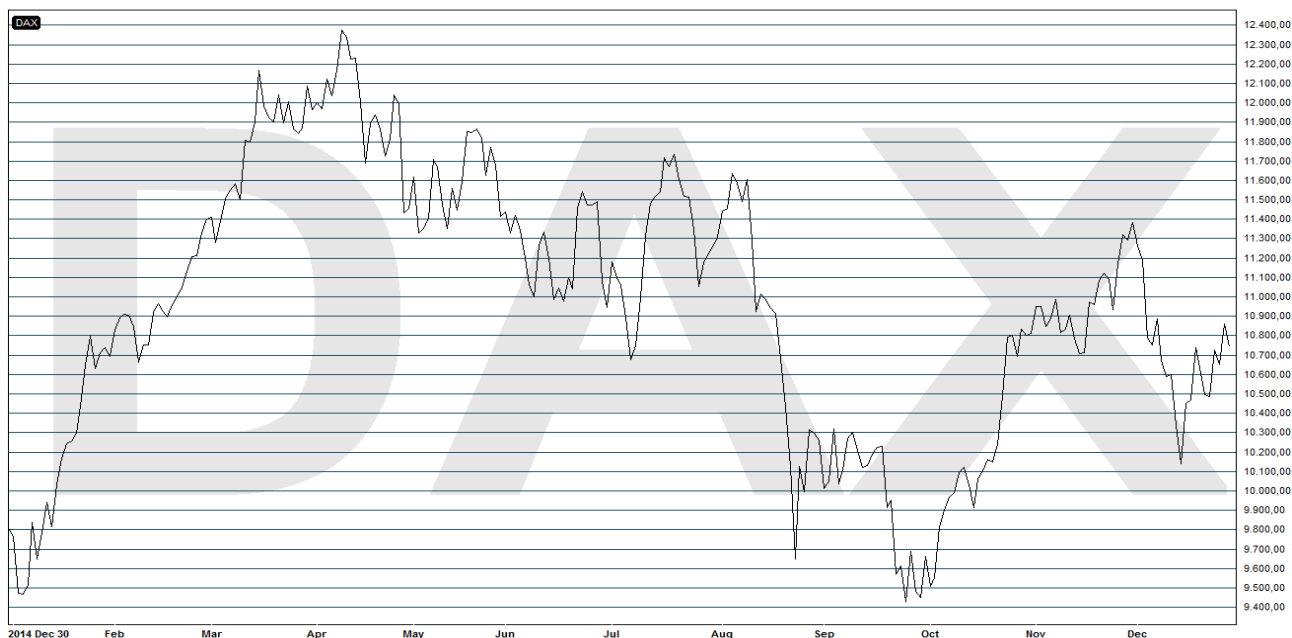
lånefinansierede investeringer har vundet frem, idet det stort set ikke har kostet noget at geare sine investeringer. Alle disse nye og til dels utilsigtede penge på de finansielle markeder, er en af forklaringerne på, hvorfor vi har set store, pludselige og uforklarlige kursudsving på de finansielle markeder gennem de senere år, og i særdeleshed også i 2015. Som vi ser det, er det en af bivirkningerne ved det meget lave renteniveau, hvilket betyder, at man som investor må acceptere, at formueudsvingene bliver større og mere uforudsigelige, specielt på den korte bane. Derfor er det vigtigt, at man som investor:

- Tænker langsigtet og ikke lader sig skræmme af kortsigtede kursudsving
- Løber den risiko man kan tåle og har det godt med
- Har fokus på kvalitet i sine investeringsvalg så man ikke bliver usikker, når det stormer

### Store kursudsving prægede de finansielle markeder i 2015, og det forventes også at blive tilfældet i 2016

Som vi har beskrevet tidligere i Kvartalsrapporten, har der i 2015 været store udsving på både valuta-, obligations- og aktiemarkederne. Hvis man f.eks. betragter kursudviklingen på det tyske aktieindeks, DAX, kan man se, at der har været nogle store kursudsving gennem hele 2015! Indekset sluttede 2015 med at være steget med 9%, men dette dækker over nogle bemærkelsesværdige udsving:

- I januar faldt indekset med 3-4% i de første dage for at slutte måneden med en samlet stigning på 9%.
- Medio april var indekset oppe med hele 25% for at være tilbage i minus medio august.
- I slutningen af september var indekset samlet set nede med omkring 5% for at slutte året med en stigning på 9%.



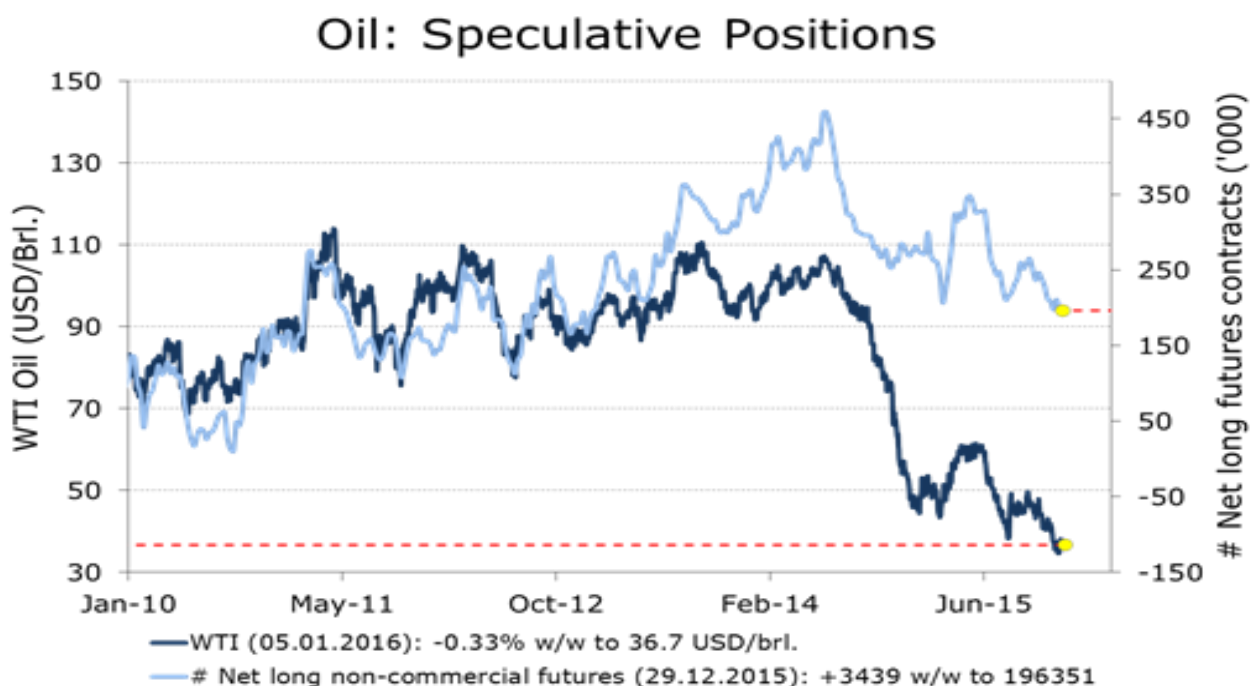
Kilde: Infront

De store kursudsving, der har været på de finansielle markeder i 2015, burde jo afkastmæssigt umiddelbart have været et rent slaraffenland for Hedgefonde (fonde der ofte lever af at lave kortsigtede spekulationsforretninger), men rent faktisk har disse fonde afkastmæssigt haft det værste år siden Finanskrisen! Flere store og prominente fonde har meldt om store tab i 2015, og bl.a. er verdens 3. største Hedgefond, Bluecrest, som på et tidspunkt forvaltede 36 mia. USD, blevet lukket ned. Det var

således spøjst at læse i Jyllandsposten i en artikel den 11. december 2015, hvor en Hedgefond manager udtaler ”Vi lever i en ny verden, hvor store bevægelser sker meget hurtigt og brat, og disse bevægelser er meget, meget svære at handle på”.

Hedgefondene tager ofte flere bets, ofte i flere forskellige aktiver. Det betyder, at går en spekulationsforretning rigtig galt, eller kunderne begynder at trække penge ud, skal fonden ud og (tvangs)sælge flere forskellige aktiver. Dermed kan en fejlinvestering fra en Hedgefond på f.eks. oliemarkedet pludselig også udløse en salgslavine på eksempelvis aktie-, valuta- og obligationsmarkedet. Dette så vi allerede tydelige eksempler på i efteråret 2014, hvor olieprisen faldt dramatisk, og både aktier og virksomhedsobligationer faldt markant i løbet af 2-3 uger som følge af, at flere Hedgefonde var i gang med at tvangsrealisere deres investeringer.

Hvis man betragter nedenstående graf omkring udviklingen i olieprisen (den mørkeblå linje og venstre akse) samt de spekulative investeringer, der er foretaget i en stigende oliepris (lyseblå linje og højre akse), kan man tydeligt se, at de spekulative investeringer i en stigende oliepris steg markant fra medio 2012 og frem til forsommeren 2014. På under 2 år blev disse positioner 3-doblet, mens olieprisen stort set holdt sig uændret. I samme periode blev den amerikanske produktion af olie næsten fordoblet, som følge af store investeringer i skiferolieproduktion, men den faktiske efterspørgsel efter olie aftog rent faktisk en anelse. Stigende udbud og faldende efterspørgsel burde ifølge økonomisk teori have resulteret i en faldende pris, men da finansielle investorer investerede kraftigt i en stigende oliepris, blev der således skabt en ”falsk” efterspørgsel efter olie, der kunne holde prisen kunstigt oppe i en periode. Da efterspørgslen aftog, og investorerne pludselig måtte tvangssælge deres olieinvesteringer, resulterede dette i kollapset i olieprisen sidste efterår. Hvis man bemærker udviklingen i olieprisen siden kollapset, har denne stort set fulgt den samme udvikling, som i de spekulative positioner. For os at se virker det som om, at der stadig er et reelt overudbud af olie, hvorfor man kan forvente en strukturel lav oliepris i den nærmeste fremtid. Dette eksempel illustrerer også, at prisudviklingen på aktiver kan påvirkes markant af spekulative interesse på end da flere års sigt, og markeds kræfterne dermed sættes ud af spil, men den underliggende risiko forsvinder ikke, og pludselig sker bevægelsen tilbage mod ligevægt både kraftigt og hurtigt.

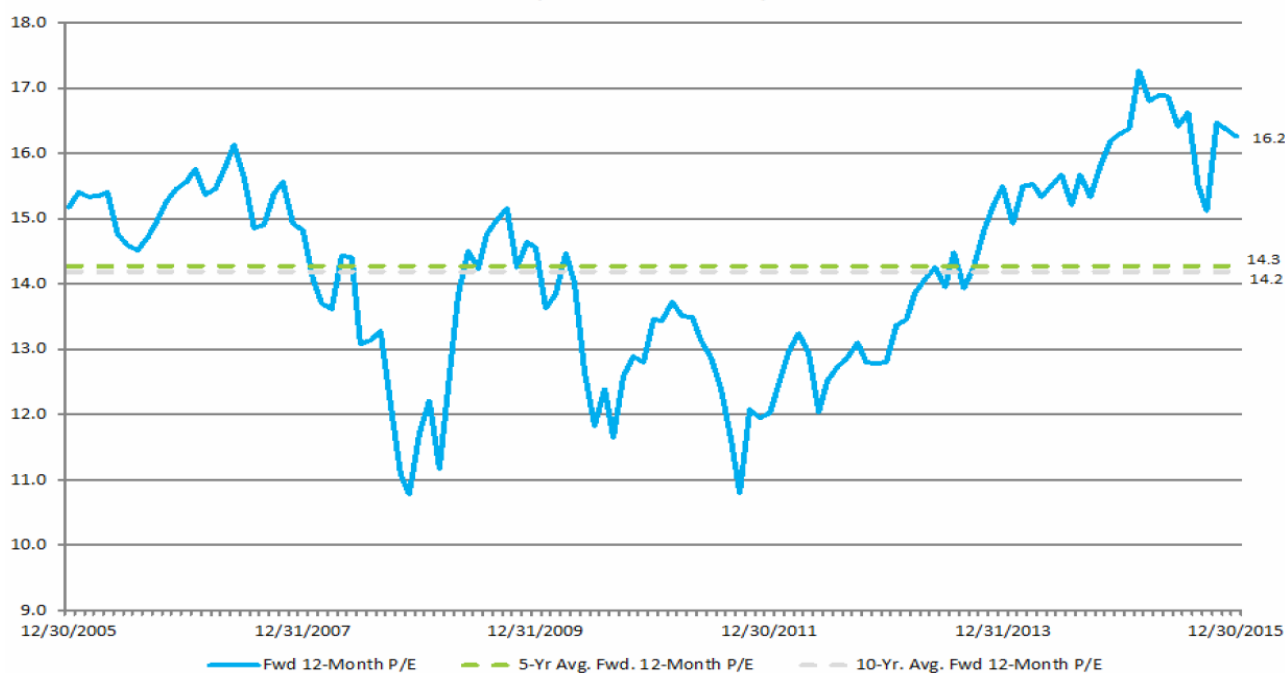


Kilde: BankInvest

## Aktier

Når vi ser på prisfastsættelsen på aktiemarkedet, handles aktierne i øjeblikket lidt til den dyre side, når man betragter dette i et historisk perspektiv. Hvis man betragter nedenstående graf, som illustrerer 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 16,2, hvilket er lidt over gennemsnittet for de seneste 5-10 år.

**Forward 12-Month P/E Ratio: 10 Years**  
(Source: FactSet)



Kilde: Factset.com

Det er ikke kun aktier, som er prisfastsat til den dyre side. Stort set alle investeringsmuligheder forekommer at være prisfastsat til den dyre side. Vi ser således ikke umiddelbart noget andet attraktivt investeringsalternativ til aktier, hvorfor vi fortsat anbefaler at have en aktieandel i sin portefølje, der er tæt på det benchmark, investor har valgt. Ved i høj grad at fokusere på kvalitetsselskaber er vi af den opfattelse, at investorer i de kommende år godt kan opnå et tilfredsstillende afkast på aktiemarkedet, men der må påregnes store kursudsving under vejs, og afkastene kan ikke forventes at være på samme høje niveau, som vi har set i de foregående år. Aktieinvestering er at betragte som en langsigtet investering, hvilket blev testet flere gange i 2015, og det vil sandsynligvis også blive tilfældet i 2016.

## Obligationer

Med forventning om at væksten i verdensøkonomien kun tiltager i et meget behersket tempo i de kommende år, hvilket også forventes at være tilfældet for den europæiske økonomi, forventer vi, at inflationen kun gradvist vil tiltage gennem 2016. Der er således udsigt til et svagt stigende europæisk renteniveau gennem 2016, hvilket allerede er indeholdt i de nuværende renteforventninger. Derfor

anbefaler vi at placere en del af obligationsformuen i mellemlange- og lange danske realkreditobligationer. Desuden anbefales det at have en mindre andel i obligationer fra Højrentelande i Lokalvaluta, idet disse vurderes at have et attraktivt afkast/risiko forhold medens den resterende del holdes i korte obligationer alternativt kontanter. Vi er desuden opmærksomme på, at virksomhedsobligationer er begyndt at se mere attraktive ud, hvilket vi vil følge ekstra nøje i den kommende tid.

6. januar 2016  
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**

