

FORMUE MAGASIN

AKTIONÆRORIENTERING OKTOBER 2002



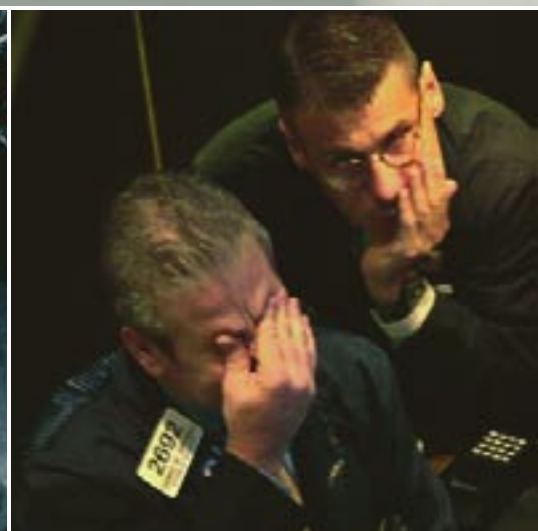
Hva' vil De have ?

Dybe interessekonflikter er dagens orden i finansverdenen.



Er det her 30'erne om igen ?

Gentager historien sig - eller er vi blevet klogere?



Værste aktiekvartal i 15 år

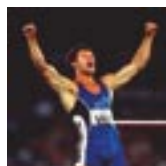
Alle Formueplejeselskaber har givet overskud på 3 år.

FORMUEPLEJE

S E L S K A B E R N E

17. årgang oktober 2002

Redaktion og kursopdatering er afsluttet 27. september 2002

**Tikæmperens dilemma**

Har det finansielle supermarked samme problem som tikæmperen?

side 3

**30'erne om igen ?**

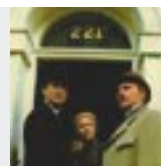
Avisoverskrifterne sammenligner med 30'erne, men der er flere forskelle end ligheder.

side 4-5

**Ondskabens akse**

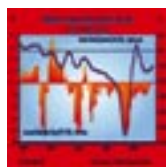
Aktiemarkederne: Det ligner ondskabens akse - men vi anerkender gode fe...

side 6-7

**Motivet - Dr. Watson !**

Hva' vil De have? Selektede sandheder eller interessekonflikter? Giver motivet svaret?

side 8-9

**Realrentens uransagelige veje**

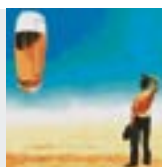
I dag taler ingen om realrente på obligationer. Ser vi en ny boble ?

side 10-11

**Professionel tøsedreng ?**

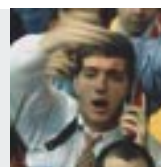
Porteføljemanagere investerer 30% af kundernes penge i aktier, de ikke selv tror på!

side 12

**Garanti eller Gevinst**

Garantiinvesteringer er altid for dyre - nu dropper de professionelle garantiene.

side 13

**Formueplejeselskaberne**

Værste kvartal siden krakket i 1987 - men ingen underskud målt over 3 år.

side 14

**Plan-Pareto A/S**

Igen et kvartal med overskud og fortsat rekordhøj rentemarginal.

side 15

**Plan-Safe A/S**

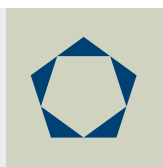
Et minus på 8% i 2002 er *relativt* godt.

side 16

**Plan-Epikur A/S**

Aktietegning: Nye 170 mio. kr. klar til dobbeltafkast.

side 17

**Plan-Penta A/S**

Europa og USA er faldet 36% i år - Penta er sluppet med 18%.

side 18

**Plan-Merkur A/S**

Plus 65% siden strategændring i 1999.

side 19

Formuemagasinet

Magasinet henvender sig til aktionærer i Formueplejeselskaberne, langsigtede investorer samt revisorer og advokater.

Udkommer fire gange årligt, 2. uge i kvartalet.

Oplag: 1.000 eksemplarer.

Magasinets formål er:

- at orientere om udviklingen i Formueplejeselskaberne
- at vurdere investeringsprodukter og -faldgruber
- at vurdere finansmarkederne og fremlægge investeringsstrategier
- at informere om ny viden og lovgivning om formuepleje i Danmark.

Redaktion

Direktør Erik Møller (ansvarshavende)
Direktør Brian Leander, Formuepleje A/S

Produktion

Grafisk design: DeForm, Åbyhøj
Offsettryk: Delta Grafisk A/S, Århus V



Tikæmperens dilemma

Det finansielle supermarked - drøm eller mareridt ?

Efter krakket i 1929 gennemførte man en meget stram lovgivning - den såkaldte Glass-Steagall-lov - i USA. En væsentlig faktor bag krakket i 1929 var en farlig sammenblanding af økonomiske interesser. Loven blev et regulært forbud mod det finansielle supermarked - specielt sammenblandingen af forretningsbank og investeringsbank. Med den samme lovgivning i Danmark, ville vi aldrig have haft en Hafniasag. I 90-erne blev der imidlertid igen slækket kraftigt på denne lovgivning, fordi den finansielle sektor i USA bedre skulle kunne klare sig i den internationale konkurrence. Det finansielle supermarked var genfødt - for en tid.

Resten af verden - stik modsat

Det mærkelige er, at de seneste 25 år har udviklingen i hele den øvrige del af erhvervslivet gået den stik modsatte vej. Vi kender/kendte alle de gamle såkaldte konglomerater. Det var selskaber som ØK, F.L. Smidth, Danisco og Superfos. Selskaber der bredte sig over en lang række erhvervsområder, men med meget lille held. Udviklingen har derfor været, at alle virksomheder, der skulle klare sig, burde søge at blive global eller lokal "verdensmester" til en ting.

Sagt med sportjournalistens jargon: Tikæmperen i atletik har ikke en chance for at blive nummer 1 i nogen som helst enkelt disciplin.



Olympisk vinder i tikamp ved OL i Sydney 2000, Erki Nool
Tikæmperen i atletik har ikke en chance for at blive nummer 1 i nogen som helst enkelt disciplin.

Cross-selling eller mis-selling ?

Strategien i de store finansvirksomheder var at lave konglomerater eller supermarkeder for at øge muligheden for at lave effektiv cross-selling eller krydssalg. Målet med cross-selling var, at banken skulle have in-house-produkter på hylden til ethvert finansielt behov - ikke at lave det bedste produkt.

Argumentet var, at for kunden var det ikke det vigtigste, at produktet var i top, men at det kunne klares som one-stop-shopping. Og så kunne man skabe et mersalg. Englænderne har med god grund omdøbt cross-selling til det mere dækkende mis-selling.

Tikæmperens dilemma

Denne model er nu på hastigt tilbageslag. Finansielle virksomheder verden over rydder op i deres produkter og sælger igen alt fra, der ikke er kerneforretning. Så udover den åbenlyse interessekonflikt, der opstår, når en virksomhed vil producere og levere alt, så har tikæmperens dilemma ramt hele den finansielle sektor.

I Bilka kan man få...

Billedet af den finansielle sektor tegner fire forretningsgrene (udover forsikring) med hvert sit speciale.

1. Virksomheders bankforretninger
2. Analyse- og kapitalfremskaffelse
3. Forbrugeres bankforretninger
4. Formuepleje

Flere og flere købere af produkter eller serviceydelser har indset, at hvis man vil have den bedste kvalitet, er det fornuftigt at handle mere end et sted. Det har branchen også indset, hvorfor man nu ændrer strategi.

Vi har ikke ændret strategi, men har siden 1988 haft uændret fokus. Som ejendomsmægleren s'ir: Der er tre ting, der betyder noget: Beliggenhed, beliggenhed og beliggenhed. På samme måde kan jeg - støbt i beton - sige, vi har tre fokusområder: Formuepleje, Formuepleje og Formuepleje.

I Bilka kan man få næsten alt - ligesom i det finansielle supermarked - **næsten**.

Vi har i dette Formuemagasin sat fokus på nogle herskende motiver i investeringsverdenen.
God fornøjelse med læsningen.

Husk motivet - Dr. Watson.

Erik Møller



30'erne - årsag og virkning

Pessimisterne har altid let spil, når det ser mørkt ud. Det er særlig let nu, hvor mange investorer har tabt



Franklin D. Roosevelt underskriver "The Social Security Act" i august 1935, 6 år efter krakket. Indtil da, var socialhjælpen i USA under eksistensgrænsen.

over 50% af deres penge på aktiemarkederne siden toppen i år 2000. Det toneangivende tyske DAX-indeks er nu faldet 70% eller sagt omvendt: Det skal stige 230% for at være oppe på det gamle højdepunkt.

Mange spørger sig selv: Er det her 30'erne om igen? Spørgsmålet er for de fleste afledt af en simpel frygt, der er skabt

via iagttagelse af aktiemarkedernes styrtdyk, da de færreste ved, om det var krakket, der skabte en depression i 30'erne. Men alle ved, at 30'ernes nedtur startede med krakket på Wall Street.

Vi er stadig lemminger - men dog klogere

Hvad er forskelle og ligheder mellem 30'ernes og dagens økonomiske situation.

Pengepolitikens effekt i 30'erne blev misforstået

1929 Øjeblikkeligt satte New Yorks centralbank renten op, hvilket gjorde tilbageslaget værre.

2002 I dag er renten globalt sat ned til det laveste niveau i 50 år, for at give ilt til verdensøkonomien.

1929 De amerikanske banker var meget tyndt polstrede, da krakket kom i 1929, hvilket gav en meget langvarig bankkrise og en meget stram likviditet.

2002 Efter finanskrisen i starten af 1990'erne har bankerne siden 2000 været i stand til at klare endog meget store tab, og der er ikke optræk til nogen bank- eller likviditetskrise.

1929 Og senere i 30-erne, da man satte renten ned hjalp det kun lidt, fordi der i mellemtiden var blevet deflation, hvilket betød, at realrenten var meget høj. Altså var det meget dyrt at låne.

2002 Realrenten er i dag negativ - dvs. det er gratis at låne penge, når man modregner inflationen.

1929 Reaktionstiden var lang pga. dårligere statistik og dårlig kommunikation og desuden eksisterede koordinering landene imellem ikke.

2002 I dag gør kommunikation og koordinering det muligt at reagere meget hurtigt på nye oplysninger.

Finanspolitikens effekt i 30'erne blev misforstået

1929 Da der var udsigt til stigende arbejdsløshed, strammede præsident Hoover statsfinanserne. Og først i 1933 iværksatte den nyvalgte præsident Roosevelt "The New Deal" og byggede bl.a. Hoover-dæmningen og i Danmark byggede man Lillebæltsbroen samme år som konjunkturforanstaltning.

2002 USA har givet de største skattelettelser i mands minde for at stimulere økonomien. Desværre har EU ikke villet hjælpe, fordi man (endnu) har bundet sig selv på hænder og fødder via stabilitetspagten.

1929 Den offentlige sektor var lille og de sociale foranstaltninger var meget små, hvilket gjorde usikkerheden meget stor og forbruget stærkt faldende.

2002 Den offentlige sektor er i alle lande relativt stor. I Danmark har f.eks. over 65% deres indkomst via det offentlige. Og de sociale ydelser er relativt mangefold større end i 1929. Begge dele stabiliserer forbruget.



Sir Isaac Newton (1643-1727)
"Økonomiens stadi i dag svarer til fysikkens før Isaac Newton."
Bent Sørensen, Niels Bohr-Instituttet.

Økonomi er en relativt ny videnskab. Derfor er det ikke mærkeligt, at man lavede nogle forkerte antagelser i 30'erne - set med vores øjne.

1929 og 2002: Tal helt ude af proportion



Suppekøkken i New York under depressionen. Suppekøkkenet gav mange arbejdsløse amerikanere deres eneste daglige måltid. At det aktuelle suppekøkken blev betalt af gangsteren Al Capone, siger lidt om, hvor spinkel den offentlige støtte var.

1929 Arbejdsløsheden nåede op over 30% i både USA og Europa og arbejdsløshedsunderstøttelsen var under eksistensminimum.

2002 Arbejdsløsheden er steget i USA fra 4 til 6%, men er nu faldet under 6% igen. I EU er arbejdsløsheden steget, men kun i promiller - på nær i Tyskland.

1929 BNP faldt markant 3 år i træk, bl.a. fordi man havde misforstået effekten af penge- og finanspolitik.

2002 Målt på kalenderår har der ikke været faldende BNP, hverken i USA eller EU. Japan er en speciel case, men det har ikke udspring i den aktuelle krise.

1929 Landene forsøgte at beskytte sig mod, at krisen bredte sig ved at beskytte sig bag høje toldmure, hvilket ødelagde verdenshandelen og produktionen.

2002 Verdenshandelen er gået lidt i stå, men forventes at stige kraftigt de næste par år.

De røde lamper

Når aktiemarkedet reagerer, som de gør i øjeblikket, er der selvsagt flere grunde til det, men den væsentligste er psykologien. Populært sagt, at der er flere sælgere end købere.

Man kan altid finde røde lamper. Den lave opsparing i USA, en faldende forbrugertillid overalt, de forsvundne formuer i aktier og en trussel om krig mod Iraq er selvsagt ikke motiverende for et økonomisk opsving.

De grønne lamper

Men der er også grønne lamper. Det er et faktum, at de aflagte regnskaber i 2002 har været bedre end forventet. Huspriserne stiger globalt pga. den lave rente, og det har større positiv formueeffekt end den negative effekt af faldende aktiekurser og arbejdsløsheden er stabiliseret på et moderat niveau.

Aktiemarkedet i selvsving - endnu

Det seneste meget negative stemningsskifte på aktiemarkedet henover sommeren har været katalysator for den lavere forbruger- og erhvervstillid og så nærmer vi os en selvsvingeffekt fra aktiemarkedet til samfundet og tilbage igen.

Men i forhold til virksomhedernes indtjeningspotentiale er aktier meget billige nu. De er prissat efter en indtjening på 1995-niveau. Der ligger nogle positive overraskelser og venter, og så vil spiraleffekten pludselig gå den anden vej.

Og der har *ikke* været nogen aktiefest, selvom nogen vil prøve at bilde Dem det ind. (Se også artiklen: "Starter aktiefesten nu ?" på hjemmesiden www.formuepleje.dk)

Sammenligning er morsom, men værdiløs

Faktum er, at der stort set ingen fornuftige sammenligninger kan gøres med depressionen i 30'erne. En eventuel krig mod Iraq, kommer jo heller ikke til at ligne besættelsen af Danmark.

Vi kan alle lære af historien - men både generaler og økonomer må agere i deres egen tid. Kun psykologien er fuldstændig uændret siden 1933.

Jeg vil sige, som Franklin D. Roosevelt sagde ved sin tiltrædelsestale i marts 1933, da depressionen var løbet præsident Hoover af hænde:

"The only thing we have to fear - is fear itself ..."



Den onde spiral

De fleste statsmænd er gennem tiderne blevet kendt for et bestemt udsagn. Kennedys "Ich bin ein Berliner" fra 1963 er en klassiker. Nixons "Well, I'm not a crook!!" eller Clintons berømte sætning om en vis Monica Lewinsky. Senest har præsident Bush haft sin sætning: "Axis of evil", som var møntet på Irak, Iran og Nord-Korea.

Det ser ud til, at den første på listen snart får amerikansk besøg, men derudover har investorerne også mærket en vis "ondskabens akse":

- Regnskabsrod fik flere store amerikanske selskaber til at gå konkurs. På få måneder mistede USA sin heltestatus indenfor god regnskabsskik og regnskabsreglerne blev ændret, store bøder tildelt og trussel om lange fængselsstraffe hænger nu over direktører og bestyrelser.
- Virksomhedsledelse i USA blev anset som det ypperst opnåelige med fokus på shareholder value, optionsprogrammer og markante virksomhedsledere. Det er fortid - god og stabil virksomhedsledelse er igen i højsædet.
- I knap 3 år mente man, at den amerikanske USD kun havde én vej, nemlig op. Nu er også USD ved at erkende virkelighedens verden og påbegyndt nedstigningen - det går specielt hårdt ud over de indekserede investorer, som typisk har haft mere end 50% af formuen placeret i amerikanske aktier.

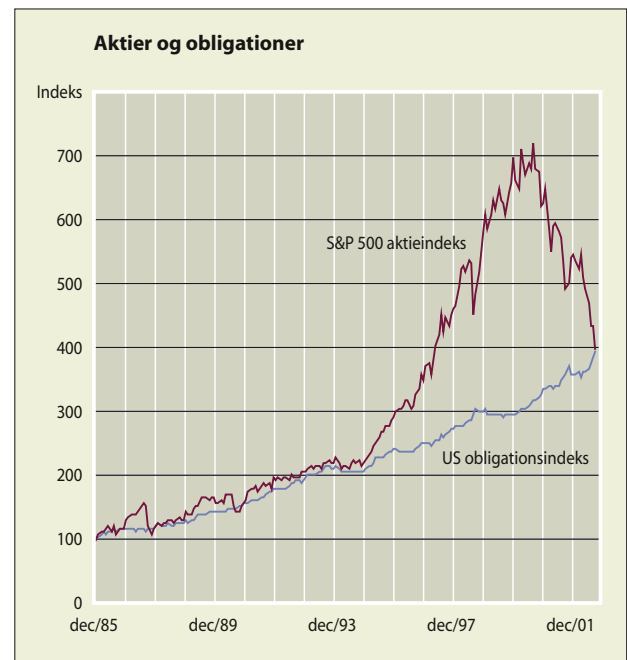
Frygt og afkast

Spørgsmålet er så, om aktiemarkedet har nået bunden? Det kan være svært at forudsige summen og retningen af investorers dispositioner, men det er under alle omstændigheder ikke fundamentale faktorer, som driver kurserne ned, men derimod frygt. Frygt for, at ondskabens akse vil fortsætte, frygt for krig mod Irak, frygt for pensionskassernes og forsikringselskabernes nedslidte reserver, frygt for økonomisk nedsmeltning i Latinamerika, frygt for at aktier stadig vil fortsætte nedturen, som startede i marts 2000.

Jo - der er meget at være frygtsom for, men det er sjældent, at det giver et godt afkast.

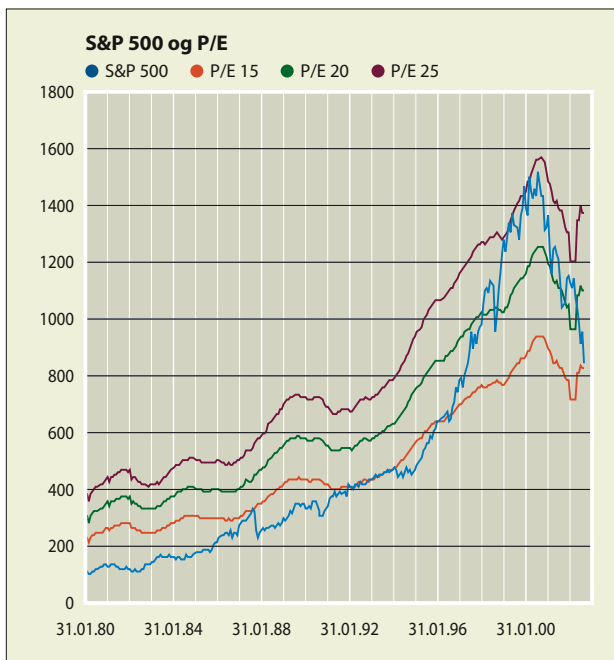
Aktieboblen er væk

I de sidste 17 år er der sket meget på de finansielle markeder, og kriser har af og til givet nogle gevaldige bølgeskulp. Ikke desto mindre har aktier og obligationer siden 1985 givet det samme afkast! Umiddelbart giver det anledning til lidt panderynker, fordi normalt vil og skal en aktieinvestering give mere end en passiv obligationsinvestering. Derfor er der grundlæggende en forkert opfattelse af aktiemarkedets nuværende status. Aktieboblen ses tydeligt på grafen, men på den anden side er det også berettiget at konkludere, at der ikke længere er tale om en overvurdering af aktier.



Halv pris

Tilbage i 1999 og 2000 stillede ingen spørgsmål ved prisen på en aktie. Et kendt nøgletal til at vurdere en aktie er P/E (kursen på en aktie i forhold til indtjeningen), og under teknologifeberen blev flere selskaber handlet til skyhøje priser i forhold til indtjeningen. En P/E på 100 eller mere var ikke ualmindeligt for en teknologiaktie. I dag er situationen omvendt. Kun sikre investeringer vinder gehør - ingen tør eje aktier - dette UANSET om prisen på aktier er halveret på 2 år. Tankevækkende, men igen et bevis på, at følelserne spiller ind på risikovilligheden.



Den gode spiral

På et eller andet tidspunkt vil støvet lægge sig på aktiemarkedet. Faktisk er der mange faktorer som arbejder til fordel for aktier:

- Pengepolitikken er meget ekspansiv. Centralbankerne i både USA, Europa og Asien har nedsat lånerenterne markant. Det er godt for privatforbruget og økonomien.
- Verdensøkonomien oplever i år en fremgang på cirka 2%, og recessionen sidste år i USA er et overstået kapitel.
- Virksomhedernes indtjening ligger pænt over sidste år, og kun få selskaber har leveret skuffelser på bundlinien.
- Aktier handler til halv pris i forhold til for blot 2 år siden, og aktieboblen er elimineret.
- Den demografiske udvikling fordrer stadig opsparing til pensionsalderen. Derfor vil der fortsat tilføres store investeringsbeløb til finansmarkederne.
- Inflationen er lav, hvilket er godt for virksomhedernes materialeindkøb og produktionsomkostninger.

Som det fremgår, er der stadig udsigt til, at økonomierne vender til det bedre. De følelsesmæssige chok, som "ondskabens akse" har medført på finansmarkederne, vil selvfølgelig på et eller andet tidspunkt ophøre.

Frygten dominerer på kort sigt, men under alle omstændigheder er det mange år siden, at aktier udfra fundamentale forhold har set så interessante ud.





De to store amerikanske banker, erhvervsbanken Citigroup og investeringsbanken, J.P. Morgan, har set deres aktiekurser blive halveret. Begge banker var hårdt involveret i Latinamerika og i markedet for erhvervsobligationer. Alle de steder, hvor Citigroup og J.P. Morgan

havde sendt penge hen, kunne man ikke fortænke dem i at føle sig "forpligtet" til også at have positive investeringsanbefalinger.

Det første resultat blev den mest massive kampagne for investering i Latinamerika set i årtier - på et tidspunkt, hvor det var synligt for enhver, at økonomien i både Nord- og Sydamerika var kraftigt på retur. Det andet resultat blev en global kampagne for såkaldte højrenteobligationer udstedt af erhvervsvirksomheder (corporate bonds).

Motivet - Dr. Watson...



Sherlock Holmes, forfatteren Sir Arthur Conan Doyles legendariske romanfigur, havde indset, at motivet er den helt afgørende faktor, som styrer menneskers adfærd.

“Don’t cry for - Citigroup and J.P. Morgan”

I begge tilfælde var det formålet at få private investorer til at overtage en større del af gælden - på et tidspunkt, hvor renten var steget kraftigt, men hvor betalingsevnen var faldet endnu hurtigere. Intetanende danske investorer i tusindvis har fået argentinske og sågar narkotika-obligationer fra Columbia - uden at kende baggrunden.

Og tilsvarende har mange danske investorer også investeret i erhvervsobligationer - et produkt, som de færreste kender og forstår - og har oplevet, at de tabte penge, mens alle andre obligationsejere tjente penge.

”Cry for Argentina, but don’t cry for - Citigroup and J.P. Morgan.”

Motivet - Dr. Watson...

Rådgivning - selekteret sandhed eller interessekonflikt ?

Argentinske obligationer er blot et af de mest "blodige", men bedst maskerede interessekonflikter, vi har oplevet de seneste år.

Men som investor kan man stille sig spørgsmålet om det er selekterede sandheder eller interessekonflikter,

- når man i en banks investeringsafdeling er 95% afhængige af at få kunden til at skifte mening?
- når man uge efter uge fortæller investorer, at de kan tjene penge på at bytte rundt på deres aktier?
- når 80-99% af aktieanalyser anbefaler investering - uanset pris/indtjeningsniveau?
- når man anbefaler husejerne - mod gebyr bevarer - at rentesikre deres flexlån, stik imod nationalbankernes rentesignaler?
- når man oplyser, at investeringsbeviser er et produkt skabt af eksperter, selvom 90% laver skyggeindeksering?
- når man oplyser, at investeringsbeviser giver et godt afkast, selvom 80% ikke kan slå en naiv køb og behold-strategi?
- når man oplyser, at investeringsbeviser er en billig måde at investere på - selvom 60-70% af omkostningerne går til salgsprovisioner, reklamer og tv-spots?

Om det er selekterede sandheder eller interessekonflikter, skal jeg ikke afgøre, men der er et eller andet, der skurrer.

Motivet - Dr. Watson...

”Ved et »Best Practice« - seminar i januar 2000 blev analytikere undervist i, hvordan de bevidst kunne manipulere finansielle modeller til støtte for aktieemissioner.”

Eliot Spitzer, chefanklager i New York i sagen mod Citigroup



Fernissen krakelerer Først i USA...

De enorme interessekonflikter og den ufattelige grådighed, der er blevet afsløret på Wall Street, findes jo overalt - bare i lidt mindre målestok. Men nu krakelerer fernissen hurtigt

Udover afsløringen af regnskabs-skandalerne har investeringsbankerne givet milliarderstatninger til investorerne og flere af aktieanalytikerne bliver personligt strafforfulgt.

Dagens tilbud: Kun 1-3% i omkostninger p.a.!

Et af de mest konkrete udslag af tillidskrisen er, at de store investeringsbanker, bl.a. Merrill Lynch og J.P. Morgan, nu vil give investorerne en "discount-mulighed" for at handle værdipapirer, helt uden kurtag - mod at betale 1-3% p.a. af hele formuen i fast gebyr. Når bankerne opfatter det som et discounttilbud, så kan man jo kun gætte på, hvad de normalt regner med at tjene på en kunde.

Motivet - Dr. Watson...

...så I England...

Det engelske Finanstilsyn (FSA har i januar 2002 offentliggjort to rapporter *), der har kulegravet interessekonflikter i den finansielle rådgivning i England. Baggrunden for rapporterne var en iagttagelse af, at 80% af alle investeringsanbefalinger gik til helt nye investeringsprodukter med et garantiement. Man ønskede at undersøge, hvor meget salgsprovisionen påvirkede rådgivningen.



J.P. Morgan, (1837-1923), bankier og mangemilliardær.

Morgans forretnings-slogan var: "Add value to your customers and exchange it for profit." Før som nu - er rækkefølgen helt afgørende.

The death of a salesman...

I den ene undersøgelse sendte FSA 250 anonyme simuleret velhavende personer ud for at søge uafhængig rådgivning. Jeg skal med det samme afsløre, at denne undersøgelse blev dødsstødet for tusindvis af rådgivere i England.

Undersøgelsen viste, at rådgiverne konsekvent anbefalede både de produkter og de leverandører, der gav den største salgsprovision.

Salgsprovisionen udgjorde typisk 4-7% af det indbetalte beløb. Kundens behov eller produktets afkast/risikoforhold indgik overhovedet ikke i rådgivningen.

Morale: Vi gør alt for penge

Hvor effektivt - eller råddent, (afhængigt af brillerne) systemet er, ses af, at hvis en produktudbyder øgede sin provision til sælgerne fra 5,0% til 5,5%, så øgede det markedsandelen fra 10% til 16%.

Resultatet i England bliver sandsynligvis, at ægte, uafhængige rådgivere ikke må modtage salgsprovision eller returkommission - og så er deres levebrød væk.

Motivet - Dr. Watson...

Hvad vil De have: Omsætning eller afkast ?

Sjovt nok var det J.P. Morgan, der havde det som sit forretningsmæssige slogan: "Add value to your customers - and exchange it for profit."

Det er ærlig snak. Men rækkefølgen er helt afgørende. Det er en omstilling som store dele af den finansielle sektor må igennem i de næste par år.

I en branche, der i mere end hundrede år har haft det som forretningsidé at få investorer til at skifte mening så hyppigt som muligt for at skabe den størst mulige omsætning, da bliver det lidt af en læreproces. Det haster - for lampens ånd er sluppet ud af flasken.

Motivet - Dr. Watson...

1. Branchens generelle motiv er at skabe så stor omsætning som muligt - og tage en bid af den.
2. Vores motiv er at skabe det størst mulige afkast til kunderne - og tage en bid af det.

Jeg ved godt, hvad Sherlock Holmes havde valgt.

*) *Polarisation: Effect of commissionbased advice. Polarisation research. FSA, januar 2002.*

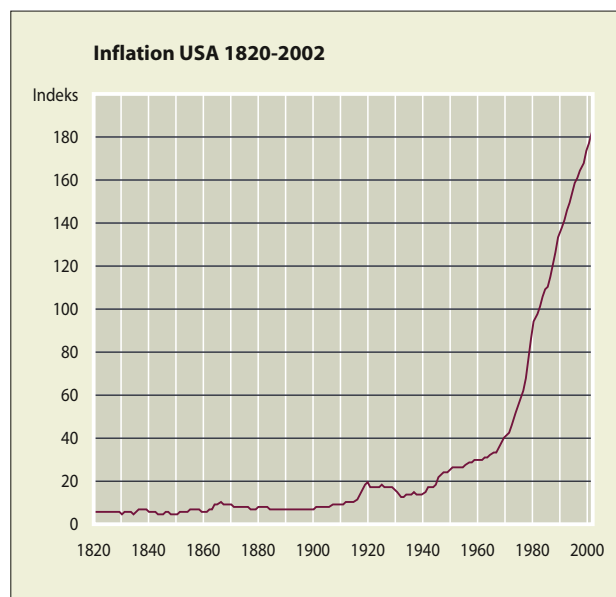


Inflation - et nyt fænomen

Inflation er ikke godt for obligationer. Historien fortæller sit tydelige sprog, nemlig at ændrede inflationssignaler eller drastiske omvæltninger i verdenssamfundet, medfører mærkbare konsekvenser for obligationsinvestoren. Men inflation er ikke, hvad det har været.

Inflation er faktisk et forholdsvis nyt fænomen. Som det ses af grafen, var der faktisk ikke inflation af betydning fra 1820 til sommeren 1914, hvor første verdenskrig starter ved, at en ung mand skyder arvingen til den habsburgske trone, Franz Ferdinand. Anden verdenskrig som bryder ud i 1939 (og faktisk er en konsekvens af Versailles-traktaten fra første verdenskrig), gav inflationen endnu et løft.

Det rigtigt store inflationshop indtræffer med oliekriserne i 1970'erne, hvilket for alvor sætter en spiral af begivenheder i gang. Foruden at priserne på varer steg, indførtes der flere steder automatisk lønregulering - herhjemme kendt som dyrtidsregulering - hvilket også var med til at puste til inflationsbålet.

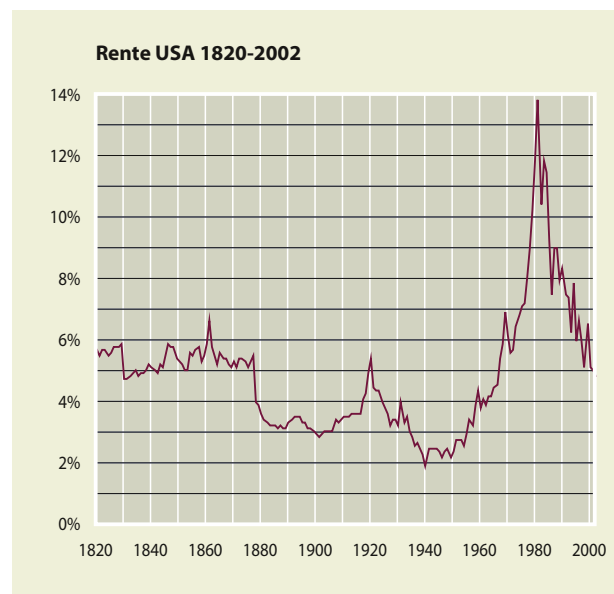


Stor betydning for renten

At inflationen har betydning for rentens højde, ses tydeligt på rentegrafen. Under både første og anden Verdenskrig stiger renteniveauet mærkbart, men går helt amok i 1970'erne under oliekriserne verdensomspændende dominans. Renten på den lange 10-årige



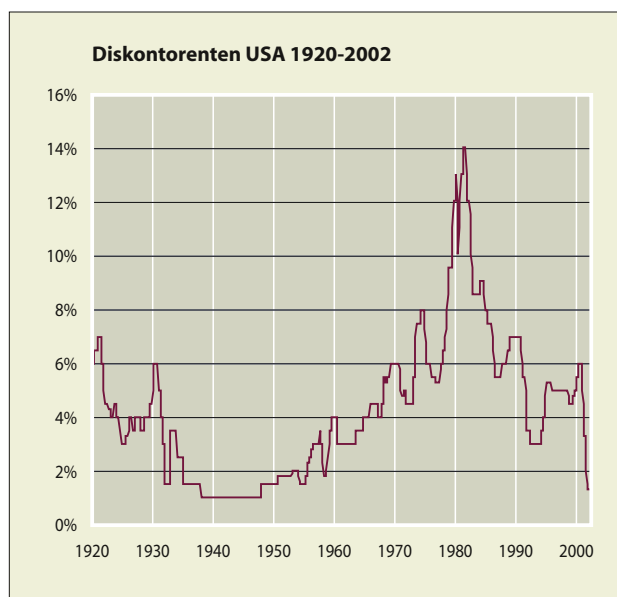
statsrente når i USA (og i resten af verden) sit højdepunkt i starten af 1980'erne. For at drive inflationen ud af økonomien starter den britiske finansminister, Geoffrey Howe, i juni 1979 med at hæve den engelske udlånsrente til 17%. Oktober samme år tiltræder den



nye amerikanske nationalbankdirektør, Poul Volcker, som straks annoncerer samme politik som i England, og i løbet af få uger, stiger udlånsrenten i USA til over 20%. Selvom højrenteperioden var ved at tvinge flere lande i rentedøden, blev inflationsspiralen standset.

Centralbankerne våger

Siden inflationen blev drevet ned ved hjælp af rentevåbnet, har centralbankerne i både Europa og USA haft inflationsbekæmpelse for øje. Som den nuværende centralbankdirektør i USA, Alan Greenspan, engang forklarede, er centralbankens rolle at tage spiritussen væk, når festen er kommet rigtig godt i gang. Det modsatte gælder naturligvis også, når festen bliver for kedelig, og det er nøjagtig hvad centralbankerne har haft for øje de senere år. Som det ses af grafen, har USA's centralbank i den grad tilført pengepolitiske stimuli i form af lavere lånerenter for at sætte gang i den økonomiske vækst. Desuden er den årlige inflationstakt i USA helt nede på



1,8% og derfor har centralbanken også "råd" til at løsne grebet. I EU er inflationen på 2,1% mens Japan faktisk har deflation - dvs. prisfald. Konklusionen er derfor:

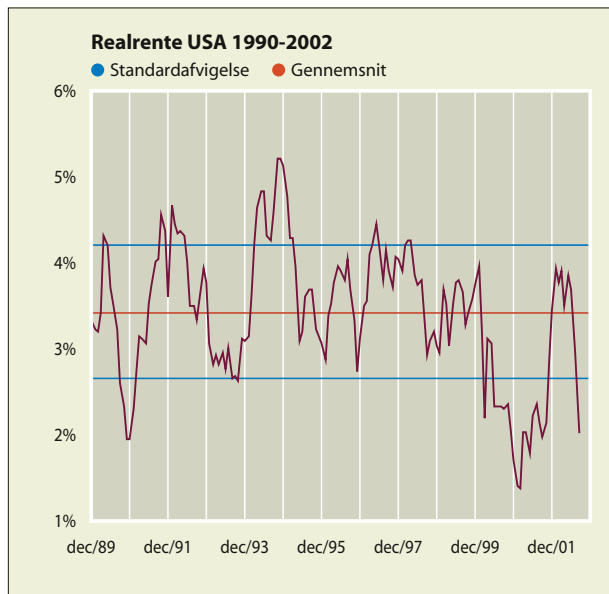
- Inflationen er lav.
- Der er ikke udsigt til inflationspres fordi kapacitetsudnyttelsen er lav.
- Økonomierne vender langsomt.
- USA og EU hæver først renten i 2003.

Men én faktor er den korte lånerente, som centralbankerne kan styre. En anden faktor er den lange obligationsrente, og dermed den realrente investor kan forvente.

Realrenten i 1990'erne

Realrenten er forskellen mellem obligationsrenten og inflationen - med andre ord det kapitalafkast, obligationsinvestoren har tilbage, efter at der er korrigeret for fald i købekraften i form af stigende priser.

I gennemsnit har realrenten været på 3,4%, men det mest interessante er, at der i perioden har været fire store udsving i realrenten:



1990 Realrenten nåede et lavpunkt pga. stigende inflation.

1994 Isoleret set blev året det værste obligationsår i det sidste århundrede. Frygt for tiltagende inflation gav markante rentestigninger.

2001 Realrenten nåede et lavpunkt efter en kraftig opbremsning i amerikansk økonomi. Teknologiboblen springer marts 2000 og de efterfølgende mange måneder, stiger interessen for det sikre obligationsafkast og renten presses ned.

2002 Realrenten er igen presset pga. aktieuro i kølvandet på diverse regnskabskandaler.

Tegn på vending ?

Aktieuro har givet medvind på obligationsmarkedet. Det sikre afkast fra obligationer har virket som en magnet de sidste mange måneder. Til gengæld er realrenten presset og afhængig af den økonomiske vending, er der udsigt til en stigende realrente over det næste års tid.

Indekset er den strenge dommer

Da aktiemarkedet i 1999 var rødglødende, lavede den føderale amerikanske nationalbank, FED, en undersøgelse af, hvad private investorer tjente på investering i aktier. På det tidspunkt havde aktiemarkedet givet over 15% i pro anno afkast siden 1995, men de private investorer havde kun opnået knap 5% i afkast pro anno.

Professionel eller tøsedreng ?

Det var ikke så overraskende. Mere overraskende er det måske, at blandt professionelle porteføljemanagere opnår kun ca. 20% et bedre afkast end indekset.

Det har betydet, at branchekutymen blandt porteføljemanagere er blevet, at man altid tager udgangspunkt i indekset. Derefter bruger man udtrykket at *over- eller undervægte* aktier, hvis man har lidt mere eller lidt mindre investeret i aktien end dens vægt i indekset. Effekten er, at man investerer store andele i aktier, som man egentlig *ikke finder attraktive*, men man tør ikke andet.

Tal dansk !

En typisk udtalelse fra en porteføljemanager:

- *"Vi er meget negative på udviklingen i olieaktier, fordi olieprisen kun midlertidigt er presset i vejret, og vurderingen af olieaktier ligger i øjeblikket langt over det historiske gennemsnit. Olieaktier udgør 23% af indekset, og vi er derfor undervægtet - med kun 21% i olieaktier."*

Oversat til dansk betyder det:

- *"Vi har investeret 21% af Deres penge i en branche, som vi mener er for højt vurderet og som vi mener vil give et mindre afkast end det øvrige aktiemarked."*

Det var den samme floskelargumentation, der i 1999-2000 gjorde, at man anbefalede at have undervægt, men alligevel 49%, i Tech og Tele-aktier i en skandinavisk portefølje, *selvom* man vurderede både Nokia, Ericsson, Telia og TDC som meget dyre aktier. Resultatet er velkendt for alle.

Da det engelske teleselskab Vodafone købte det tyske Mannesmann for et trecifret mia. beløb, betød det, at Vodafone pludselig udgjorde mere end 15% af det engelske aktieindeks. Umiddelbart efter købet af Mannesmann øgede næsten alle porteføljemanagere deres andel i Vodafone, for ikke at være "undervægtet" i Vodafone. Siden da er Vodafone faldet med 80%.

En fordel - når visse aktier falder

På det engelske marked er ca. 30% af alle aktier "anbefalet som undervægt" i porteføljen. Det er økonomisk set et perverst system, der opmuntrer porteføljemanagere til at foretage og bevare investeringer i noget, de dybest set betragter som en dårlig investering.

Sagt lige ud, så har manageren en *fordel af*, at aktier han har undervægt på, *falder i kurs*. Jo mere aktien falder, jo mere vil han slå sine konkurrenter.

Manageren har på den måde udskiftet det gamle formål: at øge og bevare formuer, med det nye formål at klare sig lidt bedre end kollegaen.

Hvorfor investere i noget du ikke tror på ?

Men hvorfor gør de det ? Kort fortalt så måles porteføljemanagere kun på det relative afkast.

I en professionel verden, hvor man kun kigger på relative afkast, vil porteføljemanageren få opbakning fra både kunderne og sin chef, hvis han har skabt et marginalt bedre afkast end konkurrenterne.

Det er kommet så langt, at manageren i stedet for at fokusere på, hvor stor risiko kunden har ved sine investeringer, nu fokuserer på sin egen risiko.

Til det formål har man opfundet begrebet tracking-error, som angiver, hvor mange procent, de samlede investeringer ligger fra indekset. Det kalder man risiko. Det kan højst være en måling, der viser, hvor stor risiko manageren har for at dumme sig - og dermed risikoen for en fyreseddel.

Din eller min investering ?

Alle der skal spå om fremtiden og komme med vurderinger er i sagens natur usikre på deres egne konklusioner. Men når De næste gang møder argumentet undervægt, så ved De, at det betyder:

1. "Dette er en aktie, jeg ikke selv ville sætte mine penge i, men..."
2. "...jeg anbefaler denne aktie til Dem, for at sikre mit eget job via en lav tracking-error og ikke risikere at lande for langt fra mine kollegers resultater."

Are you afraid
to think ?



Det unikke ved et forsikringselskab

Indtil i dag har livs- og pensionsforsikringselskaberne kunnet tilbyde noget som ingen andre i den finansielle sektor har kunnet: De har givet garanti for et minimumsafkast. Det er og har altid været det unikke ved et forsikringselskab.

Garantien, der blev væk

Men i de senere år har garantien været under konstant pres. Garantirenten var i mange år 4,5%. Det gav absolut ingen problemer, fordi obligationsrenten i Danmark fra 1980 til 1995 svingede mellem 20% og 7%, og så var det overkommeligt at honorere en garanti på 4,5%.

Det var i disse år forsikringselskaberne reklamerede med, at nu havde de igen givet bonus, hvilket betød, at de med baggrund i en obligationsrente omkring 10% kunne tilskrive kunderne et afkast over 4,5%. Imponerende! Men siden 1995 er obligationsrenten faldet til et niveau omkring 4,5-6,5% og garantirenten er derfor nedsat flere gange - og flere dropper den nu helt.

Tilbud om garantier

"Garantier er alt for dyre - ofte koster de op mod halvdelen af det merafkast man kan tilbyde."

"Dertil kommer, at garantien ofte er værdiløs, fordi den ikke bliver udløst."

Per Klitgaard Poulsen, dir. Codan, september 2002

Aktier - fra redningskrans til blylod

I et forsøg på at komme ud af garantiklemmen valgte stort set alle livs- og pensionsforsikringselskaber og pensionskasser i slutningen af 90'erne at øge deres aktieandele markant. Aktierne skulle have været redningen af rentegarantien. Resultatet har været meget kostbart for forsikringstagerne. I Danmark blev PFA mest omtalt, men alle blev hårdt ramt og mange måtte sælge ud af deres aktiebeholdninger efter store tab. Garantierne blev nu en trussel mod en begavet investeringspolitik.

Skandia så faren

Spændetrøjen ved at give garantier så den svenske forsikringsgigant Skandia først. Man opfandt og markedsførte derfor et nyt produkt, den såkaldte unit-link-ordning. I en unit-linkordning, kan pensionstageren selv frit vælge at placere sin opsparing i en lang række investeringsforeninger i ind- og udland, men til gengæld er forsikringselskabet sluppet af med rentegarantien.

Keine hexerei - nur behändigkeit.

Codans Tidspension

Senest har Codan indset, at man i en verden hvor obligationsrenten ligger på 4-5% ikke i længden kan give kunderne garanti, hvis de *samtidigt* skal have muligheden for et godt langsigtet afkast. Codans nye produkt - Tidspension har ingen garanti. Først når/hvis der er samlet et pænt overskud op føres en del af beløbet over som garantibeløb.

Garantier er for dyre

Forsikringselskaber over hele verden forlader i disse år garantisystemet. Oprindeligt var det for at redde dem selv ud at en kattepine. Men nu er det fordi garantierne - indirekte - er blevet for dyre.

Garantier kan etableres på to måder. Enten ved at sikre sig via finansielle instrumenter, som er "for" kostbare i et usikkert finansielt marked - eller ved konstant at holde meget høje obligationsandele (75-90%) i porteføljen. I begge situationer vil pensionstageren set over en årrække med stor sandsynlighed få et dårligere afkast end uden garantier.

En garanteret god investering - for hvem ?

Stik imod forsikringselskabernes strategi udbydes nu en lang række garantiprodukter til private investorer - normalt indpakket som en såkaldt aktieindekseret obligation. (Se også artiklen: "En garanteret god investering - for hvem?" på hjemmesiden: www.formuepleje.dk.)

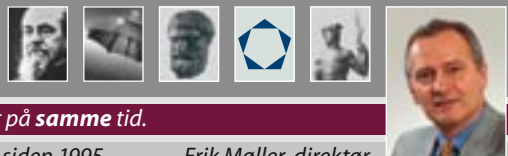
Disse garantiprodukter benytter sig af begge de midler, som forsikringselskaberne har afskrevet. Dels en stor obligationsbeholdning og dels et dyrt finansielt instrument.

Garanti er et dejligt ord, men med anvendelse af lidt logik, kan de fleste investorer godt indse, at når man i dagens marked direkte eller indirekte skal give garanti - så er det langt fra gratis.

Jeg fristes til at sige, at De må vælge:

Garanti eller Gevinst

Garantier er en trussel mod en begavet investeringspolitik.



Mål: Sikre aktionærerne afkastet fra både aktie- og obligationsmarkedet på samme tid.

Alle Formueplejeselskaber har givet overskud målt over alle 3 års perioder siden 1995.

Erik Møller, direktør

Afkast - Værste kvartal siden krakket i 1987...

3. kvartal blev det dårligste aktiekvartal siden krakket i 1987 - og det kom oveni meget store fald siden marts 2000. Det europæiske aktieindeks er faldet med 23% i kvartalet. Værst er det gået for det tyske DAX-indeks, der er faldet 37% i dette kvartal.

Kursudviklingen i Formueplejeselskaberne i kvartalet ligger mellem et plus på 7% til Plan-Pareto A/S og et minus på 16% til Plan-Penta A/S.

... men ingen underskud på 3 år

Nu er aktier som bekendt langsigtede investeringer. Måler man den dårligste kursudvikling over en samlet 3 års periode er det europæiske aktieindeks faldet med 38% fra oktober 99 til oktober 2002.

Til sammenligning har alle Formueplejeselskaber målt over alle 3 års perioder siden 1995 givet overskud.

Budget

Alle kan se, at der er en risiko for, at den globale økonomi ender i en lavvækstfælde. Men risikoen er lille og aktiernes aktuelle prisfastsættelse svarer til en forventet indtjening på 1994/95-niveau. Det er skudt langt under målet.

Omvendt har obligationsmarkedet skabt sin helt egen boble - styret af flugten fra aktiemarkedet - og uden hensyn til, at realrenten er kommet alt for langt ned.

Budgetforventninger

Pro anno afkast

Aktier:	12%
Obligationer:	6%
Eff. lånerente:	0% *)

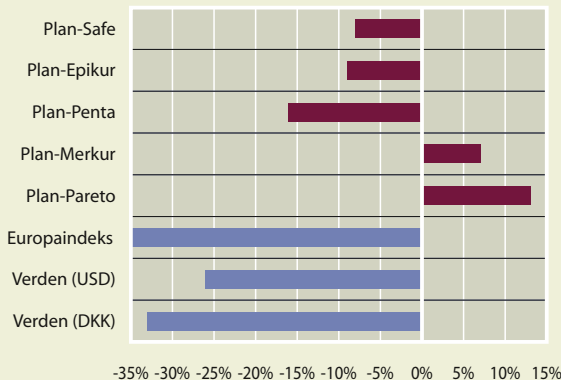
*) Incl. forventede valuta kursændringer.



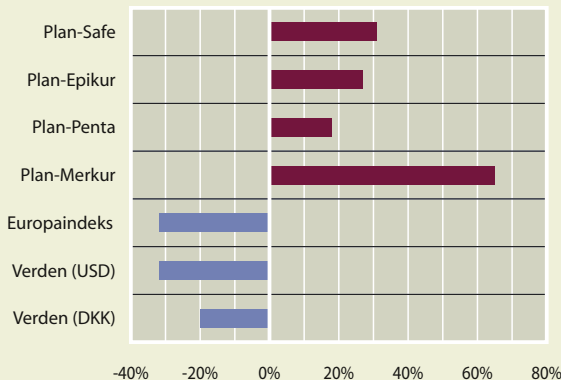
”Aktiemarkedet er i øjeblikket verdens dyreste kontantautomat, hvor investorer veksler aktier til likvider til blodige priser.”

Asger Aamund, bestyrelsesformand, Neurosearch A/S og Bavarian Nordic Research Institute A/S

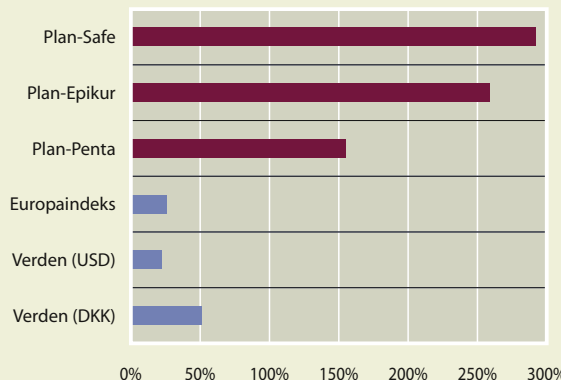
Afkast 1. januar 2002 til ultimo september 2002



Afkast 1. januar 1999 til ultimo september 2002



Afkast 1. januar 1995 til ultimo september 2002





Target: 250% * obligationer + 0% * aktier

Indre værdi: 134,0 Budget pr. 30.06.03: 151

Igen et kvartal med overskud og fortsat rekordhøj rentemarginal.

66% bedre end aktier

I perioden fra starten af år 2000 er obligationsindekset steget med 21% og verdensindekset for aktier er faldet med 45% (begge før skat.)

Selskabet blev startet i sommeren 1999 med formålet at skabe et afkast, der kunne konkurrere med aktieindekset, men 100% baseret på obligationer. Det må siges at være lykkedes.

Meget lav rentefølsomhed

Obligationsporteføljerne har nu den laveste rentefølsomhed i selskabets historie, fordi vi forventer rentestigninger i den lange ende af markedet, når aktiemarkedet vender igen.

Lånerente på 1% p.a.

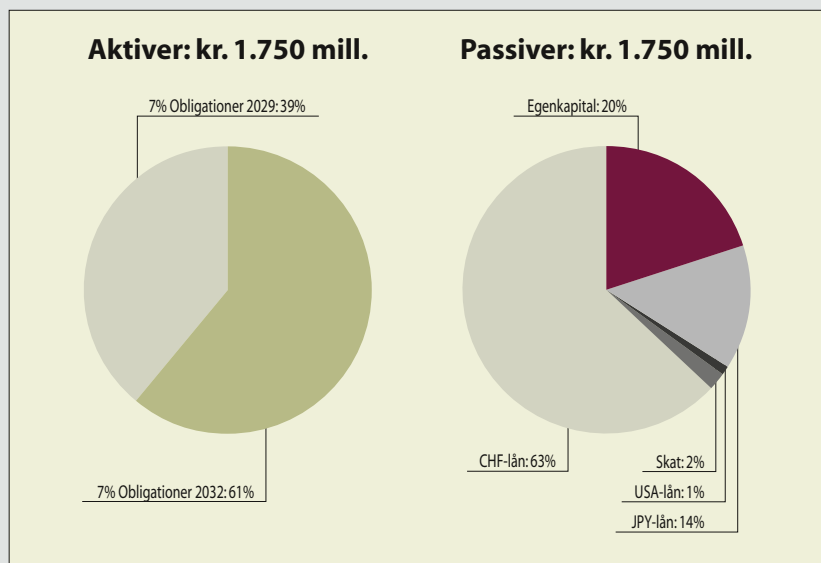
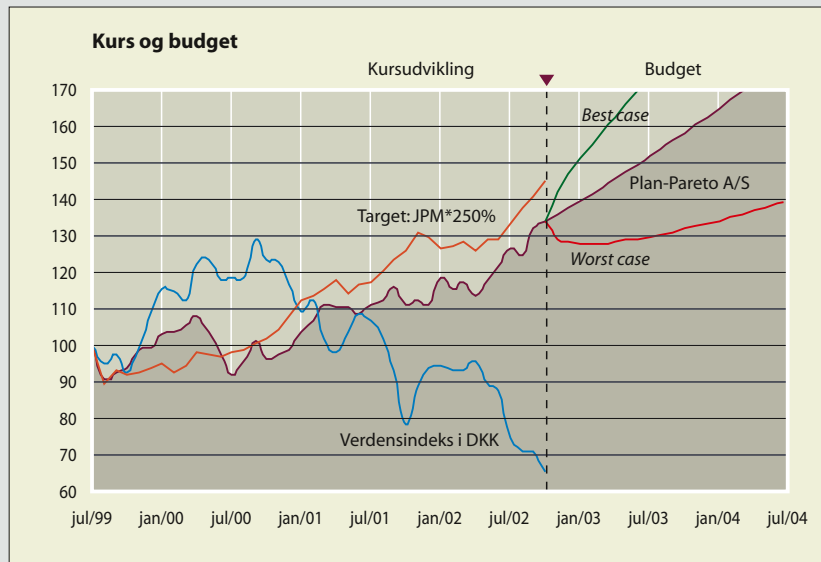
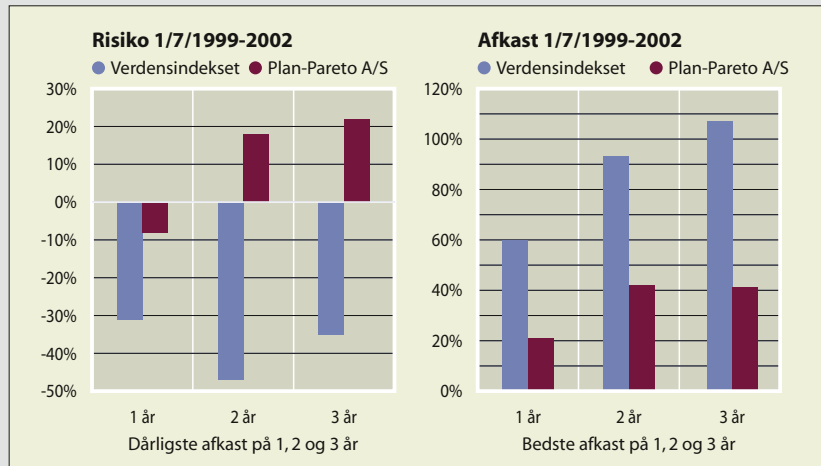
De stadigt lavere lånerenter har betydet en vægtet lånerente på præcis 1,00%. Selvom obligationsrente-forventningerne er skrevet ned, er rentemarginalen stadig over 27% p.a. før skat. Rentemarginalen er beregnet som (sum af renteindtægter minus sum af renteudgifter)/ egenkapitalen.

Afkast-risikoforholdet for selskabets investeringer er med de aktuelle forhold på aktiemarkedet stadig tæt på det optimale. Target er skrevet op til 250% (tidl. 200%) af obl. indekset, med "tilbagevirkende" kraft, hvilket mål selskabet pt. ikke helt når.

Generalforsamling

Selskabet afholder generalforsamling den 19. november 2002. Der udsendes indbydelse i uge 44.

Selskabets target er 250% af J.P. Morgans obligationsindeks før skat målt fra start 1/7 1999.





Target: 150% * obligationer + 100% * aktier

Indre værdi: 59,0 Budget pr. 30.04.03: 67

Et minus på 8% i 2002 er relativt godt.

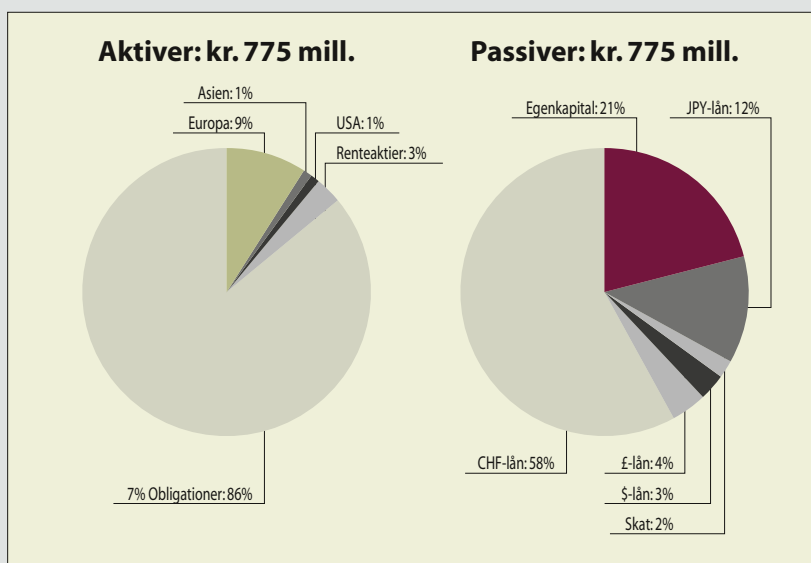
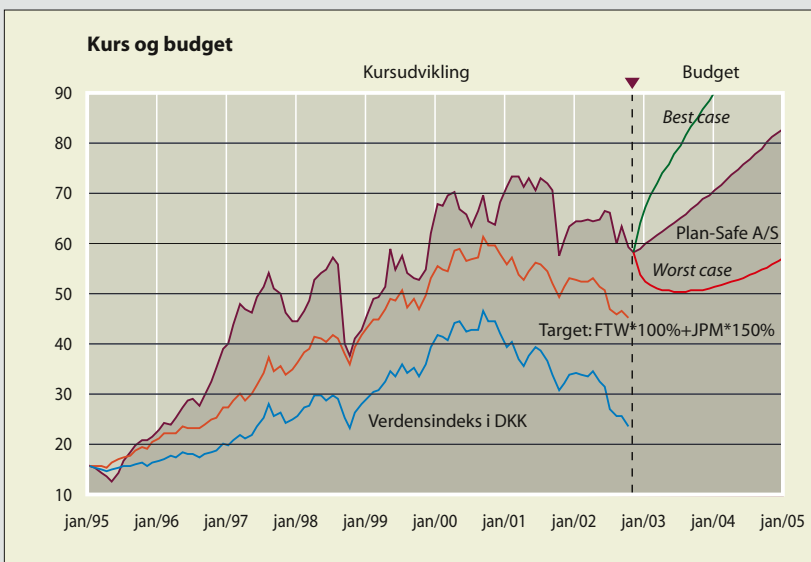
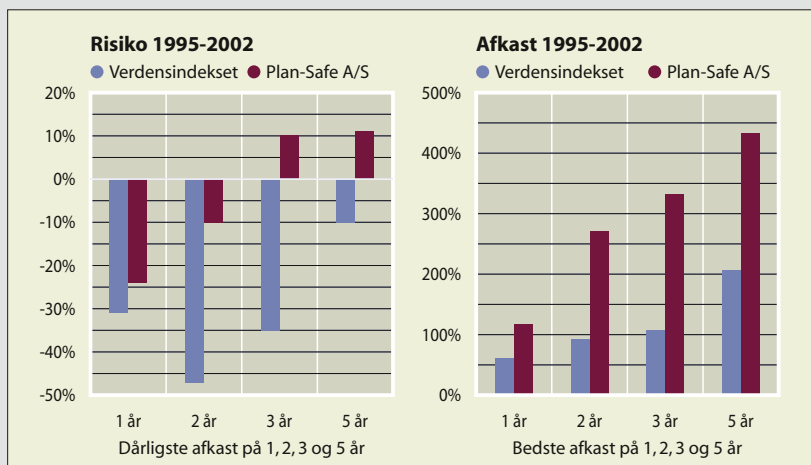
Selskabets store obligationseksponering modvirker de drastiske fald på aktiemarkedet.

I indeværende regnskabsår (fra 1/5 02) har selskabet tabt (urealiseret) 34 mio. kr. eller 24% på aktiebeholdningen. Til gengæld har rentemarginalen (renteforskellen på obligationer og lån) givet et overskud på 26 mio. kr.

Mere aktiebaseret strategi

På selskabets generalforsamling, den 10. september, blev der redegjort for næste års strategi. De meget lave aktieandele i investeringsporteføljen, som har været gældende siden efteråret 1999, vil blive sat i vejret i takt med aktiemarkedets fald, ligesom obligationsbeholdningens rentefølsomhed bringes ned.

De seneste 3 år på obligationsmarkedet har været så meget bedre end aktiemarkedet, at det sjældent er set mage. Også derfor synes det strategisk rigtigt at dreje mere mod aktier. Det giver en noget højere risiko end f.eks. i Plan-Pareto A/S - men det giver også en bedre afkastmulighed på 3-5 års sigt.



Selskabets target er 150% af J.P. Morgans obligationsindeks før skat og 100% af Financial Times aktieindeks for globale aktier før skat, begge målt fra 1/1-1995.



Target: 125% * obligationer + 125% * aktier

Indre værdi: 259,8 Budget pr. 31.12.02: 275

Aktietegning: Nye 170 mio. kr. klar til dobbeltafkast

Knap 100 aktionærer tog imod tilbuddet om at investere via Plan-Epikurs strategi med at slå både aktie- og obligationsindekset på samme tid. I alt blev der tegnet for 170 mio. kr. Næsten alle midler bliver placeret umiddelbart efter redaktionens deadline (27/9.)

Tegningskurs: 263,7.

Den indre værdi den 27/9 ved markedernes lukning var 259,8. Tegningskursen blev fastlagt til indre værdi + 1½ % eller 263,7. Tillægget indgår på selskabets egenkapital, men opkræves for at stille gamle og nye aktionærer neutralt. Der går ca. 1½% til spread og kurtage ved køb af aktie- og obligationsbeholdningen samt ved etablering af valutalån. Der udbetales ingen provisioner eller honorarer af nogen art.

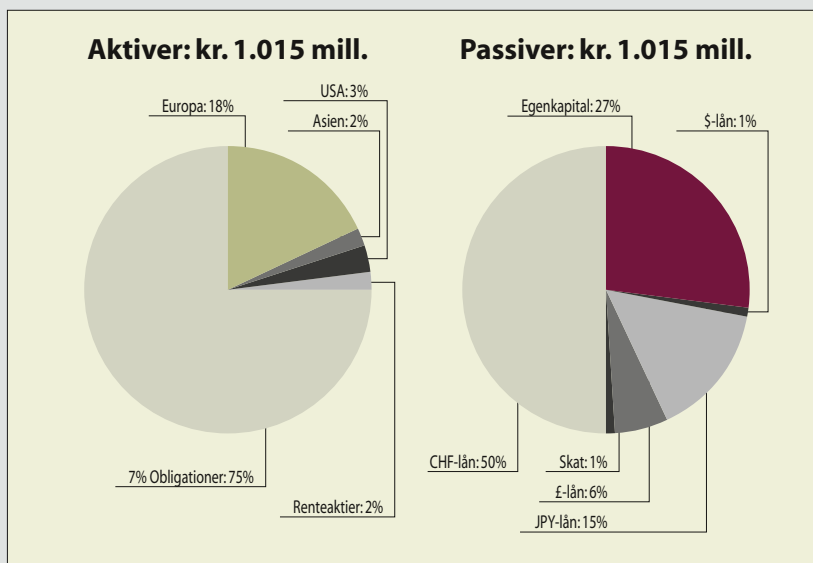
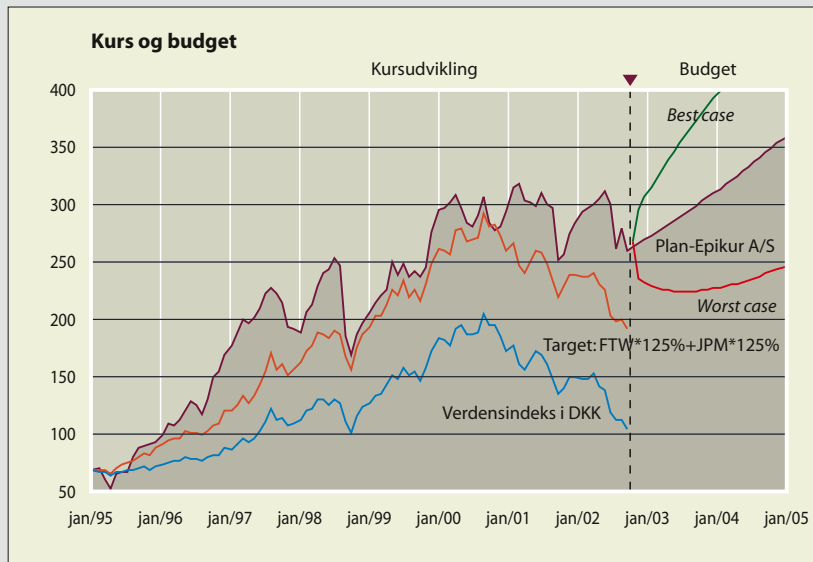
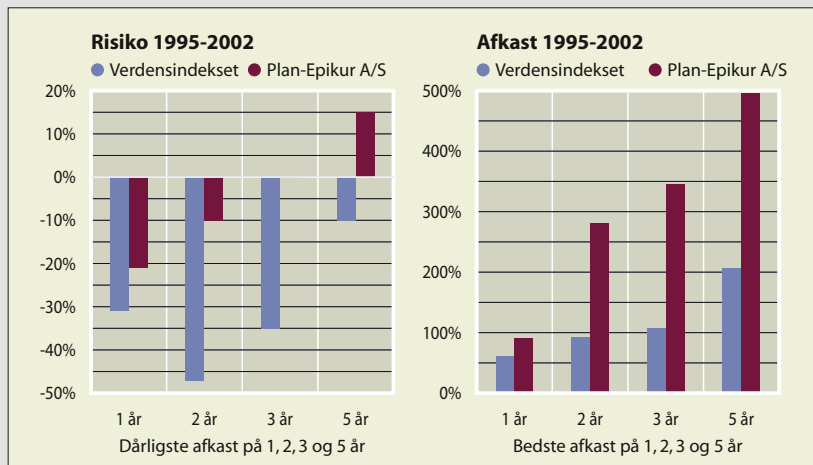
Brandudsalg - tab eller chance?

Blodbadet på aktiemarkedene er fortsat i dagene op til kvartalsskiftet, men vil blot give nogle fantastisk gode indkøbsmuligheder.

Det er ikke umuligt, at aktier ligger lavere til jul, men den nuværende prisfastsættelse af aktier er altså for depressiv, og mest præget frygt – og desværre en del pensionskassers tvangslignende salg.

Men nu er det jo sådan - også på aktiemarkedene, at et brandudsalg altid har både en sælger og en køber. Vi har valgt at være køber.

Selskabets target er 125% af J.P. Morgans obligationsindeks før skat og 125% af Financial Times aktieindeks for globale aktier før skat, begge målt fra 1/1-1995.



Balancen, som den vil se ud efter kapitaludvidelsen, primo oktober.



Target: 75% * obligationer + 150% * aktier

Indre værdi: 145,1

Budget pr. 30.12.02: 160

Europa og USA er faldet 36% i år - Penta er sluppet med 18%.

Selskabet har relativt tjent 18% i år (forskel mellem -36% og -18%) ift. europæiske og amerikanske aktier.

Men ingen investorer kan li' eller leve af relative afkast. Men sandheden er dog, at det ville være gået meget værre - næsten uanset, hvor man som aktieinvestor havde vendt sig.

150% af aktieindekset

Selskabet lider aktuelt under, at det er det Formueplejeselskab, der altid vil have den største aktieeksponering.

Med et dobbelttarget på 150% af verdensindekset for aktier og 75% af obligationsindekset vil selskabet altid - blandt Formueplejeselskaberne - have den relativt største følsomhed mod aktier.

Medaljens bag- og forside

Når selskabet bl.a. har det som mål at følge aktieindekset*150%, og vi samtidig har været igennem den værste aktieperiode i 75 år - så kan det godt gi' lidt skrammer. Det er bagsiden af medaljen

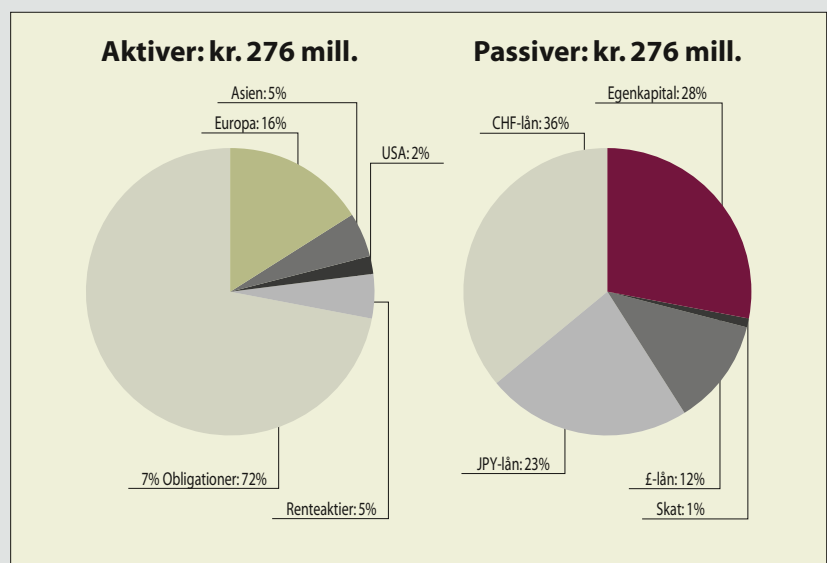
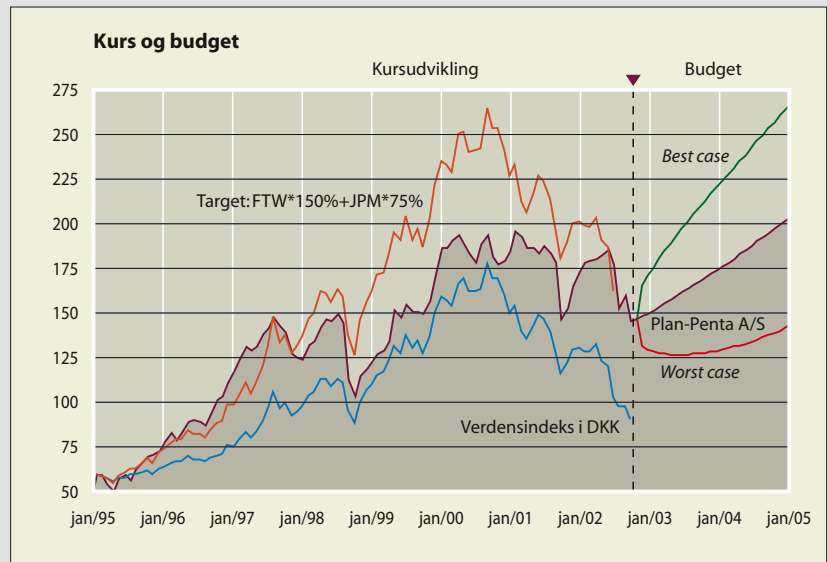
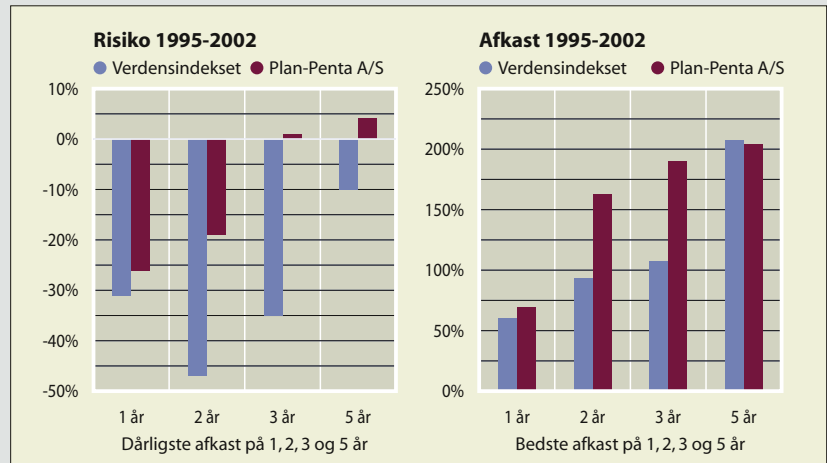
Forsiden af medaljen er, at når vores forventninger til aktiemarkedet går i opfyldelse, så bli'r Plan-Penta over de næste 2-5 år den bedste investering. Knap så afbalanceret som Plan-Epikur, men med større potentiale.

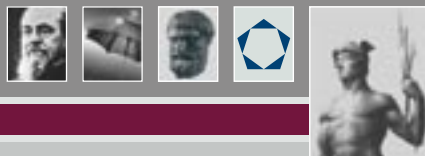
Et sidste ord om relativitet

Målt ift. til sit target (150% FTW + 75% JPM) har Plan-Penta de seneste 3-4 år klaret sig relativt bedst af de fem Formueplejeselskaber. Fra 1/1 1999 til dato har target givet et minus på 15%, hvor Plan-Penta har givet en kursgevinst på 18%.

Det er relativt et plus på 33% - selvom det ikke kan spises.

Selskabets target er 75% af J.P. Morgans obligationsindeks før skat og 150% af Financial Times aktieindeks for globale aktier før skat, begge målt fra 1/1-1995.





Plus 65% siden strategiændring i 1999.

Plan-Merkur A/S afslutter sit årsregnskab pr. 30/9. Som hos de øvrige selskaber har det negative aktiemarked også haft en vis effekt på årsresultatet.

13% forretning efter skat

I hovedtræk bliver resultatet (mio. kr.):

Aktier	- 1,1
Formueplejeaktier	+ 2,2
Obligationer	+ 8,8
Valuta	- 2,1
Omkostninger	- 0,9
Selskabsskat	- 2,1
I alt	+ 4,8

Nettoresultat efter skat bliver på 4,8 mio. kr. eller 13% forrentning af egenkapitalen, hvilket må betragtes som tilfredsstillende, markedet taget i betragtning.

Omsætning: 82 mio. kr.

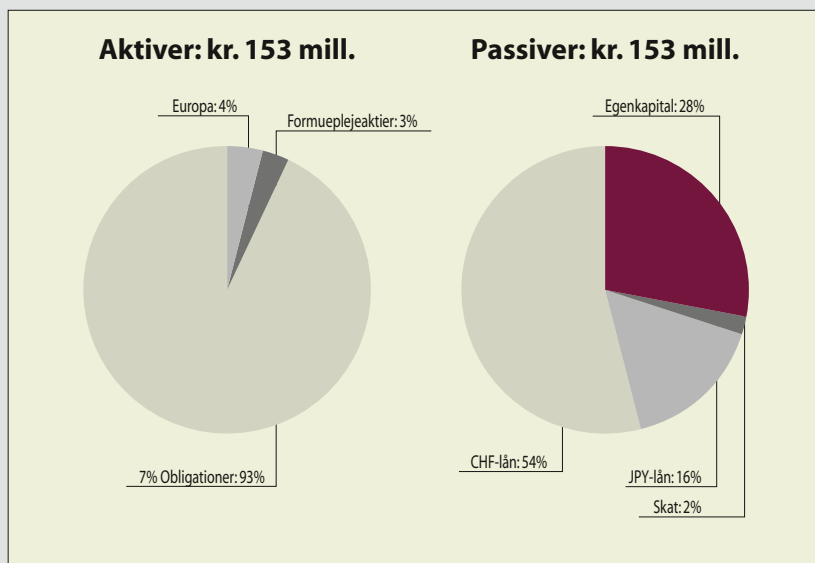
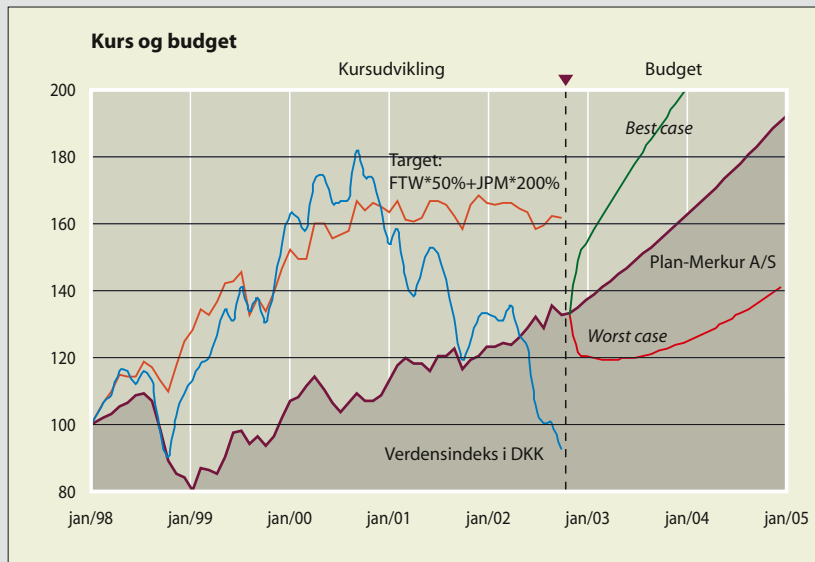
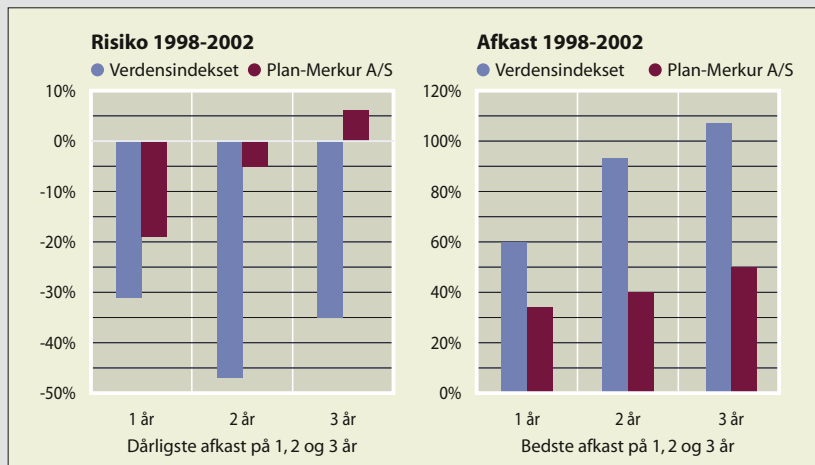
Kursen på gennemsnittet af Formueplejeaktier er desværre også faldet i løbet af året, men en omsætning på 82 mio. kr. i Formueplejeaktier har sikret et overskud på denne post.

Der har været en konstant efterspørgsel efter Formueplejeaktier hele regnskabsåret, så den gns. beholdning har været meget lille. Af samme årsag har både Plan-Safe A/S, Plan-Pareto A/S og senest Plan-Epikur A/S i samme periode udvidet kapitalen med i alt 430 mio. kr. Det markant større volumen i Formueplejeaktier er med til at øge indtjeningspotentialer for Plan-Merkur A/S.

Generalforsamling

Selskabet afholder generalforsamling den 19. november 2002. Der udsendes indbydelse i uge 44.

Selskabets target er 200% af J.P. Morgans obligationsindeks før skat og 50% af Financial Times aktieindeks for globale aktier før skat, begge målt fra 1/1-1995. Frem til december 1999 var selskabets fokus, danske Small Cap-aktier, hvilket er årsagen til den afvigende kursudvikling ift. FT's verdensindeks og target.



Filosofi

“Også nøjsomhed har sin begrænsning.
Den som ikke forstår det,
fejler ligeså meget som den,
hvis begær er umætteligt.”
Epikur, græsk filosof, 341-270 f.Kr.

Mål

Sikre aktionærene afkastet fra
både aktiemarkedet
og obligationsmarkedet
på samme tid
med én aktie.



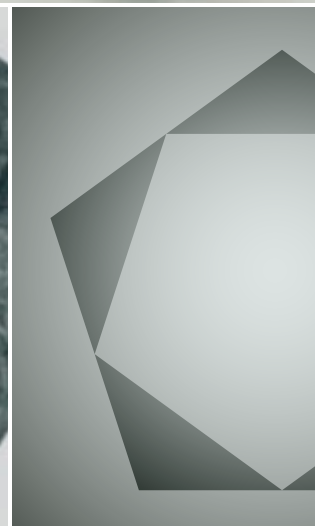
Plan-Pareto A/S



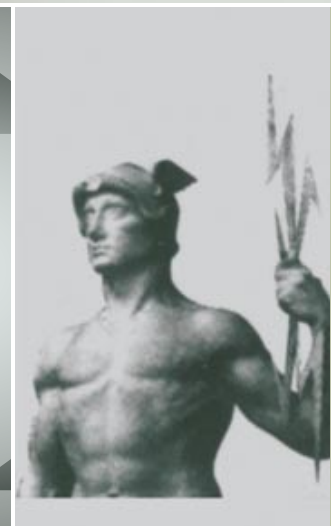
Plan-Safe A/S



Plan-Epikur A/S



Plan-Penta A/S



Plan-Merkur A/S

**Management &
Investor Relations**

FORMUEPLEJE
SELSKABERNE

Tlf.: 8620 3255

www.formuepleje.dk/
formueplejeselskaberne

email: em@formuepleje.dk



Vester Allé 7, DK-8000 Århus C

**Aktieformidling &
Administration**

FORMUE PLEJE A/S

Køb & salg - tlf.: 8620 3253

Rådgivning - tlf.: 8620 3252

Administration - tlf.: 8620 3258

Telefax: 8619 5144

email: formuepleje@formuepleje.dk