

FORMUE MAGASIN

A K T I O N Æ R O R I E N T E R I N G J A N U A R 2 0 0 3



Asset Allocation

Investering kræver mange valg -
men hvilke er de vigtigste ?



År 2003

De 10 bud - år 2003



Japansyndromet

Vil Japans deflation ramme den
øvrige verden?

FORMUEPLEJE

S E L S K A B E R N E

18. årgang januar 2003

Redaktion og kursopdatering er afsluttet 30. december 2002



2003
De 10 bud - år 2003

side 3-5



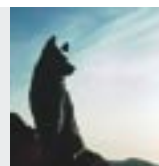
Ingen aktiefest
Der har ikke været en aktiefest - men skal aktier falde for fjerde år i træk?

side 6-7



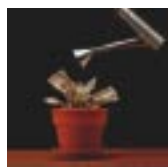
To kort og en lang
Timing er af stor betydning for afkastet.

side 8-11



Ulven kommer
Deflation har tvunget Japan i knæ - men vil det sprede sig til USA og Europa?

side 12-13



Formueplejeselskaberne
Alle selskaber steg 5-6% i årets sidste kvartal og 2002 gav et godt afkast set ift. aktiemarkederne.

side 14



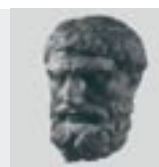
Plan-Pareto A/S
Strategien lykkedes - siden 1999 har Plan-Pareto A/S givet et merafkast på 78%-point.

side 15



Plan-Safe A/S
Rentearbitragen sikrer overskud og aktier giver købsmuligheder.

side 16



Plan-Epikur A/S
Fremgang i kvartalet på 5% og godt tegningstidspunkt for nye aktionærer.

side 17



Plan-Penta A/S
Aktierevanche lover godt for afkastmålsætning på 150% + 75%.

side 18



Plan-Merkur A/S
Vellykket aktieemission 122,5 mio. kr.

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: 1.100 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, Århus C
Offsettryk: Delta Grafisk A/S, Århus V

»Det står soleklart, at fremgangsmåden for børsmissioner er fundamentalt korrupt.

F. eks. fik 4 direktører i telekommunikationssektoren 210 mio. kr. (28 mio. US\$) i returkommission, samtidig med at deres arbejdsgivere (teleselskaberne) betalte 1.800 mio. kr. (240 mio. US\$) i gebyr til de banker, der stod for børsnoteringen.«

*Lawrence Ausubel, økonomiprofessor, University of Maryland
Financial Times, 19/12-2002*



Børsverdenen er ikke for folk med svage nerver og man skal se sig godt for, inden man sender penge efter noget. Jeg har valgt nogle af de emner og synspunkter, som jeg tror vil være vigtige at have fokus på i 2003 - hvis man skal komme i hus med penge på lommen.

1) Kortsigtet er NOT og langsigtet er HOT

Nu havde amerikanerne lige lært os, at den eneste måde at drive virksomhed på, var at give ledelsen en optionspakke i mia.-klassen, en afskedspakke i mio.-klassen og at en virksomheds succes kunne måles med et eneste tal: Aktiekursen. Effekten udeblev ikke. Man kan nøjes med at hviske: E n r o n - så ved alle, hvad jeg taler om.



Derfor er det befriende, at chefen i en af verdens »kæledægge«-aktier, Coca-Cola, i midten af december meddelte, at man ikke længere vil give budgetmål for hvert eneste kvartal, fordi »det fjerner fokus fra de langsigtede initiativer og resultater.« Der lægges hermed

afstand til den evindelige fokusering på kortsigtede resultater (og manipulationer), som primært har været drevet af investeringsbankernes behov for at skabe bevægelse i markedet. Uden nyheder -> ingen bevægelser -> ingen handel -> no cash.



*Warren Buffett
Verdens bedste investor*

Eller som Warren Buffett, verdens bedste investor, sagde på generalforsamlingen i marts 1999: »Vi interesserer os kun for langsigtede investeringer, fordi vi ved, at flertallet af vore aktionærer beholder deres aktier til de dør.« Det bør nævnes, at samme Warren Buffett sidder i bestyrelsen i Coca-Cola.

2) Indtjeningsforventninger skuffer igen - men...

For tyvende år i træk vil indtjeningsforventningerne også blive nedskrevet for 2003 henover året. Men det gør ikke så meget - fordi verdensøkonomien har rundet det skarpe hjørne - og aktierne er meget billige målt på nøgletal. Når aktier handles til en P/E på ca. 15 målt på indtjening i år 2003, så svarer det til en syntetisk aktierente på i gennemsnit 6,7%. ($1/15 = 6,7\%$). Hvis vi tillægger den nominelle årlige BNP-vækst på ca. 5%, så giver aktier 11,7% p.a. ($6,7\% + 5\%$) i langsigtet afkast. Målt mod obligationsafkastet på 4,5% p.a. er det et merafkast - også kaldet aktiepræmie - på over 7%. Når investorspsykologien vender tilbage til det normale, skal aktiepræmien kun være ca. 3,5%.

Kort fortalt: Aktierne har passeret bunden under pensionspanikken i juli-oktober i 2002 og aktier bliver en god investering de næste 3 år (25-50%.) Men man skal stadig kunne acceptere store kursudsving.

3) Private obligationer - en dårlig cocktail

Den private obligationsinvestor vil pludselig befinde sig i et svært dilemma i år 2003. Nu har vi gennem 20 år vænnet os til at få skattefrie kursgevinster. Men den korte rente, den som blandt andet bestemmer Flexlånsrenten, er den laveste i 70 år, og den lange 10-års-rente er - set med de lange briller - faldet fra 20% i 1982 til kun 4,5% i dag. Hvis vi kombinerer den viden med det danske skattesystem - så har vi en meget dårlig cocktail.

Den første rentekrone, man som investor får tilskrevet, skal tillægges den personlige indkomst. Hvis summen af personlig indkomst og renter kommer over et beløb på ca. 290.000 kr. er skatten 59%. For en typisk 4% skatteobligation betyder det et afkast på 1,5% p.a. efter skat. Over 10 år bliver det til sølle 16% med renters-rente.

Kort fortalt: Privat regi dur ikke til obligationer. En rentestigning på blot 0,4% i 2003 gi'r et kurstab på netop 1,5% - og hele årets gevinst er væk - fordi private ikke kan trække kurstab fra inden skattebetaling.

4) Tyskland bliver EU's achilleshæl i 2003

Tyskland har i deres tankesæt samme problem som Japan. De føler sig hovedrige, men mangler forståelsen for, at de står midt i en krise, der kræver store forandringer. Fordi man (endnu) kører på 1. klasse - behøver alt i familien ikke at være 1. klasses. Financial Times' nyeste måling blandt tyske erhvervsledere signalerer det værste sortsyn siden anden verdenskrig. Specielt er der ingen tiltro til, at den tyske regering har evnen eller viljen til at sætte gang i økonomien. Som de væsentligste ankepunkter nævner lederne: stive regler på arbejdsmarkedet, store arbejdsgiveromkostninger til sygesikring og pension, som totalt betyder den højeste timelønsomkostning i verden, på et tidspunkt, hvor Tyskland taber markedsandele alle steder og hvor det indenlandske forbrug er faldende.

Som hovedet på sømmet har Infineon, den store semikonduktorproducent under Siemens, meddelt, at man vil flytte hovedkvarteret ud af Tyskland, fordi omkostningsniveauet - specielt skatten - gør, at tyske virksomheder ikke kan konkurrere på et globalt marked.

Kort fortalt: Tyske virksomheders vækstrate bliver blandt de dårligste i Europa.



Forbundskansler Gerhard Schröder blev genvalgt, men ellers er der ikke meget at grine af hos Europas gamle lokomotiv.

5) ECB ændrer målsætning: Mere vækst og lidt mere inflation

Det var oprindeligt tyskerne, der var talsmænd for både stabilitetspagten, hvor intet land må have mere end 3% i offentligt budgetunderskud og at inflationen aldrig mere end midlertidigt må være over 2%. Flere af de deltagende nationalbankdirektører i ECB - med Frankrig,



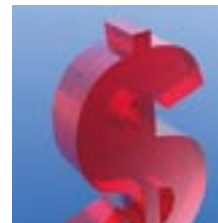
Finland og Grækenland i spidsen, har været talsmænd for at gå over det til engelske og amerikanske system med et inflationstarget på 2,5% plus/minus 1%. Det rigtigt interessante er, at den tyske nationalbankdirektør Ernst Welteke og direktøren for ECB, tyskeren Otmar Issing, begge finder inflationsmålet på 2% for ambitiøst og for ensidigt. Håndteringen af stabilitetspagten er gjort mere fleksibel, og det bliver ECB's holdning til inflationen også.

Kort fortalt: Mere hensyn til vækst og en inflation i EU 0,5%-point højere på langt sigt.

6) Dollaren fortsætter ned

Siden Nasdaq toppede i foråret 2000, har vi haft en forventning om en lave-re dollar. De seneste 2 år - fra november 2000 - er dollaren i ift. til dkr. faldet 20% fra 9,00 kr. til nu tæt på 7,00 kr. USA har fortsat verdens største betalingsbalanceunderskud. Kun den store efterspørgsel efter dollaraktiver har kunnet holde hånden under dollaren. Men investorernes tiltro til amerikanernes helt særlige evne til at tjene penge har fået et knæk, som ikke overvindes lige med det samme. US-dollaren ligger stadig pænt over sin købekraft.

Kort fortalt: Fortsat fald i dollarkursen - mit bud er 10-15% - overfor de europæiske valutaer.



7) Schweiz skattely-status under fortsat pres

Langt de fleste schweiziske »Private Banks« er gået stærkt tilbage eller er fusioneret for at kunne overleve. Den schweiziske bankhemmelighed har ikke den samme tiltrækning som tidligere. Schweiz vil ikke opgive hemmeligheden, men der er en mulighed for, at Schweiz går med til en kildeskat på renter - og så er de schweiziske bankers bedste kort spillet af hænde.

Tidligere har Italien benyttet amnesti overfor potentielt sorte, italienske penge i schweiziske banker. Det har bragt 225 mia. kr. tilbage til Italien. Nu vil den tyske forbundskansler Schröder prøve samme model ved også at give amnesti til tyske konti i skattelylande og sætte skatteprocenten på renter ned til en fast procent på 25% mod i dag op til 49%. Presset fra EU mod Schweiz vil fortsat vokse.

EU truer med at lave et »scudo fiscale« - et skattekjold, hvor man tilbyder amnesti til alle EU-borgere, der trækker pengene hjem, og samtidig har Schweiz (nødtvunget) tilbudt at indføre en kildeskat for udlændinge på 35% (men ingen oplysningspligt.) Hvis det bliver resultatet, så har de schweiziske banker spillet deres sidste es.

Kort fortalt: CHF er en loose-loose case. Den schweiziske bankhemmelighed og skattefrihed vil være under fortsat pres - ligesom schweizerfrancen vil være det. Specielt når verdenssamfundet har fundet et andet job til Saddam Hussein.

8) Japan - Intet nyt er skidt nyt for Japan - men godt nyt for os

Endnu en skattepakke og endnu en reform, som ikke hjælper. At den japanske regering så har forsøgt at skyde skylden for deflation på Kina er fuldstændig latterligt. Kinas eksport til Japan udgør kun 2% af Japans økonomi. Men det si'r noget om, hvor presset regeringen er.

I Japan hjælper kun inflation, og en lavere japansk yen er det oplagte middel - og både regering og Bank of Japan arbejder nu på det. Hvad de færreste ved, er, at Japan har oplevet det samme inflationstraume som Tyskland oplevede under Weimar-republikken. Til marts går den gamle nationalbankdirektør Hayami på pension - og allerede nu har premierminister Kozumi udtalt, »at den nye direktør skal være deflationskriger.« Inflation er »lig« en lavere JPY.

Kort fortalt: Lån i JPY er - udover et billigt lånealternativ - en art sikring mod, at Japan trækker verdensøkonomien ned i slæbegrar igen.

9) Vi vil gøre os umage - også i år 2003

I løbet af de seneste 2-3 år har mange opdaget forskellen på en børsmægler og en kapitalforvalter. En børsmægler lever af at bytte aktier, en kapitalforvalter lever af at stable aktier. Sagt med Warren Buffett's ord: »Vi interesserer os kun for langsigtede investeringer, fordi jeg ved, at flertallet af vore aktionærer beholder deres aktier til de skal herfra.« Det må være enhver kapitalforvalters drøm at gøre sig fortjent til det. Det er i hvert fald min.

10) Be careful out there...

I New York fortalte en taxa-chauffør mig, at talk-of-the-town er, at det er farligere at besøge Wall Street om dagen end det er at besøge Harlem om natten.



I den gamle TV-politiserie, Hill Street Blues, sluttede chefen altid af med sentensen: »Let's be careful out there.« Så jeg vil slutte af med et citat, der fortæller mere om investeringsjunglen end en hel bog.

»Jeg betragter børsmæglere som banditter, der i bedste tilfælde ikke giver nogen som helst værdi. De ringer dagligt, men mit udgangspunkt er, at de er griske, dumme og uvidende.«

*Jorry Nøddekær, BankInvest
Kåret som bedste forvalter i investeringsforeninger i 2002
Jyllands-Posten 7/12 2002*

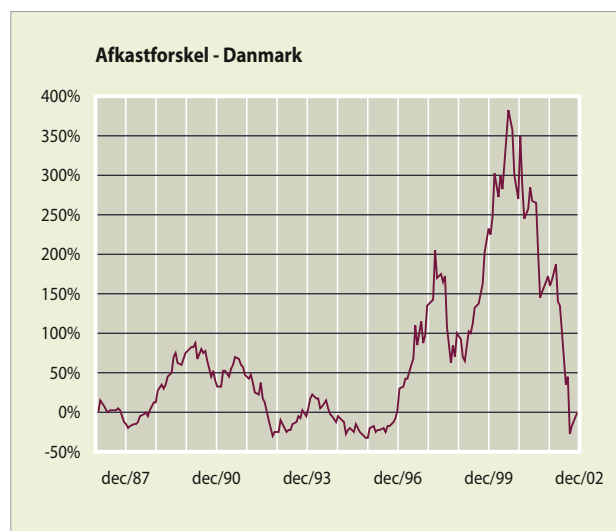
Med ønsket om et Godt Nytår -
og »Be careful out there.«

Erik Møller



Ens afkast

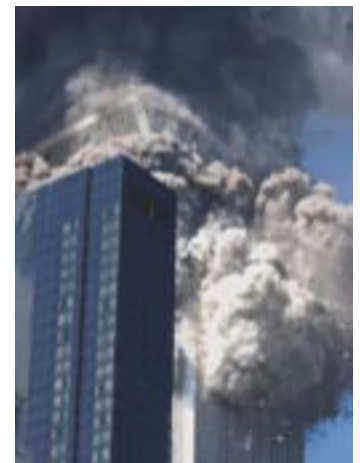
Over en længere periode skal aktier naturligvis give et større afkast end en obligationsinvestering. Årsagen er den simple, at aktier har en større risiko end obligationer, hvilket skal kompenseres i form af et forventet højere afkast. De senere års udvikling på finansmarkederne har imidlertid betydet en ganske anderledes udvikling, og der er ikke stor forskel på, om man er en dansk eller international investor:



Graferne viser forskellen mellem aktie- og obligationsafkast med investeringsstart i 1986. USA, der er verdens største finansmarked, har i den grad været eksponent for teknologibølgen, der startede i 1990. Aktieindekset i Danmark har ikke haft helt samme branchefordeling, men typisk været mere service- og handelsorienteret. Og alligevel er udviklingen ret ens - begge lande har ikke leveret et større aktieafkast end en passiv obligationsinvestering. Med andre ord har der ikke været tale om en aktiefest.

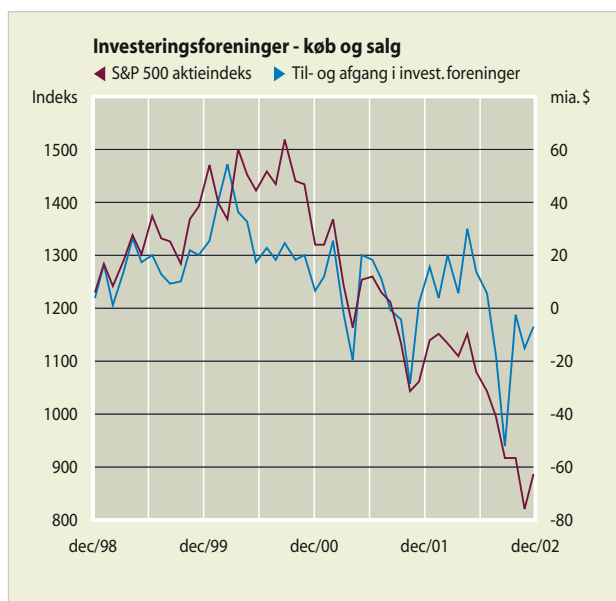
Tredje år i træk !

Aktier er for tredje år i træk faldet i værdi, hvilket historisk er meget sjældent. Faktisk skal vi helt tilbage til årene 1939-1941 under anden verdenskrig for at finde en tilsvarende periode med langvarige kursfald. Kædereaktionen har været ganske begivenhedsrig lige fra punkteringen af teknologiboblen i 2000 til World Trade Center i 2001 og regnskabskandaler samt trængte pensions- og forsikringselskaber i 2002. På tærsklen til 2003 er spørgsmålet, om aktier vil opleve bedre tider eller vi fortsat skal forvente kursfald.



Pengene bestemmer

Der skal ikke store forskydninger til i efterspørgsel og udbud, før aktiekurser finder et andet niveau. De sidste 2-3 år har sælgerne været i overtal, og aktiemarkedet er faldet 40-50%. Pengestrømme kan være vanskelige at følge, men ses udviklingen i til- og afgang i amerikanske aktiebaserede investeringsforeninger, fås et interessant mønster.



I februar 2000 indgår der til investeringsforeninger hele 55 mia. USD som giver næring til aktiemarkedet. Dot-com bølgen er på sit højeste, og ingen sætter spørgsmål ved hverken indtjeningsevnen, vækstrater eller aktiepræmie. Måneden efter punkterer boblen, og aktier begynder nedturen. I september 2001, hvor World Trade Center bliver ramt, trækkes der tæt ved 30 mia. USD ud og månederne efter er der ikke stor søgning til aktier. I år har perioden juni til oktober været meget hårdt ramt med udtræk på tæt ved 100 mia. USD. Især har de institutionelle investorer været storsælgere pga. problemer med solvenskravene.

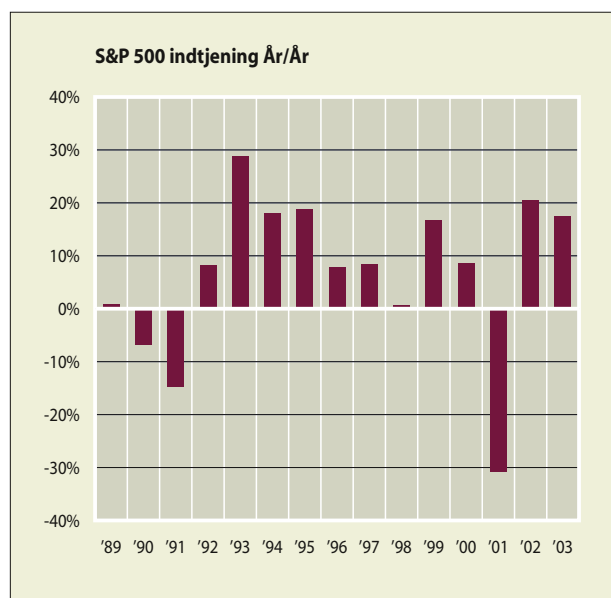
Aktier er billige

Der er mange måder, hvorpå aktier kan vurderes, men uanset hvilken model der anvendes, er der ikke den store forskel på resultatet - aktier er billige. Ovenstående grafer om aktie- og obligationsinvesteringerne viser med al tydelighed, at der er sket et skred mellem de forskellige investeringsmuligheder. Men hvad skal der så til, for at aktier ikke for fjerde år i træk falder ?

Afgørende faktorer

For at aktier stabiliseres og påbegynder en stignings-trend, er der flere faktorer, som skal være på plads:

- Det er meget afgørende, at likviditeten kommer tilbage til markedet. Her er det især vigtigt, at de institutionelle investorer, som pensions- og forsikringsselskaber ikke længere skal tvangssælge aktieposter for at klare solvenskravene.
- Erhvervslivets finansieringsomkostninger skal forblive lave.
- Økonomien undgår recession.
- En Irak-krig må ikke blive langvarig.
- Sidst men ikke mindst, at erhvervslivets indtjening stiger.



Indtjeningen er i år gået pænt frem i forhold til 2001. Årsagen er dog ikke fremgang i omsætningen, men større profitabilitet fra omkostningsreduktioner og restrukturering.

Der er masser af likviditet i markedet, som er klar til at blive investeret. Derfor er det mere et spørgsmål om timing, før aktier får en renaissance og her har historien vist, at det er bedst at købe, når der er kriser. *Forvent at aktier i 2003 stiger mindst 12%.*



Hvad har været vigtigst ...

at vælge **aktier** fremfor **obligationer** ?
eller ...
at vælge **Peugeot** fremfor **VW** ?



2 korte og 1 »never-ending«

Hovedtemaet for denne artikel og kernen i en hver form for kapitalforvaltning: Skal næste skridt være et til højre eller et til venstre ?

Det taktiske valg mellem at investere i aktier eller obligationer de seneste tre år har været forskellen mellem et pænt overskud eller halvvejs ruin. Men hvilke taktiske valg - timingen - har størst betydning for resultatet af investeringerne ?

Der er tre elementer, hvoraf de to første er strategiske (længerevarende) og objektive.

1) En kort - risiko:

Acceptér aldrig større risiko, end De kan leve med i et meget dårligt år. Faren ved for stor risiko ligger i, at man (udover tabet) fristes til at lave investeringsstrategien om, når markedet er i bund og man har tabt mest.

2) En kort - skattemiljø:

Investér hvor skatten er lavest - i selskab eller i pension. Hvis det er muligt, så undgå investeringer i personligt regi, fordi skatten her er den højeste, og aktier med gevinst ikke kan omlægges uden skat.

Disse to beslutninger kan revurderes hvert eller hvert andet år - men er i sagens natur ret permanente. Når risikoniveau og skattemiljø er fastlagt er det store spørgsmål: I præcis hvad og hvornår skal der investeres. Det er til gengæld en beslutningsproces, som er »a never ending story.« Blandt fagfolk kaldet Taktisk Asset Allocation (TAA).

3) En never-ending - Taktisk Asset Allocation:

Det u-e-n-d-e-l-i-g-e element er det taktiske - timingen - taktisk asset allocation. Der hersker mange *meninger* om, *hvad* der er de vigtigste beslutninger i forbindelse med den aktuelle placering af formuen. Jeg har derfor valgt at *måle* betydningen af de optimale valg i mange forskellige tidsperioder, og sammenligne med resultater opnået i praksis.

Undersøgelsen er bygget op, sådan at man *for hvert år undersøger, hvor stor forskellen i afkast bliver*, hvis man vælger rigtigt ved hvert kalenderårs begyndelse: aktier contra obligationer, korte obligationer contra lange obligationer, vækst- contra valueaktier.

A) Det klassiske valg mellem aktier og obligationer: 20%

Forskellen i afkast mellem aktie- og obligationsmarkedet (Danmark 1928-2002) ligger på ca. 20% p.a. Det betyder, at hvis man ved hvert års begyndelse har været i stand til at vælge, at til næste år bliver aktier en bedre investering end obligationer og omvendt - så ville man have opnået en forøgelse af sin forrentning på ikke mindre end 20% pro anno. Ingen kan med sikkerhed foretage et sådant valg, men det betyder i praksis, at hvis man flytter blot 10% af sin beholdning »begavet/heldig« inden året starter - så opnår man en ekstra forrentning på 2% p.a. (20%*10%).

I praksis 2002: Investeringsforeninger i danske aktier har det seneste år givet -20% og investeringsforeninger i danske obligationer har givet +6%. Difference: 26%.

Langsigtet konklusion: Det perfekte valg mellem aktier og obligationer giver en difference på 20% p.a. og der er 50% sandsynlighed for at vælge rigtigt.

B) Valget mellem korte eller lange obligationer: 8%

Forskellen i afkast målt i perioden 1992-2002 ved at vælge rigtigt mellem korte (renteufølsomme) eller lange (rentefølsomme) obligationer har givet en forskel på 8% p.a.

I praksis 2002: For investeringsforeninger i danske obligationer har den mest forsigtige givet 4% og den mest risikable givet 8,5% det seneste år. Difference 4,5%. De seneste 2 år har været atypiske, fordi forskellene i afkast har været meget lille mellem korte og lange obligationer.

Langsigtet konklusion: Det perfekte valg mellem lange og korte obligationer kan flytte afkastet 8% og der er 50% sandsynlighed for at vælge rigtigt.

C) Valg af aktier: Geografi: 4%

Den megen fokus på at placere sine aktieinvesteringer i Europa eller USA viser sig at være ren dealersnak. Selv i det helt store tech-år 2000 gav europæiske og amerikanske aktier *samme afkast*. Målt over de seneste 10 år har forskellen i afkast p.a. været på 7% i gennemsnit, men stærkt faldende fra 1998, fordi de to store aktiemarkeder nu svinger næsten i takt. Siden 1998 har forskellen i afkast kun været på 4% p.a.

I praksis 2002: Blandt danske investeringsforeninger med fokus på USA hhv. Europa har afkastet det seneste år været -25% hhv. -27%. Difference 2%.

Langsigtet konklusion: Det perfekte valg mellem USA- og EU-aktier kan flytte afkastet med 4% p.a. Hverken ud fra et taktisk asset allocation-synspunkt eller ud fra et spørgsmål om at sprede investeringer eller at købe i brancher, som vi ikke har i Europa, så afslører kursudviklingen gennem de seneste 10 år, at *ingen* af argumenterne kan aflæses i afkast, udsving eller risikoniveau. Man får til gengæld dollarrisikoen oveni - uden merafkast.

D) Valg af aktiebrancher: Value eller vækst: 30%

Det står klart for alle, der har haft tech-aktier og medicinal-aktier, at de ikke følges helt ad. I »tech-boom«-året 1999 steg tech-indekset 100% og medicinal-indekset faldt 10%. I året efter, »tech-bust«-året 2000, faldt tech-indekset 45% og medicinal-aktier steg 25%. Så hvis man valgte rigtigt bare i disse to år, så tjente man 100% (tech i år 1999) +25%*200% (medicinal i år 2000) = 150%. Hvis man valgte forkert, så tabte man 10% på medicinal-aktier i 1999 og derefter yderligere 45% på tech-aktier i år 2000, i alt et tab på 50%. En forskel på 200%-point i afkast på 2 år. Det er dog det mest groteske eksempel, der har været mellem to brancher de seneste 10 år.

I undersøgelsen indgår der ti brancher, hvor afkastene er undersøgt fra 1998-2002. Forskellen i afkast har været på ikke mindre end 60% pro anno i gennemsnit mellem årets dårligste og bedste branchefkast. Problemet er her, at der kun er 1% sandsynlighed ($10\% \cdot 10\% = 1\%$) for, at finde både den dårligste og bedste branche.

Når brancherne inddeles i to grupper, vækst-aktier og value-aktier, for at begrænse valget til 2 muligheder, har forskellen ved det perfekte valg mellem vækst- og value-aktier været på ca. 30% p.a.

I praksis 2002: Blandt danske branche-investeringsforeninger ses en spredning på seneste år fra bedste brancheforening med +3% i ejendomsaktier til dårligste i medicinalaktier med -49%.

Langsigtet konklusion: Det perfekte valg mellem vækst- eller valueaktier kan flytte afkastet 30% og der er 50% sandsynlighed for at vælge rigtigt.



E) Valg af enkelt aktier: Stockpicking: 30%

Stock-picking, det bevidste valg af én bestemt aktie frem for en anden i samme branche, er en meget mis-krediteret del af formueforvaltningen, fordi den altid kædes sammen med spekulation, hurtige handler og varme aktietips - og fordi det ofte mislykkes, fordi valgmulighederne stiger kraftigt. I undersøgelsen indgår kursudviklingen på fire af de største aktier i hver af de 10 europæiske brancheindeks fra 1998-2002.

Stockpicking er en ekstremt vanskelig disciplin - men også med den største mulighed for at gøre en forskel. Et par eksempler for perioden 1998-2002 viser det.

Kursudvikling 1998-2002

Auto:	Peugeot	+130%	VW	-40%
Byggesektor:	Dragados	+55%	St. Gobain	-78%
Detailhandel:	H&M	+120%	Marks & Sp.	-45%
Fødevarer:	Nestlé	+35%	Danisco	-35%
Media:	BskyB	+40%	Vivendi	-65%
Medicin:	Novo	+49%	Glaxo Sm. K.	-42%
Telecon:	TDC	-11%	Cable & W.	-85%

I alle eksemplerne er der tale om 2 sværvægttere i hver branche og alligevel er forskellene i afkast mellem den dårligste og bedste af 4 aktier i samme branche tæt på 100%-point.

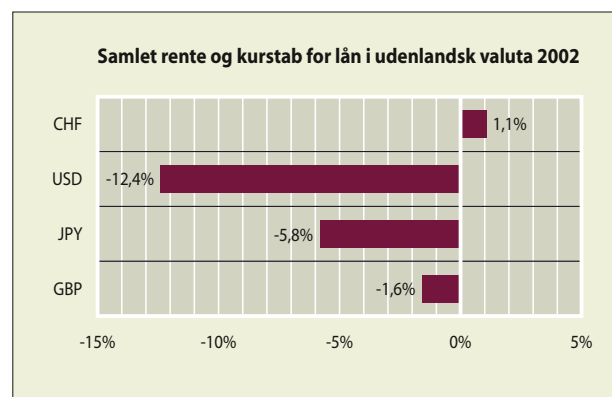
Det rigtige valg mellem den bedste og den dårligste aktie blandt fire aktier i hver branche har i gennemsnit givet en difference på ikke mindre end 50% p.a. Men da valget mellem fire aktier er markant vanskeligere end valget mellem to (f.eks. vækst- contra value-aktier) er sandsynligheden for at vælge rigtigt kun 6%. ($25\% * 25\%$.)

I praksis 2002: Blandt globale investeringsforeninger ses en spredning på seneste år fra bedste med -6% til dårligste med -36% - selvom stockpicking *ikke* er fremherskende.

Langsigtet konklusion: Det rigtige valg *udelukkende* mellem de to største aktier i hver branche kan flytte afkastet 30% ift. markedsindekset og der er 50% sandsynlighed for at vælge rigtigt.

F) Valget mellem valutaer: 10%

Valg af valuta har stor betydning, fordi Formueplejeselskaberne opererer med finansielle lån i udenlandsk valuta. Men det har også betydning ved valg af udenlandske investeringer. Valget af lånevaluta har større betydning for den effektive lånerente end man måske kunne forvente.



I praksis 2002: Et CHF-lån har kostet 1,1% i samlet rente og kurstab, hvor et USD-lån har været en indtægt på 12,4%. Med andre ord ville en flytning af 10% af CHF-lån til USD-lån forbedre totalresultatet med $(10\% * (12,4\% + 1,1\%)) = 1,35\%$ p.a.

Målt over de seneste 15 år har det rigtige valg mellem billigste og dyreste af de fire hovedvalutaer (CHF, JPY, GBP, USD) betydet en forskel i låneomkostning (eller afkast) på 16% p.a. Men da valget mellem fire valutaer er markant vanskeligere end valget mellem to (f.eks. CHF contra JPY), er sandsynligheden for at vælge rigtigt ved fire valutaer kun 6%. ($25\% * 25\%$.)

Langsigtet konklusion: Hvis vi indskrænker valget til CHF contra JPY, som er og har været det oplagte valg, så betyder det rigtige valg en forskel i låneomkostning (eller afkast) på 10% p.a. og der er 50% sandsynlighed for at vælge rigtigt.

Konklusion

Når alle valgene indskrænkes til et valg mellem to muligheder, får vi følgende langsigtede konklusioner. Der er 50% sandsynlighed for at vælge rigtigt, når der kun er to muligheder.

Obligationer

Det rigtige valg af 2 mulige	Effekt p.a.
Obligationer contra aktier	20%
Korte contra lange obligationer	8%
Maksimal teoretisk effekt	28%

Valget:

Obligationer frem for aktier vil afgøre ca. 70% (20%/28%) af resultatet
Korte eller lange obligationer vil afgøre ca. 30% (8%/28%) af resultatet

Har man strategisk valgt en del af porteføljen i obligationer, så er ca. 70% af porteføljebeslutningen foretaget og kun ca. 30% tilføres via obligationsstyringen.

Aktier

Det rigtige valg af 2 mulige	Effekt p.a.
Aktier contra obligationer	20%
Geografi: USA- contra EU-aktier	4%
Branche: Vækst- contra valueaktier	30%
Stockpicking: Bedste af to aktier	30%
Maksimal teoretisk effekt	84%

Valget:

Aktier frem for obligationer vil afgøre ca. 25% (20%/84%) af resultatet
Geografi: USA- contra EU-aktier vil afgøre . . ca. 5% (4%/84%) af resultatet
Branche: Vækst- contra valueaktier vil afg. . . ca. 35% (30%/84%) af resultatet
Stockpicking: Bedste af to aktier vil afgøre . . ca. 35% (30%/84%) af resultatet

Har man taktisk valgt en del af porteføljen i aktier, så er ca. 25% af porteføljebeslutningen foretaget, men der resterer stadig ca. 75% fra selve valget og timingen af aktier.

Valuta

Forskellen i lånerente har været ca. 2% p.a.

Det rigtige valg af 2 mulige	Effekt p.a.
CHF contra JPY	10%
Forskel i lånerente	2%
Maksimal teoretisk effekt	12%

Valget:

Lånerenten vil afgøre ca. 15% (2%/12%) af resultatet
CHF contra JPY vil afgøre ca. 85% (10%/12%) af resultatet

Har man valgt at finansiere i udenlandsk valuta, så er kun ca. 15% af porteføljebeslutningen foretaget, men der resterer stadig ca. 85% fra selve valget og timingen af valutastyringen.

Undersøgelsens konklusion passer fint med min oplevelse af praktisk kapitalforvaltning. Obligationer er nemmest at finde fair value på, aktier kommer derefter, hvorimod valuta er klart det sværeste at vurdere.

Betydning af	Strategi	Taktik og valg af enkeltinvesteringer
Obligationer	70%	30%
Aktier	25%	75%
Valuta	15%	85%

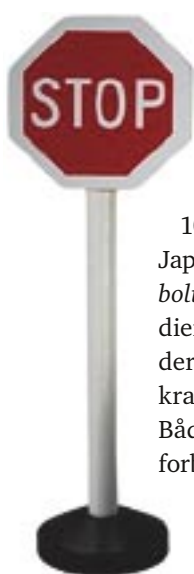
... Det var vigtigst ...

at vælge **Peugeot** fremfor **VW** !



Frygt for deflation

Nogle økonomiske spåmænd frygter, at verdensøkonomien kommer til at opleve deflation i 2003, og at økonomierne kører den forkerte vej. Får de ret, har det ganske betydelige konsekvenser for både obligations- og aktieinvestorer. Sidste gang der blev spået deflation, var i foråret 1999 lige efter den værste finanskrisen i 50 år, hvor Rusland trådte i betalingsstandsning. Dengang gik det heldigvis ikke som frygtet, men nu råber økonomerne igen, at ulven kommer.



Hvad er deflation ?

Deflation er et vedvarende fald i prisniveauet gennem en længere tidsperiode - typisk flere år. Konsekvenserne kan være ganske alvorlige, og et nyere skrækkesejpe er Japan, som over de seneste 10 år har oplevet en deroute af format. Japanske aktier har mistet 80% i værdi mens boligværdierne er reduceret med 72%. Når værdierne falder, tvinges låntagere til at sælge deres investeringer for at opfylde långivers krav, hvilket igen sætter en ond spiral i gang. Både forbrugere og virksomheder udsætter forbrug og investeringer, hvilket rammer den økonomiske vækst. Virksomhedernes indtjening falder, cash-flowet svinder ind og kreditkvaliteten forringes.

Er deflation dårlig ?

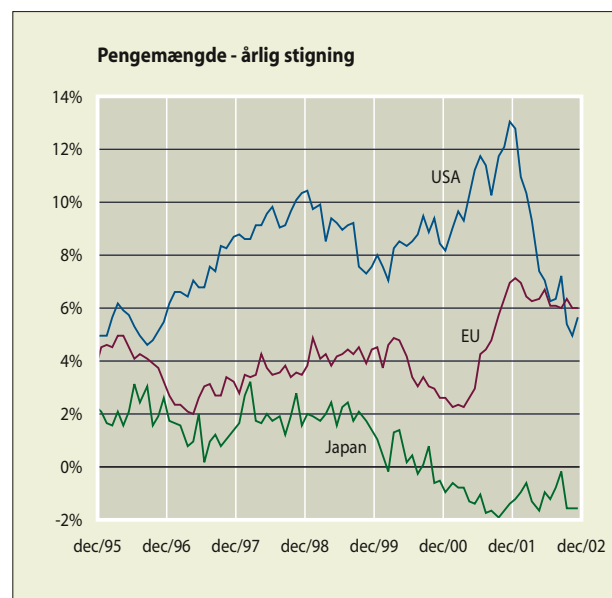
Nej - ikke umiddelbart. Der findes nemlig både god og dårlig deflation. Prisfald som følge af produktivitetsgevinster eller konkurrence hører til i den positive kategori. Det giver økonomisk vækst, stigende købekraft og investeringslyst. Den dårlige deflation opstår, når priserne falder som følge af overforsyning af varer eller mangel på efterspørgsel.

Får vi deflation ?

De fleste deflationsperioder opstår som en eftervirkning af en »boble«, der er kendetegnet ved en uholdbar prisstigning efterfulgt af et kollaps. Typisk vil krig og billig kapital være begivenheder, der fører til en boble. Japan og Dot-com bølgen kan trækkes frem som eksempler, hvor netop billig kapital underminerer prisfastsættelsen. Teknologiboblen, der sprang i foråret 2000 kan naturligvis være kilden til en deflationsperiode, og nogle økonomer frygter ligefrem et Japan-syndrom i verdensøkonomien. Hvis vi ser på verdens største økonomi,

USA, er der symptomer på både god og dårlig deflation. Aktier er faldet 40-50% fra toppen og der er overforsyning i enkelte sektorer. I modsat retning trækker andre forhold, som vil overvinde de negative følger af teknologiboblen og eftervirkningerne af World Trade Center:

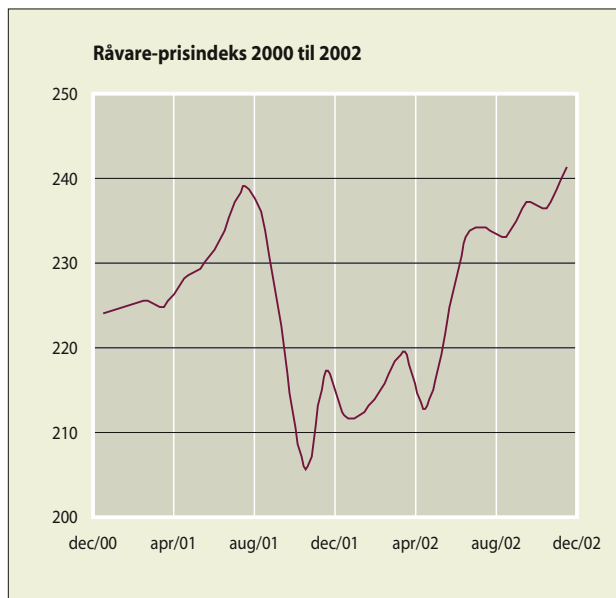
- Serviceindustrien er i dag større end den traditionelle industri, og serviceerhvervene oplever prisstigninger.
- Indkomsterne fortsætter med at stige, aktuelt 4,1%, mens de falder i Japan.
- Præsident George Bush vil gøre ALT for ikke at falde i samme fælde som sin far. I 1992 tabte George Bush Senior præsidentvalget til Bill Clinton, fordi den indenlandske økonomi skrantede - og det på trods af, at George Bush kun få måneder før kunne fejre en triumferende sejr over Irak i operation Ørkenstorm. Derfor vil der i januar 2003 blive gennemført flere skattelempelser for at stimulere økonomien og investeringerne.
- De økonomiske strukturer i USA er desuden meget anderledes end i Japan. Restruktureringer og rationaliseringer er gennemført hurtigt og effektivt i USA, mens man i Japan ikke kan blive enige om at foretage selv de mindste reformer.
- Centralbanken i USA fører i modsætning til Japan en meget ekspansiv pengepolitik.



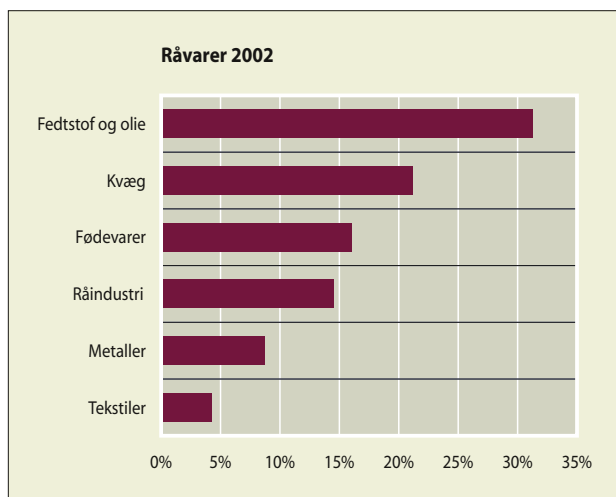
En vedvarende deflation som i Japan, anser jeg derfor som usandsynlig.

Følg råvarerne

En meget væsentlig faktor for såvel inflation som deflation er prisudviklingen i verdens råvarer. Årsagen er, at råvarer reagerer hurtigere end de generelle forbrugerpriser ved markante ændringer i udbud og efterspørgsel på verdensmarkedet.



Råvareprisindekset er over det seneste år steget 15%, hvilket ikke ligefrem vidner om frygt for faldende priser. Såfremt man ser på de underliggende faktorer fås følgende billede:



Alle delindeks er steget mellem 4% og 31% og bemærk, at *ikke et eneste* indeks har udvist *prisfald*. Der er naturligvis en vis tidsforskydning, idet stigende råvarepriser i første omgang mest mærkes hos virksomhederne, men på et tidspunkt vil prisstigningerne finde vej ud til forbrugerne, og derfor er mit bud, at deflationsfrygten snart vil være gårsdagens nyhed.

Hvad med renten ?

Hvis vi får deflation vil renten falde yderligere. Dog er det vigtigt at skelne mellem den helt korte rente, som styres af centralbankerne og den lange rente, som påvirkes af økonomiske udsigter, forventninger til inflation og risikoholdning.

Kort rente

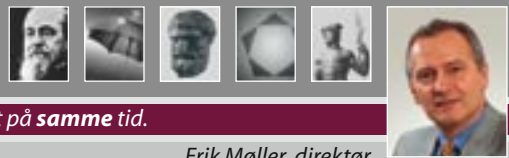
- USA fastholder renten på det lave niveau.
- Den europæiske centralbank nedsætter renten endnu engang i foråret 2003.
- Schweiz følger efter Europa og lemper renten.
- Japan og England fastholder det nuværende renteniveau.
- Først i andet halvår 2003 forventes centralbankerne at stramme pengepolitikken.

Lang rente

- Renten stiger som følge af økonomisk stabilisering.
- Aktiemarkederne oplever fremgang, hvilket flytter fokus fra obligationer til aktier.
- Investorerne vil igen se på realafkastet (rente minus inflation).

Deflation vil ikke vinde, hvorfor der er større sandsynlighed for, at den lange rente stiger, end at den falder yderligere.

Dermed vil Formueplejeselskaberne fortsat kunne nyde godt af en favorabel rentemarginal.



Fremgang i kvartalet på 5-6%%

Årets fjerde kvartal bød på fremgang i indre værdi for alle selskaber på 5-6%, mens det globale aktieindeks steg 0,8%. Foruden medvind på aktieinvesteringer, fik Formueplejeselskaberne også gevinst på rentearbitragen. Alle lånevalutaer viste nemlig en faldende tendens. CHF er dog stadig påvirket af situationen omkring Irak, og har derfor ikke ændret sig meget i kurs. Derimod faldt JPY pænt pga. politiske tilkendegivelser om en lavere JPY-kurs. USD faldt som følge af fokus på det store betalingsbalanceunderskud og en eventuel Irak-krig.

Overskud i 2002

Bedst er det gået for Plan-Pareto A/S med en fremgang i indre værdi på 19%, mens Plan-Merkur A/S er steget 14%. Plan-Safe A/S og Plan-Epikur A/S er meget tæt på break-even, mens Plan-Penta A/S, som er det mest aktiebaserede selskab, faldt 12%. Til sammenligning er verdensindekset for aktier - omregnet til DKK - faldet hele 33%. Dermed har alle selskaber relativt set opnået et attraktivt afkast.

The long view

Set over en længere tidshorisont, har selskaberne givet et pænt merafkast i forhold til alternative aktieinvesteringer. Både på 4 og 8 år har Formueplejeselskaberne leveret attraktive afkast. Plan-Pareto A/S blev stiftet i 1999 og er derfor ikke med i 4-års afkastet, men har siden etableringen givet et afkast på 40%.

Budget

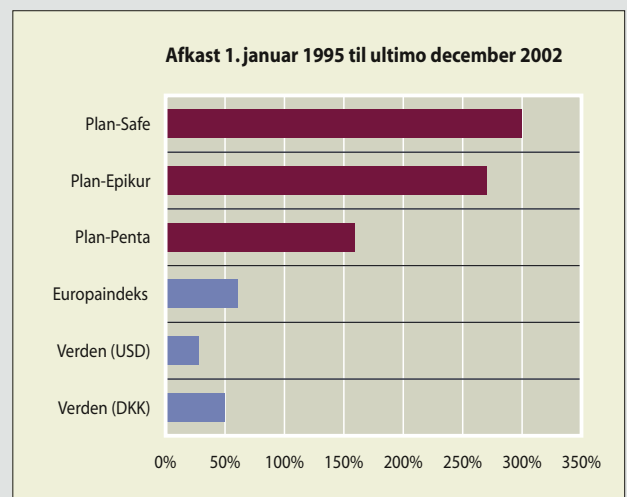
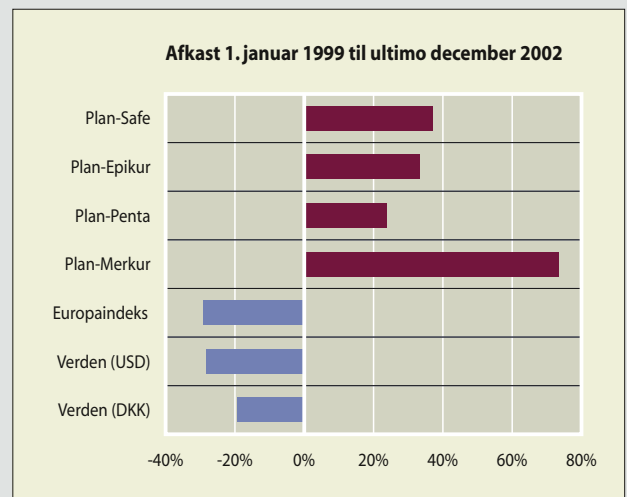
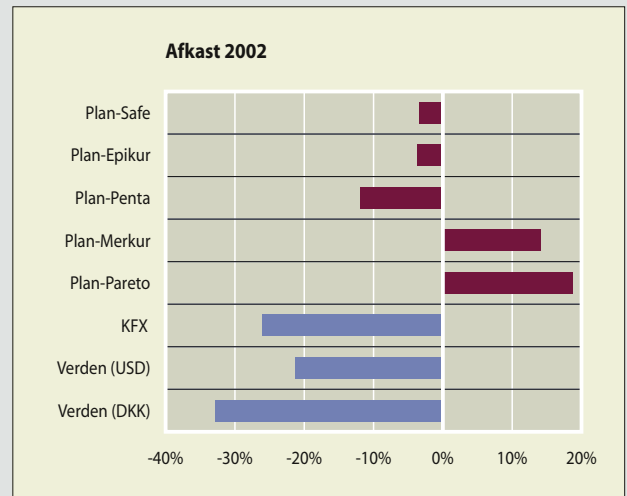
Spørgsmålet er, om verden bevæger sig ind i en recessions- og deflationsramt økonomi à la Japan. Pessimisterne er i overtal, og en mulig Irak-krig giver nervøse trækninger på finansmarkederne. Vi mener dog, at frygten er overdrevet, og at verdensøkonomien med USA og Europa i spidsen, ikke får recession i 2003. Der er lagt op til en renaissance for aktier.

Budgetforventninger

Pro anno afkast

Aktier:	12%
Obligationer:	5%
Eff. lånerente:	0% *)

*) Incl. forventede valutakursændringer.





Target: 250% * obligationer + 0% * aktier

Indre værdi: 140,7 Budget pr. 30.06.03: 151

Plus 5 procent

I årets sidste kvartal gik indre værdi i Plan-Pareto A/S frem med 5%. Målt fra år til dato er indre værdi dermed steget med ikke mindre end 19%.

Merafkast på 78%-point

Selskabet blev startet i sommeren 1999 med det formål at skabe et afkast, der kunne konkurrere med aktieindekset. Siden 1999 er indre værdi i Plan-Pareto A/S gået frem med 40% mod et fald i verdensindekset på 38%. Formålet må siges at være indfriet, idet merafkastet er på 78%-point.

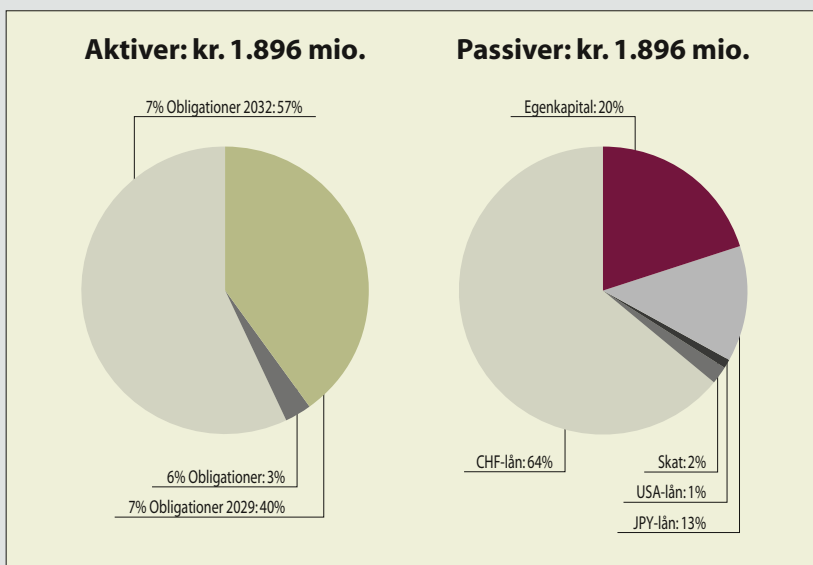
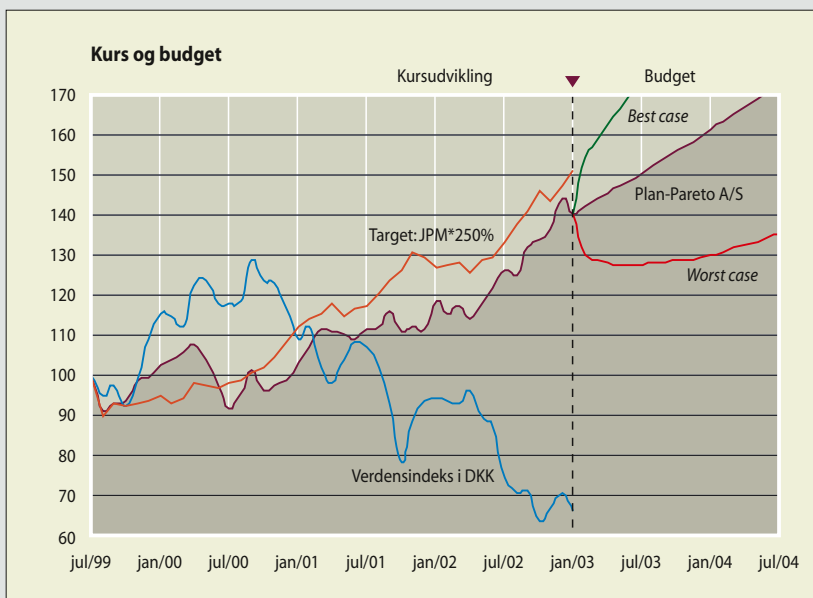
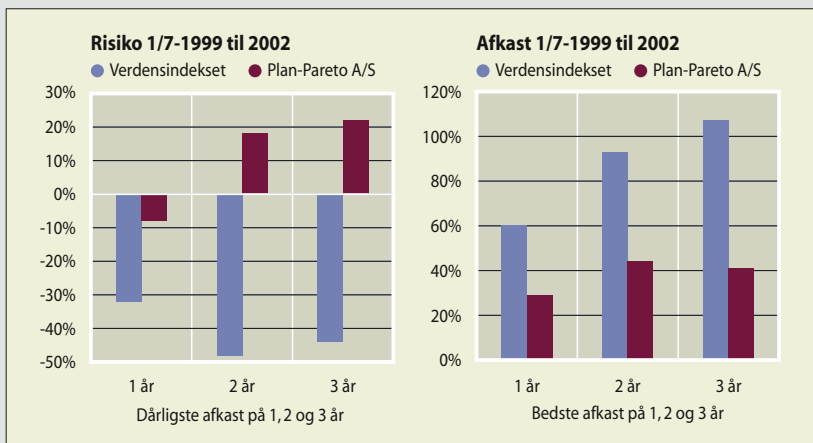
Lav rentefølsomhed

Siden sommeren er både de korte og lange renter faldet, hvilket har bevirket, at selskabet har en meget lav rentefølsomhed på sin obligationsbeholdning. Der er primært investeret i kursstabile 7%-realkreditobligationer. Afhængig af konverteringsaktiviteten i 2003 vil der i stigende grad indgå 6%-obligationer.

Generalforsamling

Der blev afholdt ordinær generalforsamling den 19. november 2002 på Hotel Marselis i Århus. Efter generalforsamlingen var der temaindlæg ved Erik Møller, hvor de sidste 20 års rentefaldsperiode blev ridset op. Der er ikke udsigt til, at hverken den korte eller den lange rente kan komme ret meget længere ned. Desuden viser det sig, at en privat obligationsinvestor efter skat og inflation, faktisk har underskud på sin investering. Derfor tilbyder Plan-Pareto A/S fortsat en attraktiv investeringsmulighed, idet targetet for Plan-Pareto A/S er at levere et afkast på 250% (2,5 gange) af det danske obligationsindeks målt ved J.P. Morgan.

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





Target: 150% * obligationer + 100% * aktier

Indre værdi: 62,0 Budget pr. 30.04.03: 65

Bedre afkast - mindre risiko

Graferne til højre viser selskabets bedste og dårligste afkast ud fra varierende investeringshorisonter. Til sammenligning er indsat verdensindekset for aktier. Siden 1995 har Plan-Safe A/S klaret sig bedre end aktier uanset om der er tale om positivt afkast eller negativt afkast.

Fremgang i kvartalet

Indre værdi steg 5% i årets sidste kvartal. Der var overskud på både rentearbitragen og aktieinvesteringerne. Især aktier rettede sig efter tredje kvartal, som var det værste kvartal siden aktiekrakket i 1987.

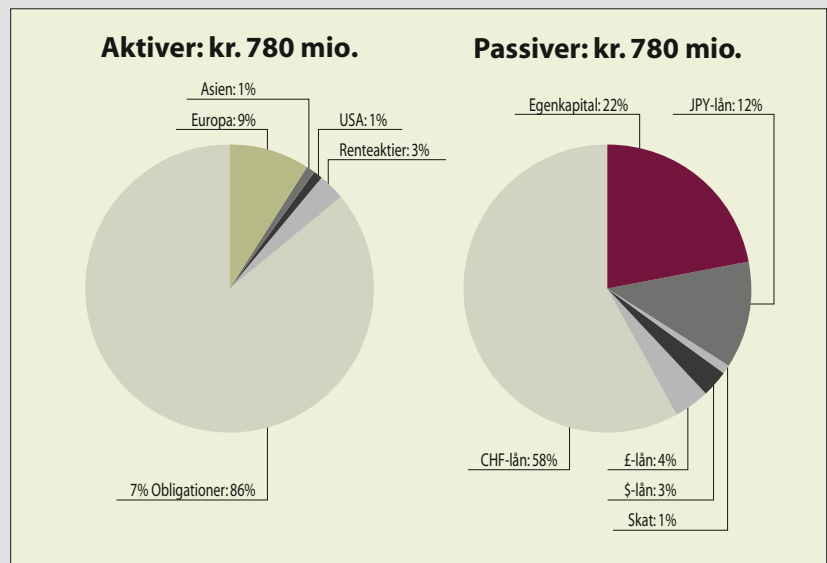
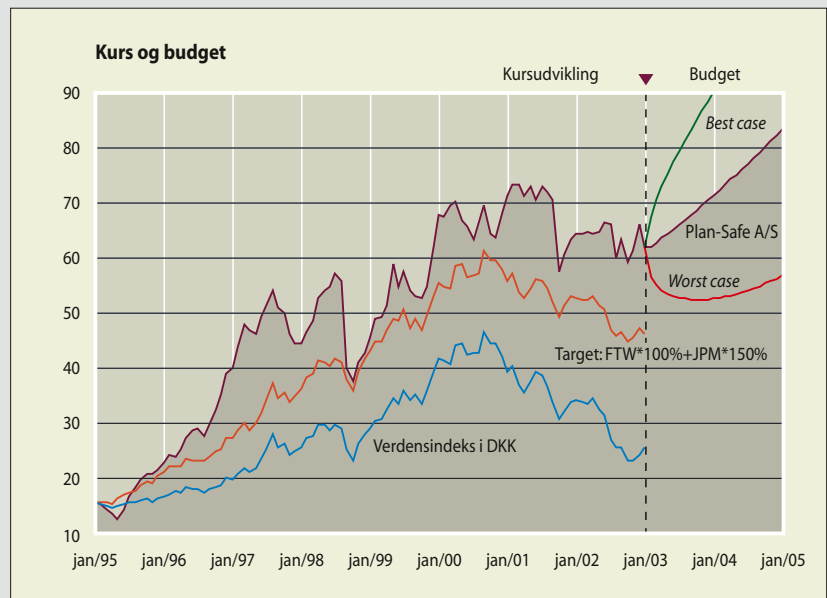
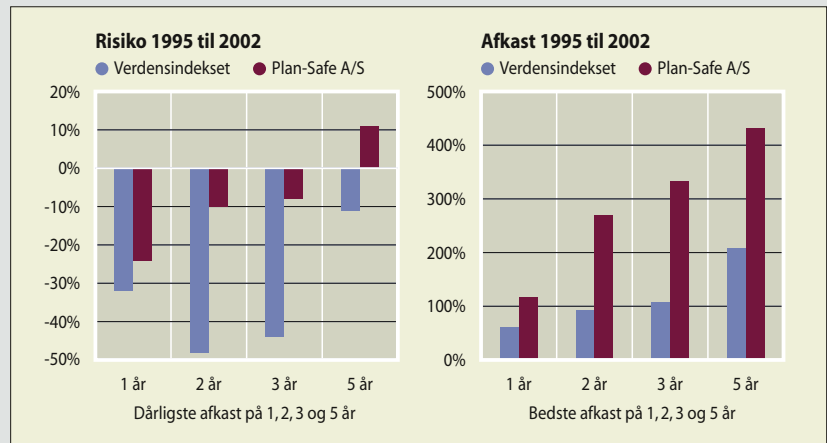
Rentearbitragen giver smør

År til dato er Plan-Safe A/S faldet 3% mens aktiemarkedene har oplevet kursfald på 33%. Selvom aktier har givet underskud er dette næsten indhentet via rentearbitragen, som i år giver et overskud før skat på kr. 39 mio.

Udsalg giver købsmulighed

Aktier har ikke været nogen guldgrube i år. Det globale aktieindeks er faldet 33%. Brandudsalg hen over sommeren og efteråret har givet et markant billigere aktiemarked. Især har forsikringsselskaber og pensionskasser foretaget betydelige omlægninger af formuen pga. problemer med Finanstilsynets solvenskrav. Det har medført et skift fra aktier til obligationer som ikke tidligere er set mage til. Også derfor forekommer det mere interessant at øge selskabets aktiebeholdning for at få fordel af den forholdsvis billige prissætning af aktier.

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.





Fjerde kvartal +5%

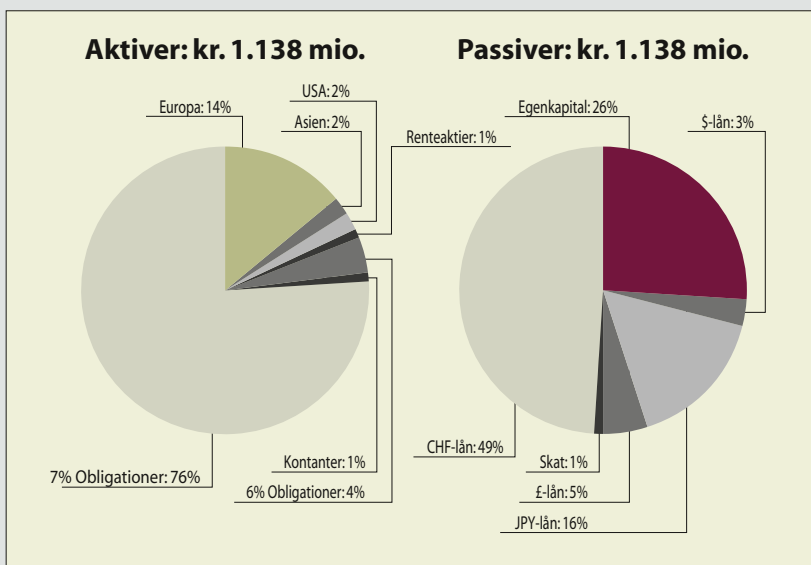
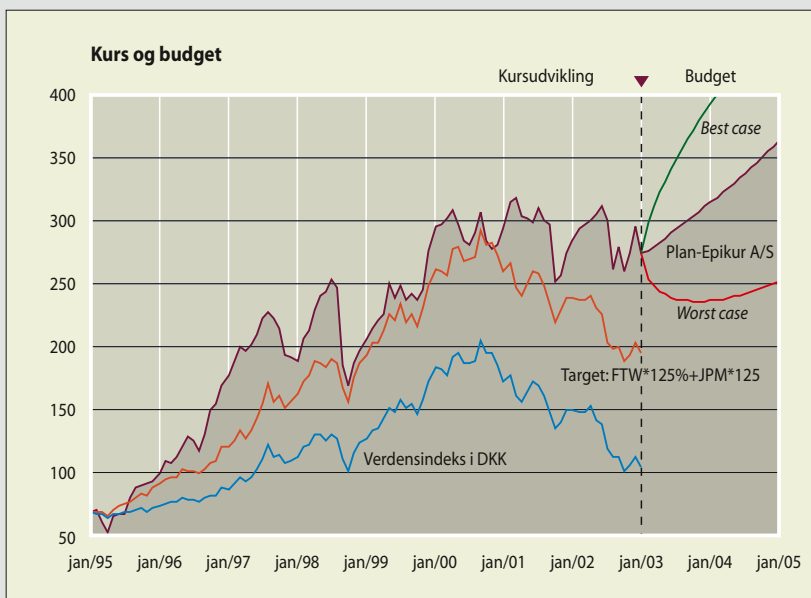
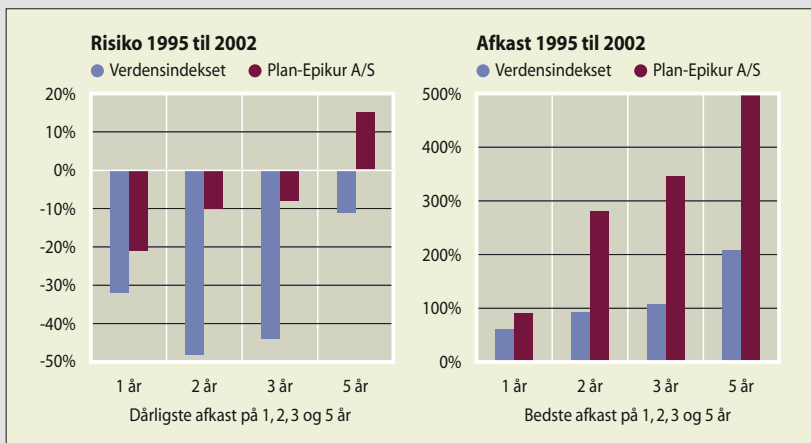
Selskabet kom ud af fjerde kvartal med en pæn fremgang i indre værdi på 5%. Til sammenligning viste det globale aktieindeks i samme periode en fremgang på 0,8%. Rentearbitragen bidrog forsat til en stabil udvikling, ligesom selskabet fik medvind på aktieinvesteringerne. Efter kvartalets fremgang ligger indre værdi knap 4% under årets start. Til sammenligning er det globale aktieindeks år til dato faldet 33% - så relativt er resultatet attraktivt.

Godt tegningstidspunkt

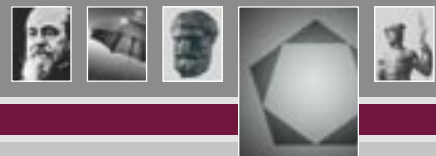
For de nye aktionærer som købte aktier ved kapitalforhøjelsen i september, har det været et gunstigt investeringstidspunkt. Tegningskursen blev fastsat til 263,7 inklusiv et tegningstillæg på 1,5% til dækning af placeringsomkostninger samt udgifter i forbindelse med optagelse af valutalån. Siden tegningen blev gennemført, er indre værdi steget 4%.

Afkast/risiko optimal

Graferne øverst på siden viser de løbende afkast på henholdsvis 1, 2, 3 og 5 år for både selskabet og verdensindekset. Måles både det bedste og dårligste afkast, har Plan-Epikur A/S klarer sig bedre end verdensindekset. I øvrigt har der ikke været en rullende 5-års periode, hvor selskabet har givet negativt afkast.



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.



Target: 75% * obligationer + 150% * aktier

Indre værdi: 152,4 Budget pr. 31.12.03: 176

Fremgang på 5% i kvartalet

Plan-Penta A/S som er det mest aktiebaserede selskab blandt formueplejeselskaberne, fik i årets sidste kvartal en fremgang i indre værdi på 5%, mens det globale indeks for aktier steg 0,8%. For året som helhed bliver resultatet et fald i indre værdi på 12%. Ikke i sig selv tilfredsstillende, men såfremt der ses på aktiemarkedet generelt, er resultatet ikke dårligt. Aktier er gennem året faldet hele 33%, hvorfor Plan-Penta A/S trods alt har klaret sig betydeligt bedre.

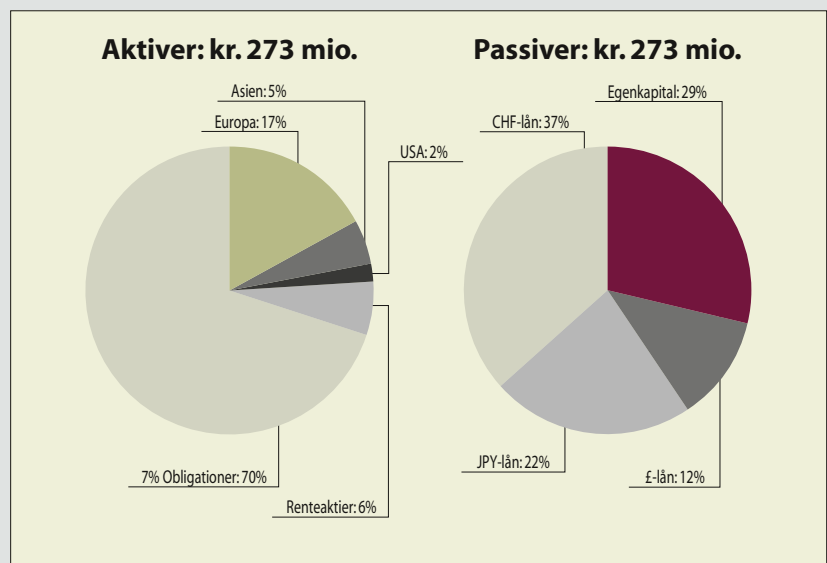
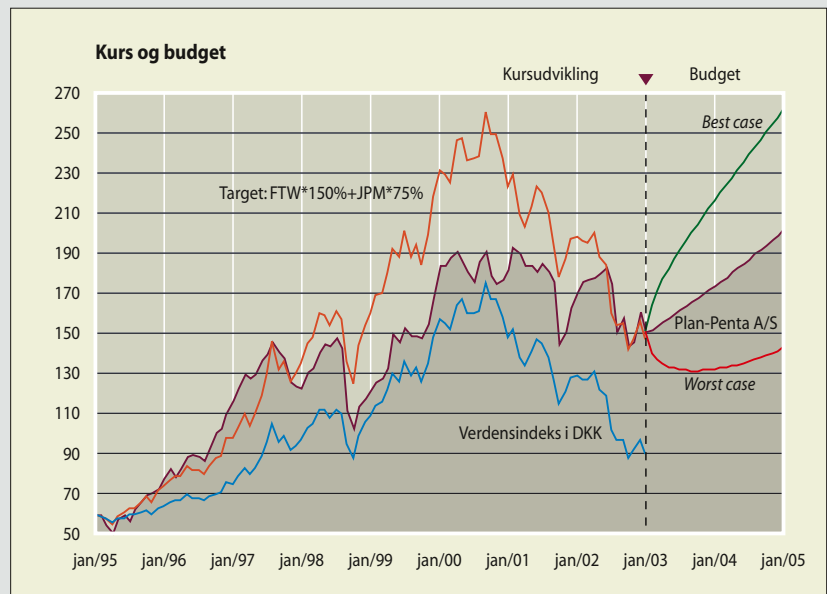
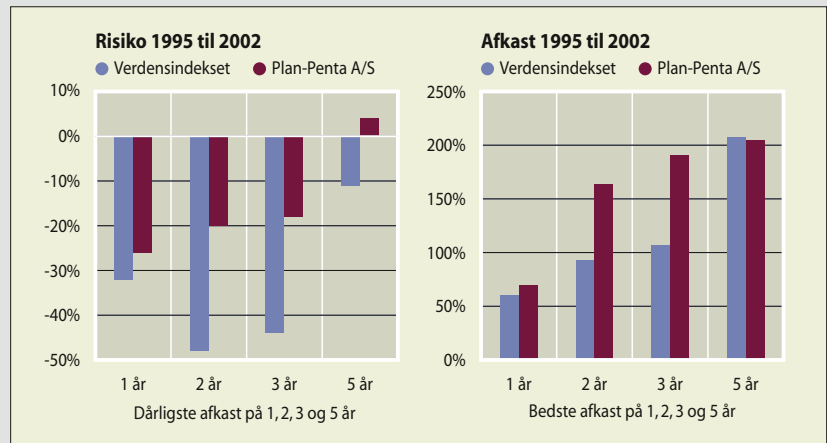
Afkastmålsætning: 150%+75%

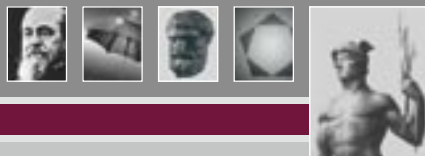
Det er målet for Plan-Penta A/S at give et afkast på 150% af Financial Times aktieindeks plus 75% af J.P. Morgans danske obligationsindeks - begge indeks opgjort før skat. Det er hensigten at opfylde denne afkastmålsætning over 3-5 års perioder. Siden 1995 har selskabet overgået Target med 15%, og har dermed været i stand til at opfylde afkastmålsætningen.

Aktierevanche

Aktier har ikke været nogen guldgrube de sidste 3 år. Især har 2002 været skelsættende, fordi både inden- og udenlandske forsikringsselskaber og pensionskasser har foretaget betydelige omlægninger af formuen pga. problemer med solvenskravene. Det har medført et skift fra aktier til obligationer som ikke tidligere er set mage til. I de næste 3 år er der derfor udsigt til en aktierevanche, hvilket giver gode afkastmuligheder for Plan-Penta A/S.

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.





Aktieudvidelse - Provenu 122,5 mio.kr.

Egenkapitalen i selskabet blev den 6. december 2002 udvidet med 122,5 mio. kr. ved aktietegning på nominelt 85 mio. kr. til en tegningskurs på 144,1. Bestyrelsen har besluttet, at selskabet normalt skal anvende 50% af egenkapitalen til børsnoterede aktier. De øvrige 50% af egenkapitalen kan anvendes til børsnoterede aktier eller andre Formueplejeaktier efter managerens skøn. Selskabet vil derudover finansiere sig med udlandslån, hvor provenuet placeres i danske obligationer.

Status

Både aktie- og obligationsinvesteringer er gennemført umiddelbart efter udvidelsen. Der er fortsat plads til flere aktieinvesteringer. Se graferne over aktiver og passiver nederst på siden.

Formueplejeaktier

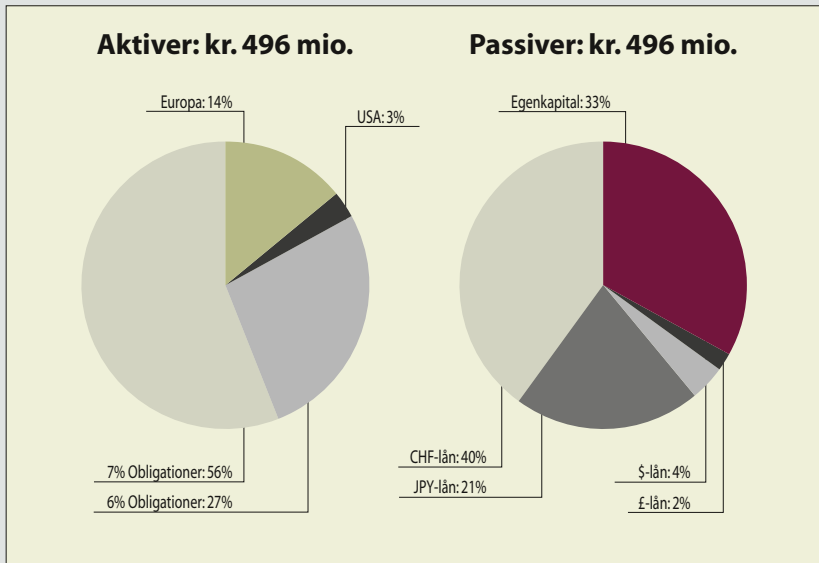
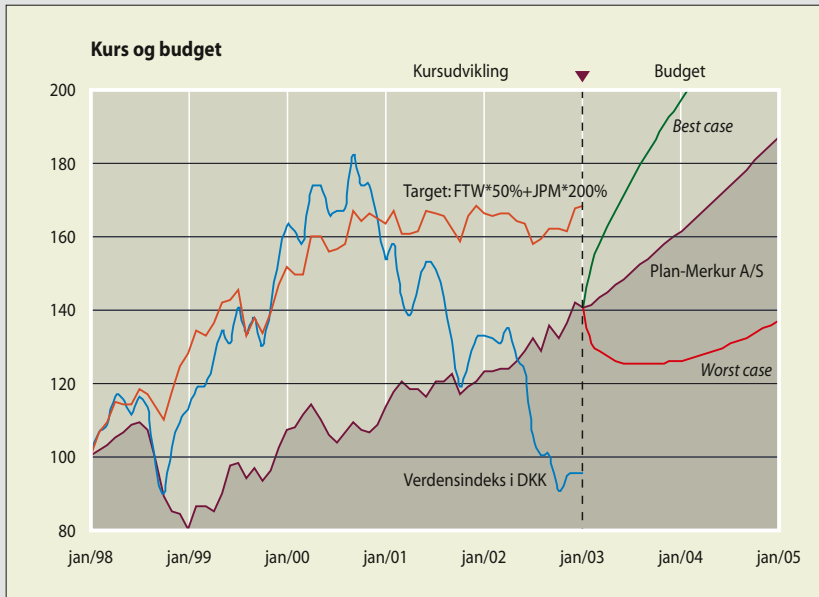
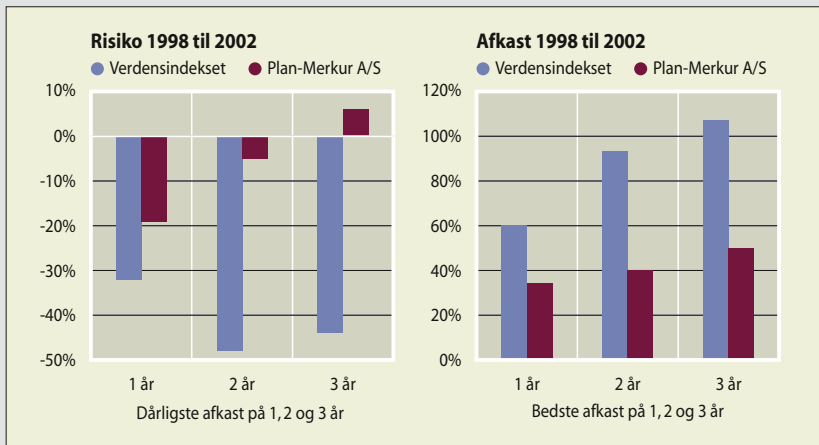
Med den vækst, der har været i Formueplejeaktier, udgør den cirkulerende egenkapital ca. 1 mia. kr., hvilket øger selskabets mulighed for mere kortsigtede placeringer også i disse aktier.

Januar-rally

Det meget nervøse aktiemarked, domineret af manglende tiltro til en vending i verdensøkonomien og krig mod Irak synes som en god timing til at øge aktieinvesteringerne.

Mange private investorer og professionelle kapitalforvaltere ser frem til at starte på en frisk i januar 2003 - så der er for en gangs skyld lagt op til et ægte januar-rally på aktiemarkederne.

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



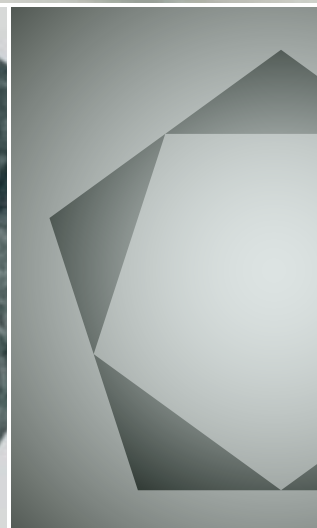
Plan-Pareto A/S



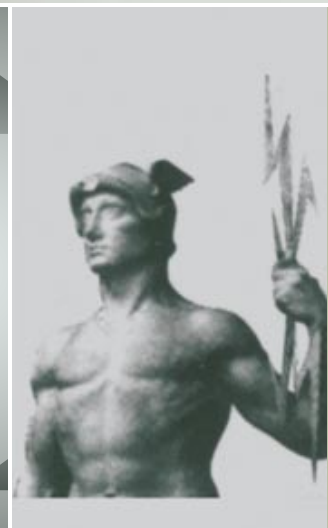
Plan-Safe A/S



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