

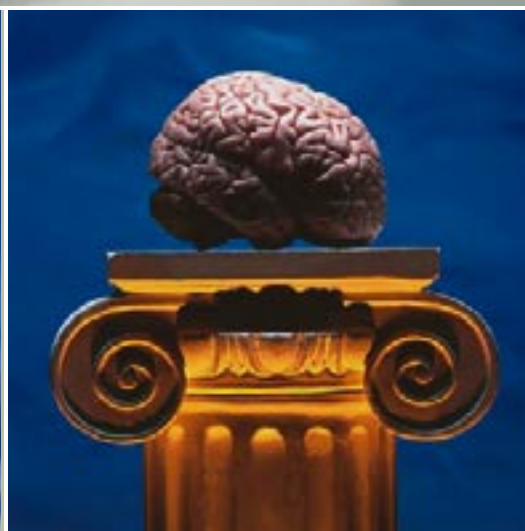
FORMUE MAGASIN

A K T I O N Æ R O R I E N T E R I N G A P R I L 2 0 0 3



Tilbage til fremtiden

De næste 3 år vil ikke ligne de seneste 3 år.



Det mentale regnskab

Hjernen er et mysterium. Ingen tør eje aktier, selvom prisen er halveret !



Løgn og statistik

Uden statistik har vi kun et synspunkt. Med statistik er der tale om sandsynlighed.

FORMUEPLEJE

S E L S K A B E R N E

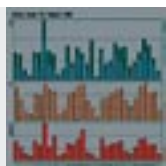
18. årgang april 2003

Redaktion og kursopdatering er afsluttet 24. marts 2003



Man er hvad man gør
Selv pensionskasser siger, at aktier er billige - alligevel købes der obligationer.

side 3



Løgn og statistik
Uden statistik har vi kun et synspunkt. Med statistik er der tale om sandsynlighed.

side 4-5



Det mentale regnskab
Ingen tør købe aktier, selvom prisen er halveret !

side 6-7



Tilbage til fremtiden
Finansmarkedet bevæger sig i bølger, og de næste 3 år vil klodens børser vise nye trends.

side 8-9



Krigspræmien mindskes
Irak-krisen har påvirket aktier meget, men nu er der en løsning i sigte.

side 10-11



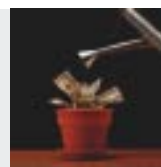
Finansiel (u)disciplin
Modsat hvad mange tror, vil stigende underskud give stigende renter.

side 12



Den opgående sols land
Japan er kørt fast, og der er ikke mange muligheder tilbage.

side 13



Formueplejeselskaberne
Siden 2002 er aktier faldet 35%. Formueplejeselskaberne har i snit givet et afkast på +3,7%.

side 14



Plan-Pareto A/S
Schweiz nedsætter lånerenten og rentearbitragen forbedres.

side 15



Plan-Safe A/S
Afkast på 1,6% i første kvartal trods stor usikkerhed på finansmarkedet.

side 16



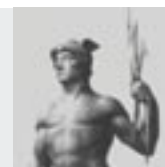
Plan-Epikur A/S
Irak-krisen giver også muligheder på de finansielle markeder.

side 17



Plan-Penta A/S
Usikkerhed giver købsmuligheder - aktieandelen øget.

side 18



Plan-Merkur A/S
Aktieinvesteringerne øges i tiltro til, at aktier får en renæssance.

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

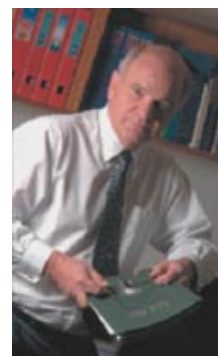
Produktion

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

Man er hvad man gør - ikke hvad man si'r man gør

”Erfaringerne viser, at folk er mest interesserede i at købe aktier, når de er dyre.
Der burde være et større incitament til at købe flere aktier nu, når de er billige.
Folk skal lære at agere mere fornuftsbetonet.”

Holger Dock, direktør i AP Pension, Børsen 14. marts 2003



Aktier vurderes som all-time-low

Globale kapitalforvaltere har aldrig været mere bange for risiko, fremgår det af Merrill Lynchs seneste rundspørge (ult. februar 2003.) Frygten for risikofyldte investeringer, risikoaversion, som det kaldes, har aldrig været højere. Men samtidig peger 87 pct. af de globale kapitalforvaltere på, at aktiemarkederne er undervurderede. Det er den største andel nogensinde.

...men de køber ingen aktier.

Aktier er fair vurderet selv ved nulvækst i et årti

I den hollandske bank ABN's seneste aktiestrategihæfte for Europa har de regnet på det aktuelle P/E-niveau. P/E-niveauet er nu så lavt, at når de regner baglæns, når de til det resultat, at den (implicitte) langsigtede indtjeningsvækst i europæisk erhvervsliv er minus 0,5% pro anno.

...men de køber ingen aktier.

AP-Pension: Køb flere aktier

Holger Dock, direktør i AP Pension, har flere gange tilrådet, at folk køber flere aktier. Men det er ikke muligt for AP Pension at købe flere aktier til de garanterede pensionsopsparinger (der giver en garantirente på 1,7% p.a.) pga. de meget store tab de seneste 3-4 år. Ifølge selskabet har 80% af kunderne valgt en fond, hvor der maksimalt kan investeres 15% i aktier. ”Kunderne handler ikke i Deres egen interesse”, siger Holger Dock. AP Pension fremhæver imidlertid, at i de opsparinger, hvor folk selv kan bestemme, burde de købe flere aktier.

...men de køber ingen aktier.

Talemaskinen: Aktier giver altid bedre afkast end obligationer på langt sigt...

Som en af Pavlovs hunde svarer enhver velopdragen investeringsrådgiver: ”At over en længere periode er der ingen tvivl om, at aktier giver et bedre afkast end obligationer.” Det synspunkt må være rigtigt, fordi ellers bryder enhver form for økonomisk teori sammen. Jeg er fundamentalt enig af to årsager.

- 1) Hvorfor skulle nogen investere i noget, der giver et lavere afkast med en betydeligt større risiko.
- 2) Ingen vil sætte penge i erhvervsinvesteringer, hvis man kan få et større afkast ved at sætte pengene i sikre obligationer til udløb.

..men det har været en illusion !

Men der er et lille problem: Aktier har nu målt over både 1, 2, 3, 5, 7, 10, 20, 30 og 40 (skriver fyrre) år givet et lavere afkast end obligationer. Hele undersøgelsen, som omfatter danske aktier og obligationer fra 1925 til 2003, kan ses på vores hjemmeside www.formuepleje.dk.

Det er ikke overraskende, at obligationer har været en bedre investering end aktier de seneste 3-4 år. Men aktiemarkedet er nu så lavt vurderet og samtidig er der skabt en obligationsboble, som gør tidspunktet nu til det mest oplagte i årtier, hvis man nogensinde vil overveje at skifte en del af sine investeringer fra obligationer til aktier.

Som Holger Dock fra AP Pension si'r:

”Folk skal lære at agere mere fornuftsbetonet.”

Jeg er 100% enig.

Og vi køber aktier !

Erik Møller, Direktør
Formueplejeselskaberne





”Løgn, forbandet løgn og statistik”

Benjamin Disraeli (1804-81), engelsk statsminister



Der ligger en sandhed i Disraelis statement: Man kan ofte få det resultat, man ønsker sig - via statistik. Men *uden* statistik har vi jo kun et *synspunkt*. Med statistik er der tale om *sandsynlighed*. Mit formål med at bruge statistikken er det helt enkle - at lave bedre investeringer. Hvis vi er enige så langt - så har jeg en overraskelse eller to fra statistikken verden.

Rouletten kører forfra hvert år... ?

Mange økonomer har fremført argumentet, at man ikke kan sige noget om sandsynligheden for

et positivt afkast, ud fra om aktiemarkedet har givet underskud sidste år, eller de to seneste år osv. Man si'r populært, at rouletten kører forfra hvert år (blandt fagøkonomer meget sigende kaldet Monte Carlo-simulationer) - *helt uden hukommelse*. Det er her statistikken kommer ind i billedet. Vi har undersøgt aktieafkastene i Danmark og USA siden 1925 og stillet spørgsmålet: Kører rouletten forfra hvert år uden hukommelse? Og hvad blev afkastene, hvis der havde været negativt afkast i år(ene) inden?

USA

USA 1925-2003 ³⁾

År med underskud efter hinanden	1 år	2 år	3 år
Antal gange det er sket	20	6	3

De næste 5 år derefter blev:

Gns. afkast over 5 år	77%	98%	123%
Dårligste afkast over 5 år	-43%	12%	86%

For hele den 80-årige periode har det gns. afkast til sammenligning været 55% for en 5-årig investeringsperiode. Gennemsnitafkastet for de 9 observationer, hvor der har været underskud 2 eller 3 år i træk, blev de næste 5 år 106%. I ingen af disse 9 observationer gav den næste 5 års periode *underskud*.

Danmark

Danmark 1925-2003 ⁴⁾

År med underskud efter hinanden	1 år	2 år	3 år
Antal gange det er sket	21	5	0 ¹⁾

Aktieafkast i året efter underskudsår(ene):

Bedste afkast	53%	53%
Gns. afkast pro anno	14%	20%
Dårligste afkast	-22% ²⁾	4%

Pro anno afkast på 14-20% er langt over gennemsnittet. Til sammenligning har aktieafkastet været på 9,0% i gns. for hele perioden.

1) 3 år i træk med underskud på aktier er aldrig indtruffet i Danmark.

2) År 2002.

3) Kilde: Datamateriale vedr. USA: UBS Warburg, *Historical Perspective*, March 2003.

4) Kilde: Datamateriale vedr. Danmark: Parum & Nielsen 1998, *Handelshøjskolen i København, ajourført med eget datamateriale fra 1999-2003.*

Konklusion: Rouletten kører *ikke* forfra hvert år. Populært sagt: Markedet har hukommelse.

At det er sådan, er også helt naturligt, da aktiemarkedet kan minde om en såkaldt nul-kupon-obligation, hvor man ikke får løbende rente, men først får "renten" via en aftalt højere pris på indløsningsdatoen. På aktiemarkedet får man også kun en meget lille del af overskuddet løbende (via udbytte), men den største del af resultatet lægges til egenkapitalen, som selv i perioder, hvor der *ikke* er vækst, stadigt stiger.

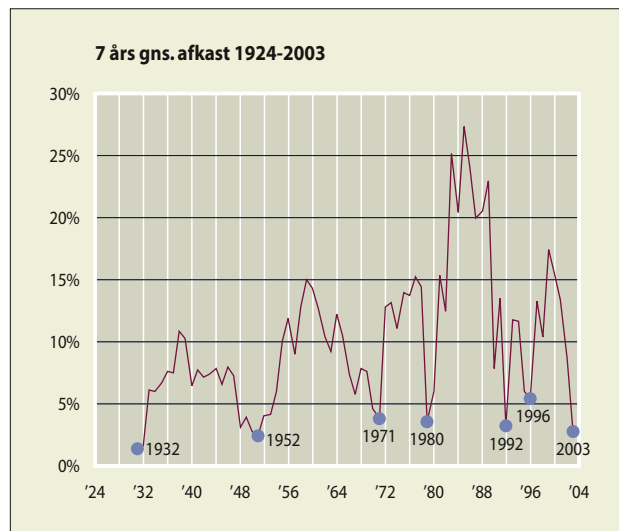
Da den samlede egenkapital i virksomhederne stiger næsten hvert eneste år, vil gabet mellem den stigende egenkapital og det forhold, at aktiekurserne kan være faldet i 1,2,3 eller 4 år selvsagt øge sandsynligheden for, at aktier stiger, da gabet mellem den stigende egenkapital og den faldende kurs ellers vil fortsætte med at øges.

De syv fede og de syv magre år - holder den endnu ?

Men statistikken med at måle, om der har været under-skud i et eller flere kalenderår efter hinanden, er jo meget simpel. Vi har yderligere undersøgt aktieafkastet i Danmark over 8 cyklusser, spændende fra 3-års til 40-årsperioder.⁵⁾

På grafen til højre er vist løbende 7-års pro anno afkast på danske aktier fra 1925-2003. 7 gange i denne periode har det rullende pro anno-afkast for 7 års-perioder været 5% eller derunder.

Det drejer sig om årene 1932, 1952, 1971, 1980, 1992, 1996 og 2003. Som det fremgår af grafen, så er det gennemsnitlige aktieafkast i årene efter disse år altid steget. Vi har testet, hvad afkastet blev, hvis man hver gang investerede i aktier i en 3-årsperiode efter en sådan "7 års-bund".



3 års aktieafkast i Danmark

- målt umiddelbart efter 7 års lavafkastperioder

År, hvor gns. 7 års aktieafkast er < 5%	3 års investeringsperiode	Afkast i perioden
1932	1933-35	69%
1952	1953-55	54%
1971	1972-74	76%
1980	1981-83	287% ⁶⁾
1992	1993-95	47%
1996	1997-99	61%
2002	2003-05	? %
Gns. stigning (korr. for note 6)		82%

6) 3-årsreglen for skattefri aktiekursgevinster blev indført i 1983 og vurderes at have givet ca. 100% ekstraordinært. Ophævet igen for private i 1993.

Afkast mere end double-up !

Et 3-års afkast på aktier på i gennemsnit 82%, hvis man har investeret i umiddelbar forlængelse af disse meget negative 7-årsperioder er markant mere end 3-årsafkastet for hele perioden, der ligger på 29,5%.

Tilbage til gennemsnittet

Det er ikke overraskende, at det er sådan. En af de få alment gyldige økonomiske tommelfingerregler hedder på godt dansk: "reversion-to-mean" eller "tilbage til gennemsnittet." Det er det statistiske fænomen, der betyder, at jo længere en observation ligger fra sit eget gennemsnit, jo større er sandsynligheden for, at den næste observation bliver tættere på gennemsnittet.

Vurderes aktiemarkedet ud fra en "reversion to mean"-synsvinkel kombineret med statistikken er det helt overvejende sandsynligt, at aktiemarkedet vil stige mere end normalt de kommende 2-5 år.

Uden statistik har jeg kun et synspunkt.

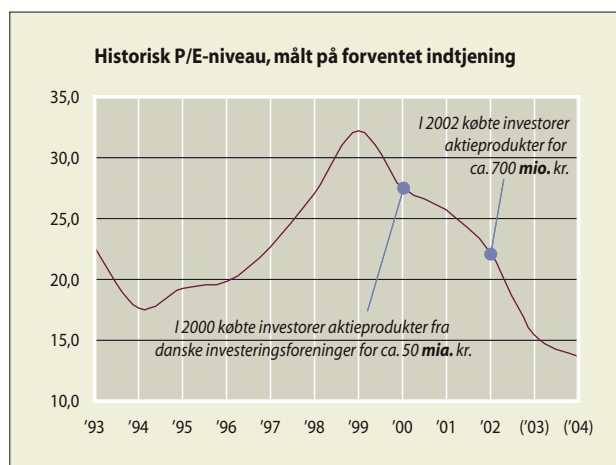
Med statistik kan jeg udtale mig med sandsynlighed.

5) Hele undersøgelsen kan ses på hjemmesiden www.formuepleje.dk under titlen "De syv magre og de syv fede år ?"

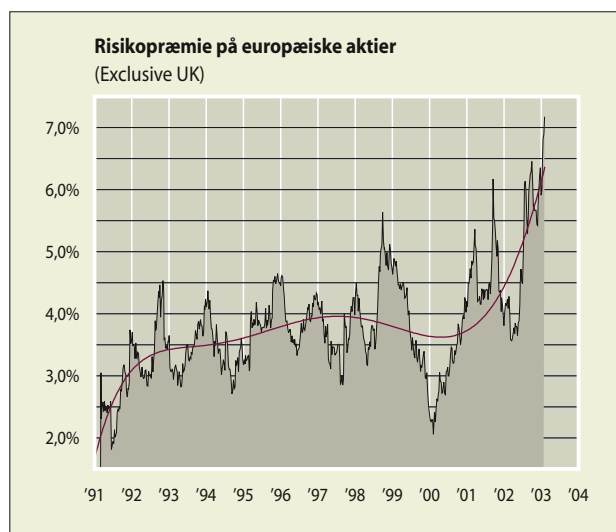


I år 2000 var mange villige til at købe aktier, selvom mange enkeltaktier var dyre. Man betalte gerne 50-100 gange årets overskud (P/E). I dag er ingen villige til at købe aktier, selvom de handles til en P/E på 10-15.

En væsentlig forklaring er naturligvis, at mange forventer, at de fundamentale forhold, såsom virksomhedernes indtjening og den økonomiske vækst, fremover bliver ringere. Dette giver i sig selv en meget lav appetit på at købe aktier.



I dag opfatter mange investorer aktiemarkedene som meget usikre, og man vil være »næsten sikker« på et meget højt afkast for overhovedet at overveje at investere i aktier. Med andre ord: Den risikopræmie, som investorerne forlanger for at investere i aktier, er i dag meget høj. Som det ses af nedenstående figur var risikopræmien tilsvarende lav i år 2000.



Man bør dog stille sig selv det spørgsmål, om det er fornuftigt og rationelt *ikke* at købe aktier, når priserne forholdsmæssigt er blevet meget billigere, og aktier samtidig kan give en god spredningsgevinst sammen med obligationer i en portefølje.

En forklaring på, at kun få vil købe aktier, kan være, at tabene i 2000-2002 skræmmer. Betragtes en portefølje af både aktier og obligationer, er resultatet knapt så deprimerende. Appetitten på nye aktiekøb kan derfor afhænge meget af, hvad man vælger at betragte.

En krone er en krone

At menneskers foretrukne valg i stor udstrækning afhænger af i hvilken sammenhæng valget skal træffes, er bl.a. undersøgt af økonomen Amos Tversky. I en undersøgelse stillede Tversky følgende spørgsmål:

Forestil dig, at du har købt en teaterbillet til 200 kr. Bedst som du skal til at vise billetten ved indgangen opdager du, at du har tabt billetten.

Er du villig til at betale 200 kr. for en ny billet?

Resultatet af undersøgelsen var, at kun 46% ville købe en ny billet.

Det næste spørgsmål omhandlede den samme situation:

Forestil dig, at du har besluttet at se en teaterforestilling, hvor en billet koster 200 kr. Da du ankommer til teatret og skal til at købe billetten opdager du, at du på vejen har tabt den 200 kr.-seddel, du skulle betale med.

Er du villig til at betale 200 kr. for en billet?

Resultatet var, at 88% ville betale for en billet.

Folk er således mere villige til at købe en billet, når de har tabt deres penge, end når de har tabt billetten? Hvorfor? Beslutningen om teaterbesøget er jo truffet, så billetten og pengene repræsenterer netop den samme værdi.

De mentale konti

Er svarene i undersøgelsen et udtryk for, at vi altid opfører os rationelt og "fornuftigt"? Næppe!

Ifølge Amos Tversky er forklaringen nærmere: *Mental bogføring* - dvs. at vi mennesker fører en form for mentalt regnskab, hvor forskellige indtægter og udgifter bogføres i vores hjerne alt efter formål.

Når vi, som i ovenstående eksempel, køber en teaterbillet, åbner vi samtidig en »teaterkonto« inde i hovedet. Såfremt billetten til 200 kr. tabes, står der allerede -200 kr. på vores teaterkonto. En beslutning om at købe en ny billet betyder derfor, at teaterkontoen ryger ned på -400 kr. Valget er mellem, at »lukke« kontoen med et tab på 200 kr. eller at se teaterstykket, hvilket i alt koster 400 kr.

I det andet tilfælde, hvor vi taber 200 kr.-sedlen, kan vi bogføre de 200 kr. mange andre steder, f. eks. på tøj-kontoen, julegave-kontoen eller fødselsdagsgavekontoen til moster Erna. Selvom vi altså køber en teaterbillet, har vi en tendens til at opfatte, at der efter købet fortsat står -200 kr. på teaterkontoen.

Hvad står der på »Vestas-kontoen«?

Hvordan forholder det sig med vores investeringer? Bogføres et evt. kurstab på en Vestas-aktie på »Vestas-kontoen« eller i regnskabet for vores samlede portefølje med aktier, obligationer o.a.? Det viser sig her, at mange har en tendens til at vurdere beslutninger ud fra den forventede gevinst eller tab for enkeltinvesteringerne, i stedet for resultatet for den samlede portefølje.

I visse tilfælde kan det føre til valg som sammenlagt ikke er optimale.

Test dig selv - hvad vælger du?

Du skal nu foretage et valg inden for følgende to beslutninger, 1 og 2. Læs spørgsmålene igennem og svar enten A eller B til beslutning 1 og enten C eller D til beslutning 2.

Beslutning 1:

Vælg mellem:

- A) en sikker gevinst på 240 kr.
- B) 25% chance for at vinde 1.000 kr

Beslutning 2:

Vælg mellem:

- C) et sikkert tab på 750 kr.
- D) 75% chance for at tabe 1.000 kr.

Dine svar: Beslutning 1: ____ . Beslutning 2: ____ .

Spørgsmålene i ovenstående boks er ligeledes anvendt i en større undersøgelse. Resultatet i undersøgelsen var, at i Beslutning 1 svarede 84% A. For Beslutning 2 svarede 87% D.

Ved udsigten til gevinst er flertallet (84%) således *ikke* villig til at påtage sig usikkerhed, selvom den *forventede gevinst* i det usikre udfald er større end den sikre gevinst på 240 kr. Ved udsigten til tab derimod påtager flertallet (87%) sig gerne usikkerhed. Man tillægger de 25% chance for at undgå tab stor værdi. *Konklusionen er, at flertallet vælger den sikre gevinst og det usikre tab.*

Mange beslutninger på én gang.

Ses beslutningerne i sammenhæng vil kombinationen af den sikre gevinst og det usikre tab dog give et ringere resultat end der kunne være opnået. Kombineres svarprocenterne fåes følgende:

A og D vælges af ca. 73% ($84% \cdot 87%$).

B og C vælges af ca. 2% ($16% \cdot 13%$).

Dvs. kun ca. 2% vælger den usikre gevinst (B) og det sikre tab (C), selvom det giver det bedste forventede resultat.

En parallel til de seneste års aktiemarkeder

Vores forventninger til det fremtidige afkast på finansielle aktiver baserer sig ofte på fortiden. Dette kan være endnu en forklaring på, hvorfor kun få ønsker at købe aktier i dag. For 3 år siden havde folk nemlig *erfaringen*, at et aktiekøb var forbundet med en sikker gevinst. I dag har folk *erfaringen*, at aktiekøb er forbundet med et *sikkert tab*.

I år 2000 valgte mange derfor den sikre gevinst. De var villige til at købe mange aktier. Ud fra samme logik vælger mange i dag at undgå et sikkert tab. Som i ovenstående undersøgelse vil vi jo *helst have den sikre gevinst og det usikre tab*.

Træffer markedsdeltagerne de rigtige valg?

Kan det tænkes, at *noget af forklaringen* på hvorfor ingen vil købe aktier skal findes i den menneskelige psyke og i vores manglende evne til altid at træffe det mest rationelle og fornuftige valg?

Mit bedste bud er: Ja - det lyder da som en rationel forklaring.



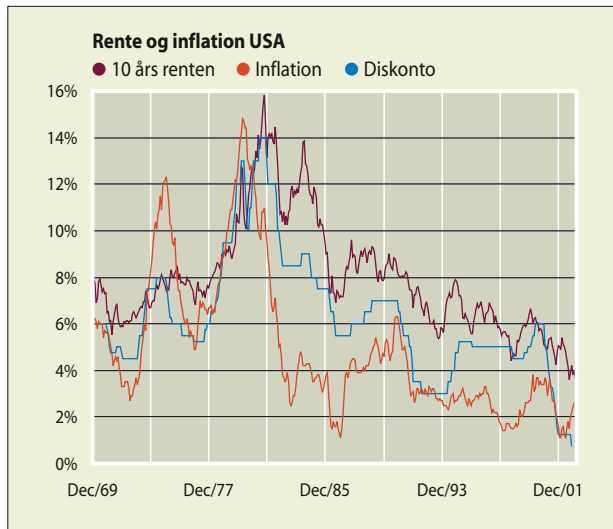
20 års rentefald

Efter de senere års op- og nedture på finansmarkederne, er det mange investorers ønske, at kunne rejse tilbage i fortiden og ændre deres beslutninger for så igen at vende tilbage til nutiden. Akkurat som i filmene ”Tilbage til fremtiden”. Desværre lader det sig ikke gøre, men vi kan til gengæld få nyttig viden om fremtiden ved at se på fortidens puslespil.



Paul Volcker, USA's Centralbankdirektør i perioden 1979-87

I oktober 1979 tiltrådte Paul Volcker som ny nationalbankdirektør i USA. Han fik om nogen stor betydning for hele det finansielle system. I løbet af få uger hævede han udlånsrenten markant med det ene formål at få bugt med den meget høje inflation, som var et resultat af oliekriserne i 1970'erne.

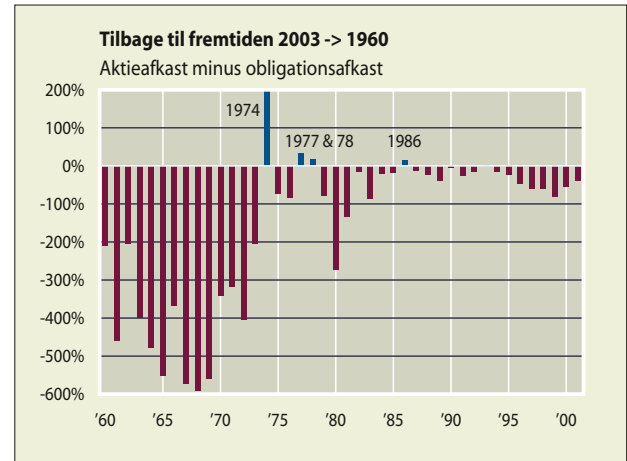


Selvom højrenteperioden var ved at tvinge flere lande i rentedøden, lykkedes operationen til fulde. Over hele verden faldt inflationen nemlig markant i årene 1981-1983. Efterhånden som inflationen blev dæmpet, nedsatte centralbankerne deres høje udlånsrenter. I takt med investorernes tillid til, at den lavere inflation var kommet for at blive, faldt de toneangivende 10-årige obligationsrenter. Faktisk har vi nu haft en 20 års periode med faldende renter.

Grundlovens §1

Indenfor investeringer er der en grundlov som siger, at aktier på længere sigt skal give mere i afkast end obliga-

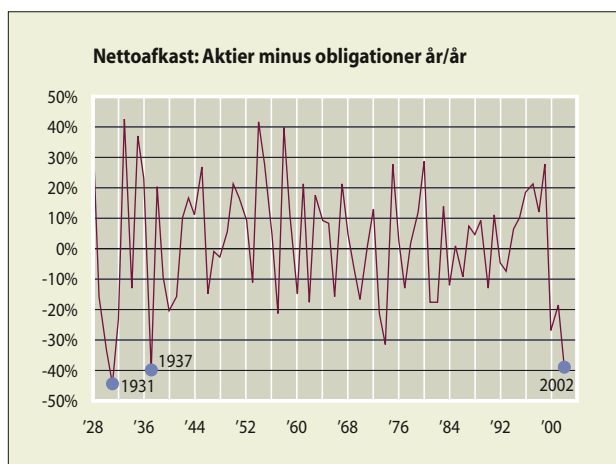
tioner. Investor løber ganske enkelt en større risiko ved erhvervsinvesteringer, hvilket skal kompenseres for i form af et forventet højere afkast. Ellers vil investorernes midler gå andre steder hen, og kapitalkilderne på børsen vil stille og roligt tørre ud. Ikke desto mindre har de senere års glidende aktiekraak, kombineret med en 20 årig rentefaldsperiode, vendt godt og grundigt op og ned på finansmarkedets naturlov.



Hvis vi går tilbage i tiden og måler ud fra dagens kursniveauer, hvornår har det så kunnet betale sig at investere i aktier fremfor obligationer? Ovennævnte graf illustrerer dette ganske tydeligt - kun 4 gange indenfor de seneste 42 år !! Sidste gang var i 1986. Hvis en investor dengang kun købte aktier og åbner skuffen her i 2003, har aktier givet et akkumuleret afkast på 263% mens obligationer har givet et afkast på 249% - en forskel på kun 14% point i aktiers favør. Resultatet er slående. Her skal især huskes på, at aktier normalt svinger mellem 4-5 gange så meget som obligationer. Med andre ord, har aktieinvestoren ikke fået betaling for sin risikovillighed. Før 1986 skal vi helt tilbage til oliekriserne i 1970'erne, hvor der var 3 gode købstidspunkter.

Hvad er sandheden?

Det, at obligationer har givet et rigtigt godt afkast over de seneste 20 år, skyldes som tidligere omtalt et kraftigt inflationsfald. Aktier har dog også i perioder givet et godt afkast - blot mere svingende end obligationer. Nu er det jo ikke sikkert, at eksemplet fra før, hvor investoren købte aktier i 1986 og beholdt dem indtil 2003 holder vand. Aktierne kunne jo sælges i mellemtiden, eller der kunne indgå en blanding af aktier og obligationer.



Grafen viser de årlige afkastforskelle mellem aktier og obligationer. Afkastforskellen i 2002 er faktisk på niveau med 1930'erne, hvor depression og anden verdenskrig gjorde aktiemarkedene usikre. Ses der nærmere på afkastmønstret fås følgende sammenligning:

Periode 1928-2002	Aktier	Obligationer
Gennemsnitligt årligt afkast	7,3%	5,4%
Højeste årlige afkast	45%	32%
Laveste årlige afkast	-47%	-8%

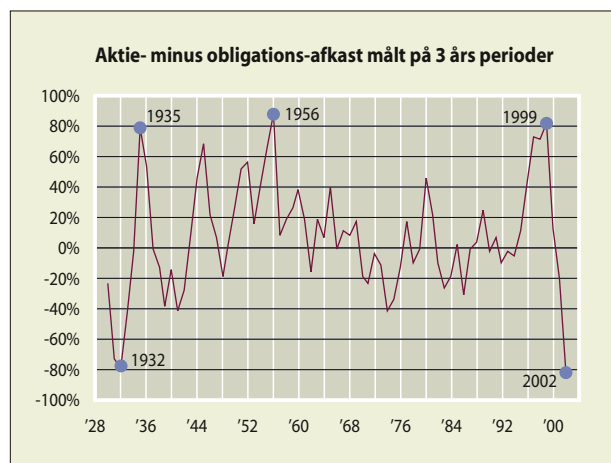
Det bedste aktieår var 1954, hvor aktier steg 45%. Verdenskrigen var overstået, og den økonomiske vækst var tårnhøj. Obligationer fik derimod det højeste afkast i 1982, hvor kraftigt inflationsfald - takket være Paul Volcker - fik renten til for alvor at falde. Ses der på de dårligste afkast, er forskellen mellem aktier og obligationer endnu større.

Tilbage til gennemsnittet

Det kan være svært - også af skattemæssige årsager, at foretage hyppige skift mellem aktier og obligationer. Den danske aktieavancebeskatningslov går meget på 3-årsreglen:

Skat af aktier	Selskab	Personligt
Over 3 år	Skattefri	Aktieindkomst
Under 3 år	Skattepligtig	Kapitalindkomst

For både selskaber og private er der en skatterabat i at vente med at realisere aktiegevinster til efter 3 års ejertid. Selskaber slipper endog helt for at betale skat af gevinster, hvis aktierne beholdes i mere end 3 år. Derfor er det både interessant og relevant at se nærmere på muligheden for 3 års investeringer.



Grafen måler afkastforskellen mellem aktier og obligationer på 3 års perioder. Ses der nærmere på grafen er der især 5 årstal, som skiller sig ud:

- 1932** Aktier bunder ud efter depressionen, og i de følgende år får aktier en renæssance.
- 1935** Aktier stiger markant frem til midten af 1930'erne. Krigen sætter en brat stopper for optimismen og obligationer kommer på mode igen.
- 1956** Verdensøkonomien oplever et sandt boom. I de tre år der går forud for 1956, giver aktier et merafkast i forhold til obligationer på 90%.
- 1999** Teknologiboblen giver aktier et stort afkastforspring i forhold til obligationer.
- 2003** Siden 1999 er der igen gået 3 år, og nu har obligationer givet et merafkast på 82% set i forhold til aktier.

Her i 2003 har aktier et stort afkastmæssigt underskud set i forhold til obligationer. Vi skal helt tilbage til depressionen i 1930'erne for at finde en tilsvarende udvikling målt over 3-års perioder. Over de næste 3 år forventes aktier derfor at give et større afkast end obligationer.



Ophørsudsalg - Eller bare en dårlig start på et godt år?

Sortsynet hang som en dyne over de globale aktiemarkeder, og mens vi ventede på en mulig løsning af konflikten i Irak, fortsatte aktiemarkederne hvor de slap i 2002 - nemlig med solide kursfald.



Inden det gik løs i Irak var nyhedsstrømmen ensidigt negativ. Mange frygter nu, at den negative dagsordenen fra før Irak-krigen, snart kommer øverst på opslagstavlen igen.

Usikkerheden om vedvarende terrortrusler og mulige nye krigsskuepladser, må vi desværre lære at leve med.

M.h.t. verdens finansielle tilstand er antallet af sorte seere fortsat stort. De negative argumenter er mange, bl.a. at:

- Vækstudsigterne er ringe
- Der er mulige ejendomsbobler i USA og Europa
- Gældsætningen blandt virksomheder og husholdninger er historisk høj.
- Underskuddet på den amerikanske betalingsbalance vokser vildt, så væksten de kommende år i USA kan blive lavere end forventet.
- Virksomhedernes regnskaber er heller ikke for gode - hvis vi overhovedet kan stole på dem.

Selv Oraklet fra Omaha, Warren Buffett, synes ikke, at aktiemarkedet generelt ser interessant ud lige nu.

Ledende professorer ved de højere læreanstalter i Danmark er også fortalere for, at aktier stadig er for dyre, fordi eksempelvis P/E-niveauerne *) på markederne stadig ligger over det langsigtede historiske gennemsnit på ca. 15.



Warren Buffett
Direktør i Berkshire Hathaway

Har vi glemt noget?

Renterne er de laveste i ca. 50 år, og inflationen befinder sig på et minimum. Med det nuværende renteniveau kan man ligeså vel påstå, at en fair teoretisk P/E-værdi er 25,8. Vi vil nøjes med at konstatere, at aktier ser billige ud, målt ud fra det nuværende P/E niveau omkring 15.

Et er teori - noget andet er praksis

Teoretiske vurderinger af aktiemarkedet er altid vanskelige og det er klart, at det ekstremt lave renteniveau får aktier til at fremstå meget billige. Derfor skal der tages en mængde forbehold. For der er som bekendt stadig mange problemer - og muligheder.

Vi ser bl.a. to klare købsmuligheder:

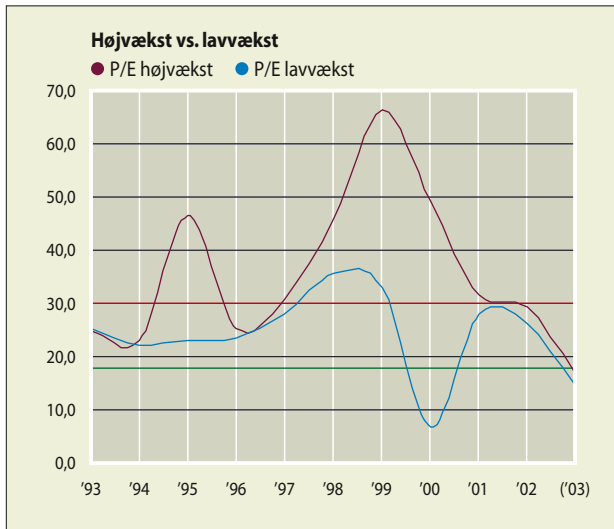
- Billige højvækstaktier, dvs. selskaber hvis omsætning vokser mere end gennemsnittet.
- Aktier, hvor indtjeningen er vokset og vokset og kursen er faldet og faldet...

Billige vækstaktier

Aktier prisfastsættes ud fra forventningerne til fremtiden og i »normale« perioder vil højvækstaktier være dyrere prisfastsat i forhold til lavvækstaktier.

*) P/E er aktiekursen i.f.t. næste års forventede indtjening pr. aktie.

Som det ses af figuren herunder er det ikke længere tilfældet, idet P/E-niveauet for højvækstaktier og for lavvækstaktier stort set er det samme.



Markedsdeltagerne er p.t. ikke villige til at betale for den fremtidige vækst – med andre ord: vækst er på tilbud og vi kan købe den særdeles billigt i markedet nu.



Et eksempel kunne være finske Nokia og den tyske kemikoncern BASF. Nokia og BASF kan begge købes til en P/E på ca. 14. De seneste

10 år er indtjeningen for selskaber indenfor kommunikationsudstyr vokset med 20% p.a. Indenfor kemi har indtjeningsvæksten været ca. 3%.

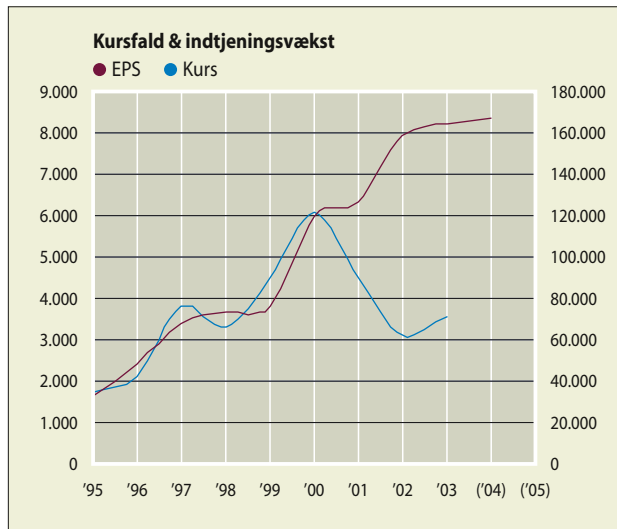
Vi mener det er rimeligt at antage, at der også fremover vil være en vækstforskel.



Når der før eller siden kommer gang i virksomhedernes investeringslyst vil vækstselskaberne derfor nyde godt af dette og blive prisfestsat højere end lavvækstselskaberne.

Billige kvalitetsaktier

Den anden type aktier, vi vurderer er oplagte købskandidater, er selskaber, hvis indtjening stille og roligt vokser og vokser, mens aktiekursen ligger underdrejet. A.P Møller-selskaberne kan være et godt eksempel.



Indtjeningen i D/S Svendborg er vokset støt og roligt gennem de seneste mange år. Fortsættes denne tendens vil aktiemarkedet før eller siden belønne aktionærerne. D/S



Svendborg B aktien indgår som største enkeltaktie i Formueplejeselskaberne.

Vores Strategi = Køb bombet kvalitet

Strategien gennem årets første 3 måneder har således været at købe aktier, som efter vores vurdering *uberettiget* er prisfestsat med forventninger om 0-vækst eller negativ vækst de kommende år.

Porteføljerne er derfor blevet drejet over mod mere vækstprægede selskaber inden for bl.a. finanssektoren og teknologi. Denne drejning forventer vi at fortsætte den kommende tid, fordi vi vurderer, at der stadig er interessante købskandidater. Selskaber som besidder evnen til at generere store pengestrømme fra driften, er i stand til at tage markedsandele, og som samtidig har en attraktiv valuering, står øverst på vores indkøbsliste.



Budgetunderskud og renten

Ofte har holdningen været, at underskud på et lands statsbudget ingen betydning har for de lange obligationsrenter. Derimod er alle enige om, at inflationens niveau og inflationens retning har stor betydning. En høj inflation er lig med høj rente. Det er også hvad historien fortæller os - bare tænk på 1970'erne og inflationens hærgen. Men har et lands finansielle disciplin også en effekt?

Den uafhængige

Hvis vi læner os op af, nok den mest respekterede centralbankdirektør i verden nogensinde, Alan Greenspan fra USA, leverede han i februar et præcist svar på et lands underskud og effekten på renten. I februar mødtes han med senatets bankkomité, hvor han blandt andet blev spurgt om præsidentens udspil om massive skattnedsættelser. Meldingen fra Alan Greenspan var ganske klar. Han er ikke i tvivl om, at et stigende underskud vil have en negativ effekt på de lange renter. Præsident



Alan Greenspan
USA's centralbankdirektør

George Bush er dog stålsat på at få gennemført skatteminimeringer for at give økonomien en opblomstring og samtidig sikre hans genvalg. Dog skal man huske, at en centralbankdirektør altid er forsigtig med at støtte et underskud. Alene af den årsag, kan man ikke fortænke Alan Greenspan i udtalelsen.

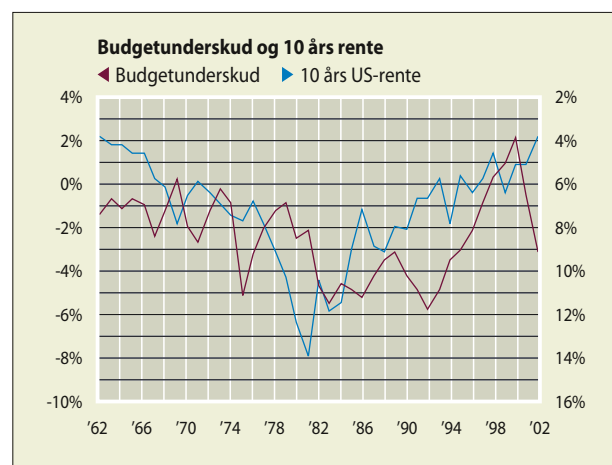
Tænkertanken

Den politisk uafhængige tænketank - The Brookings Institution - har netop undersøgt sammenhængen mellem finansiell disciplin og renten. Baseret på adskillige undersøgelser kommer tænketanken frem til, at en længere og mere vedvarende reduktion i statens budget på 1% af landets bruttonationalprodukt, medfører en stigning på mellem 0,5 - 1% point i den lange rente.

Grundlæggende kan renteeffekten forklares med, at et lavere fremtidigt overskud vil medføre en lavere statslig opsparing. Som en konsekvens vil samfundets samlede opsparingspulje til investeringer blive mindre end ellers. Det får så igen betydning for virksomheder, som konkurrerer om den mindre investeringspulje. Resultatet er, at renten stiger. En mere simpel, men ligeså gyldig forklaring er, at hvis statens underskud vokser og der derfor udstedes flere obligationer, vil investorerne på et tidspunkt kræve en højere rente for at beholde deres obligationsinvesteringer.

I USA er der sket meget i de seneste par år. Fra at have haft et stort overskud er der nu udsigt til et stort underskud på statsbudgettet - faktisk større end det man i det europæiske Eurosamarbejde har vedtaget som grænse.

Det ses tydeligt, at budgetforringelsen fra 1960'erne frem til midten af firserne trækker renten op. Omvendt har budgetforbedringen i 1990'erne givet en lavere 10-årig rente.



Skattens påvirkning

Samfundsøkonomisk er der forskel på, om staten øger sine udgifter til eksempelvis hospitaler og understøttelse eller nedsætter skattebetalingen. Flere undersøgelser indenfor de senere år har påvist en sammenhæng mellem en mere lempelig skattepolitik og den 10-årige toneangivende obligationsrente. Nedenstående undersøgelser tager udgangspunkt i, at statens underskud stiger med 1% i forhold til bruttonationalproduktet:

- 1999** Kilde: Amerikansk centralbank
Rente stiger med 0,5% i løbet af et år.
- 1998** Kilde: Den Internationale valutafond
Rente stiger med 0,3% i løbet af et år.
- 1998** Kilde: Økonomiske rådgivere
Rente stiger med 1% i løbet af et år.

Konklusionen er klar: Der er en sammenhæng mellem underskud og rentens retning. I løbet af 1 år er USA gået fra et overskud på statens finanser til et underskud på over 3%. Hvis dette underskud fastholdes - bl.a. pga. store skattepakker i de kommende år, burde effekten være en stigning i de 10-årige renter på over 1%-point. Den lange rentefaldsperiode siden 1980 kan derfor ikke forventes at fortsætte.



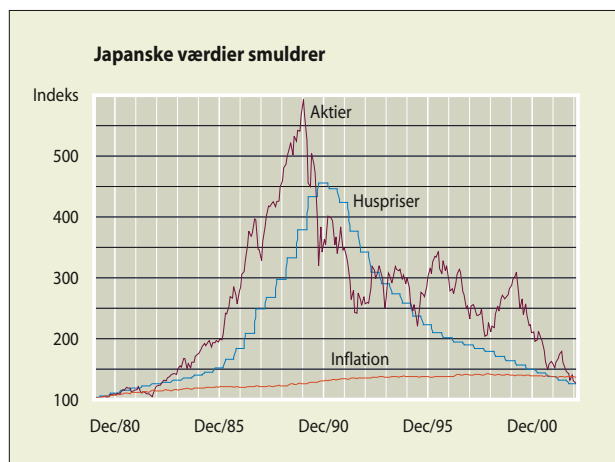
I østen stiger solen op

Japans nationalflag hedder »hinomaru« og betyder ”den opgående sols flag”. Solen står som bekendt op i øst og derfor passer det meget godt på Japan. Til gengæld kan det optimistiske tankesæt ikke overføres på den japanske økonomi, som siden blomstringsperioden i 1980'erne har levet en hensygnende tilværelse takket være manglende reformer, et fastlåst politisk system og uhensigtsmæssig brug af satsmidler.



Storhed og fald

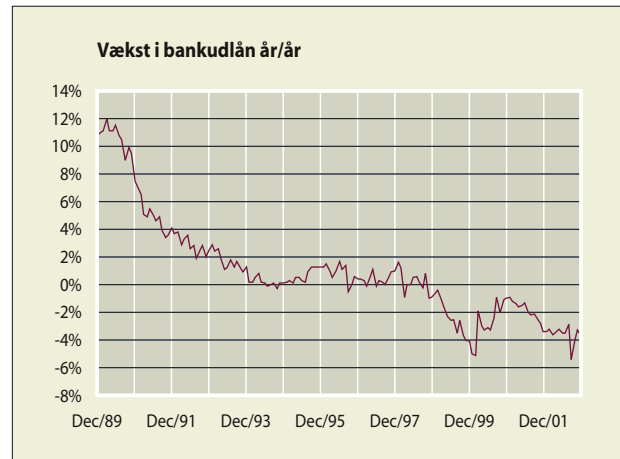
Den japanske økonomi oplevede et sandt festfyrværkeri i 1980'erne. Eksporten gik voldsomt frem og Japan blev udråbt til den suveræne vinder indenfor teknologi og økonomi. Samtidig fastholdt den japanske centralbank en lavrentepolitik, og konsekvensen blev rigelig likviditet til urentable investeringer.



Fra 1980 til 1990 steg aktier i snit 19% om året, mens jordpriserne steg 14%. Japan skabte på den måde en investeringsmæssig boble, og siden 1990 har japanerne betalt dyrt for at komme ud af suppedasen:

- Arbejdsløsheden er den højeste siden anden verdenskrig.
- Lønindkomsten falder - i øjeblikket med 5% p.a.
- Privatforbruget falder - p.t. med 1½% p.a.
- Priserne falder.
- Statens underskud øges.

Det er en ond spiral, og bankerne sidder tilbage med enorme lån, som aldrig kan betales tilbage. Derfor prøver de at nedbringe deres udlån så meget som reserverne tillader.



Selvom bankerne siden 1995 årligt har nedbragt deres udlån, døjer sektoren stadigvæk med alvorlige problemer.

Politisk ønske

For at få gang i økonomien har regeringen i de seneste 8 år gennemført store hjælpepakker. Det har dog ikke haft nogen nævneværdig effekt. Premierminister Kozumi har derfor udnævnt *deflationen* som den største trussel mod japansk økonomi. Regeringens medlemmer og især finansminister Shiokawa er stærk fortalere for en svagere JPY og gerne en inflationsmålsætning for at bryde den negative spiral. Den japanske centralbank har dog ikke været særlig samarbejdsvillig med at indføre en inflationsmålsætning. Men måske er noget ved at ændre sig. Den gamle centralbankdirektør Hayami er netop gået på pension, og premierminister Kozumi har derfor udnævnt en ny. Valget faldt på Toshihiko Fukui som har en årelang baggrund i centralbanken.

Konsekvens: JPY svækkes

Selvom Fukui endnu ikke officielt støtter en inflationsmålsætning, har den japanske regering ganske få kort tilbage. Det er næsten umuligt at opnå inflation, medmindre centralbanken for alvor sætter gang i seddelpressen. Derfor er der større sandsynlighed for, at JPY svækkes fremfor at styrkes, og med disse udsigter fastholdes JPY-lånene i Formueplejeselskaberne.



Toshihiko Fukui
Japans centralbank-
direktør



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

Alle Formueplejeselskaber slår finansmarkedet på både kort og lang sigt.

Erik Møller, direktør

Bedre afkast via Formueplejeselskaber

En ligelig investering i de fem Formueplejeselskaber har siden primo 2002 givet et positivt afkast på 3,7%. Bedste selskab er det rene obligationsbaserede selskab Plan-Pareto A/S med et positivt afkast på 24%, mens Plan-Penta A/S ligger i den anden ende med et negativt afkast på 13%. Gns. på 3,7% kan holdes op mod aktiemarkedets udvikling i samme periode, hvor verdensindekset for aktier, omregnet til DKK, er faldet med 35%. For alle Formueplejeselskaber er der derfor tale om en ganske betragtelig outperformance. Selv de aktiebaserede selskaber har givet et markant bedre resultat end aktiemarkedet generelt. Årsagen er dels en positiv rentearbitrage, men samtidig en undervægtning af aktier og fravalg af teknologiaktier, som gennem 2002 blev reduceret med 50% i værdi.

Medvind på fremmedfinansiering

Selskabernes rentearbitrage har gennem årets første kvartal været positiv. På obligationsbeholdningen har fokus været på lav risiko pga. udsigten til stigende renter, når Irak-krigen er ovre. På lånesiden har de effektive lånerenter været indtægtsgivende pga. en styrket DKK:

Valutabevægelser overfor DKK

	1. kvrt 2003	2002-03
CHF	-1,5%	0,2%
JPY	-2,9%	-8,9%
USD	-1,2%	-16,3%
GBP	-3,6%	-9,5%

Fra primo 2002 til dato har alle lånevalutaer på nær CHF været indtægtsgivende. Schweiz er fortsat påvirket af især Irak-krigen, og der kan forventes et lavere niveau, når støvet lægger sig på den internationale scene.

Horisontafkast overgår finansmarkedet

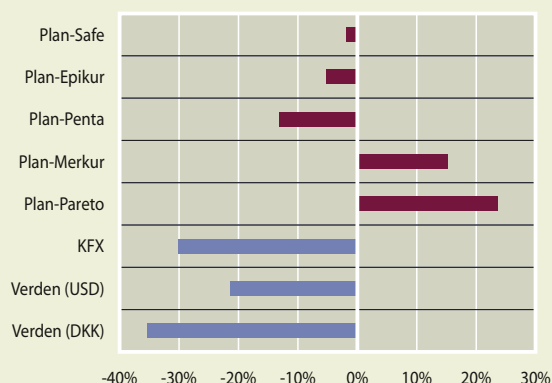
Ses der på selskabernes langsigtede afkast i forhold til øvrige alternativer, har alle selskaber formået at give et markant bedre afkast end det øvrige aktiemarked. Dette gælder uanset om der måles på 1, 4 eller 8 år.

Budgetforventninger

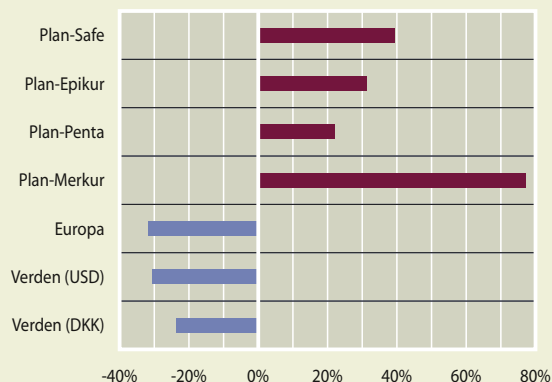
Pro anno afkast

Aktier:	12,0%
Obligationer:	4,5%
Valuta - lånerenter:	0,9%
Valuta - kursbevægelser:	-1,0%

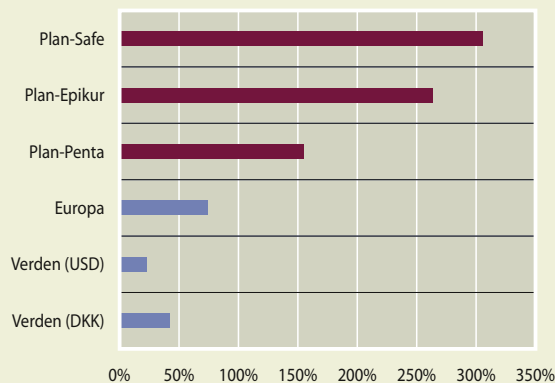
Afkast 2002-2003



Afkast januar 1999 til marts 2003



Afkast januar 1995 til marts 2003





Plus på rentearbitragen

Plan-Pareto A/S steg 4,1% i årets første kvartal, mens det danske obligationsindeks steg 0,7%. Den toneangivende 10-årige statsobligation har i 2003 udvist meget store udsving. I februar og marts faldt renterne pga. usikkerhed omkring Irak og investorfugt fra aktier til obligationer. I marts måned er renten steget markant og er tæt på niveauet fra årets start. Selskabet har gennem hele perioden fastholdt en meget lav rentefølsomhed. De forholdsvis store udtrækninger i 7% 2029/32 har dog været medvirkende til at trække obligationsafkastet ned. Til gengæld har der været store gevinster på fremmedfinansieringen, hvor den primære finansieringsvaluta, CHF, er faldet 1,5%, mens JPY er faldet 2,9%.

Renten ned i Schweiz

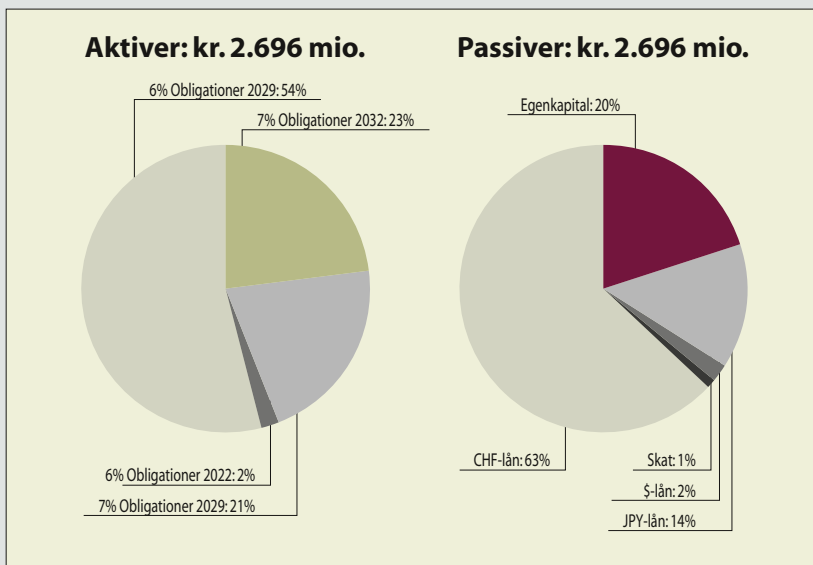
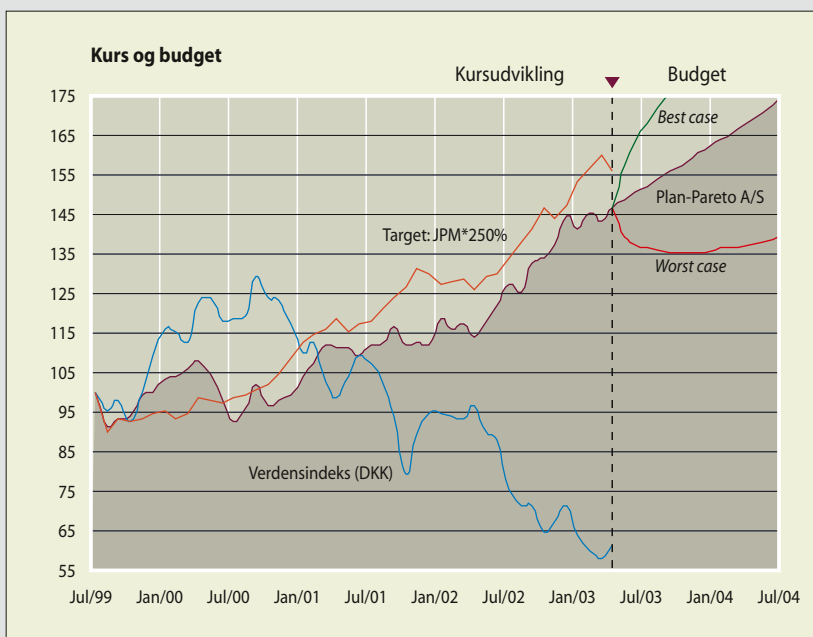
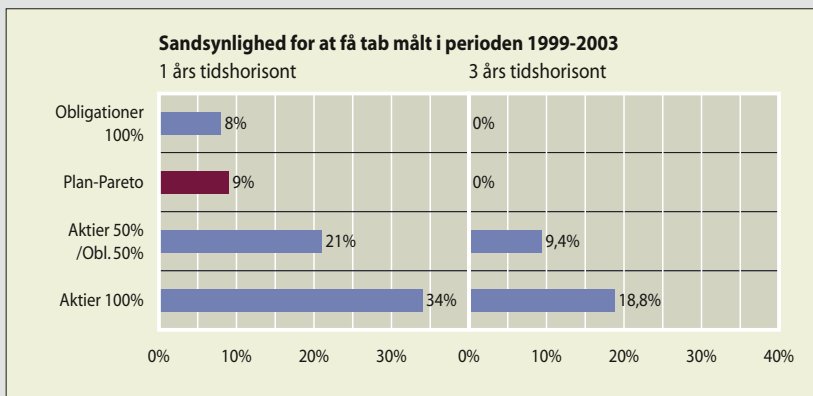
Den schweiziske nationalbank nedsatte renten i marts med 0,5%-point. Nedsættelsen skete dels for at følge den europæiske centralbank (som dog kun nedsatte renten med 0,25%-point), og dels ønsker Schweiz en lavere valutakurs. CHF har nemlig været stærkt påvirket af usikkerheden i Mellemøsten. I sådanne situationer har CHF en historisk tradition for at være en sikker tilflugtsvaluta.

Større aktiekapital

I januar måned blev selskabets aktiekapital udvidet med nominelt kr. 110,5 mio. til i alt kr. 370,5 mio. Midlerne ved kapitalforhøjelsen blev umiddelbart efter investeret i danske obligationer.

Target = afkastmål

Det er den professionelle målsætning at skabe et afkast efter selskabsskat på 250% af J.P. Morgans danske obligationsindeks før skat.





Target: 150% * obligationer + 100% * aktier

Indre værdi: 63

Budget marts 2004: 73

Plus 1,6 procent

I årets første kvartal gik indre værdi i Plan-Safe A/S frem med 1,6%. Rentearbitragen bidrog igen positivt til afkastet.

Udfordringerne på aktiemarkedet var særligt store i februar måned, som var præget af massive kursfald. Samtidig bredte der sig en opgivende stemning blandt markedsdeltagerne. Starten på krigen i Irak fjernede noget af usikkerheden og det gav plads til positive aktiemarkeder i slutningen af kvartalet.

Den kommende tid hører nervøsiteten og store kursudsving dog fortsat til dagens orden på aktiemarkederne.

Lav rentefølsomhed

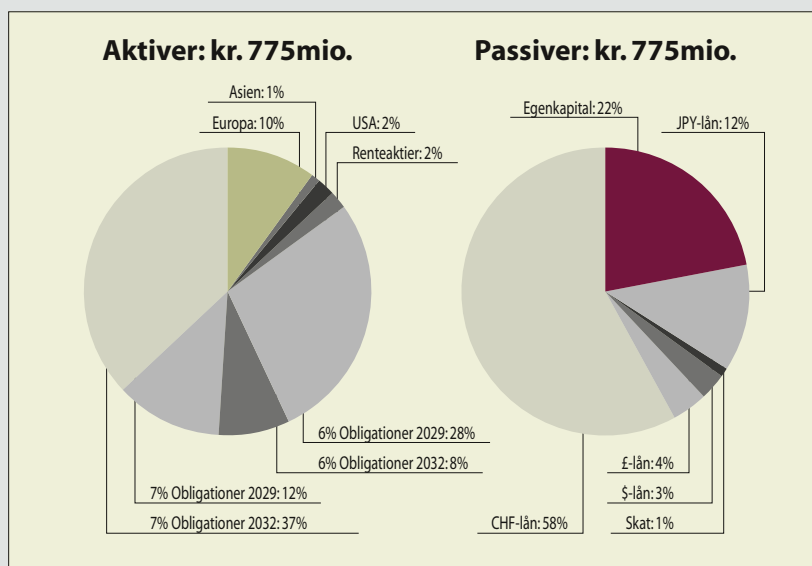
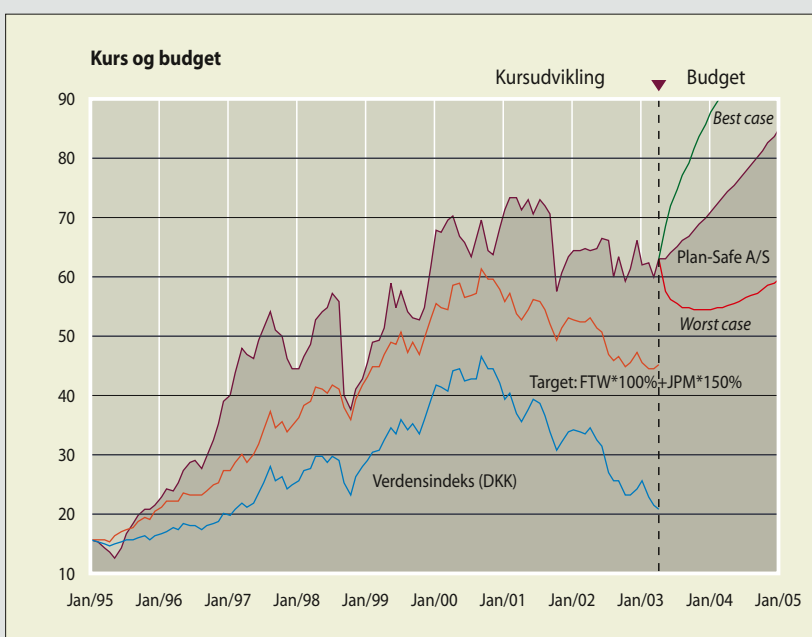
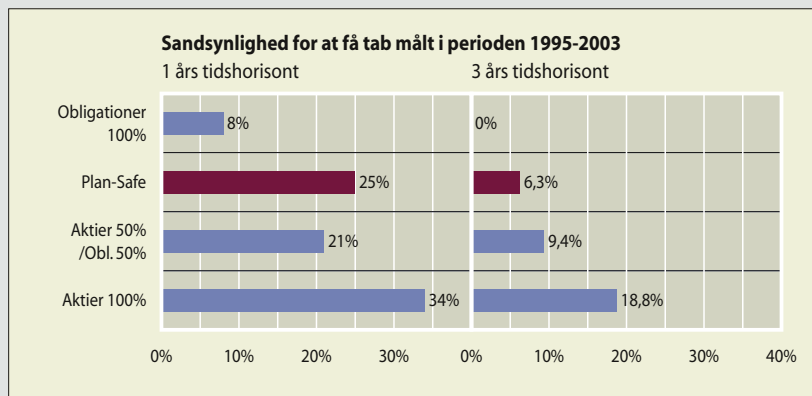
Selskabet har bibeholdt en meget lav rentefølsomhed på sin obligationsbeholdning. Der er primært investeret i kursstabile 7% realkreditobligationer. Ovenpå den store konverteringsaktivitet i februar er andelen af 6%-obligationer dog øget.

Aktier til udsalgspris

Den negative stemning og de trykkelige kurser på børserne, har vi brugt til at supplere op i aktiebeholdningen. Særligt har vi købt aktier som er faldet sammen med markedet på trods af, at selskaberne har aflagt nogle solide regnskaber og ikke har nedjusteret forventningerne til fremtiden.

Target = afkastmål

Det er den professionelle målsætning at skabe et afkast efter selskabsskat på 150% af J.P. Morgans danske obligationsindeks før skat plus 100% af Financial Times aktieindeks for globale aktier før skat.





Et sejt kvartal

Selskabet kom ud af første kvartal med et tab på 1,6%, hvilket var på niveau med det globale aktieindeks.

Særligt modvinden på aktiemarkederne var hård, mens rentearbitragen bidrog til en stabil udvikling. Dertil bød kvartalet på rekordstore udtrækninger i kursstabile 7% -real-kreditobligationer.

Muligheder i nervøst marked

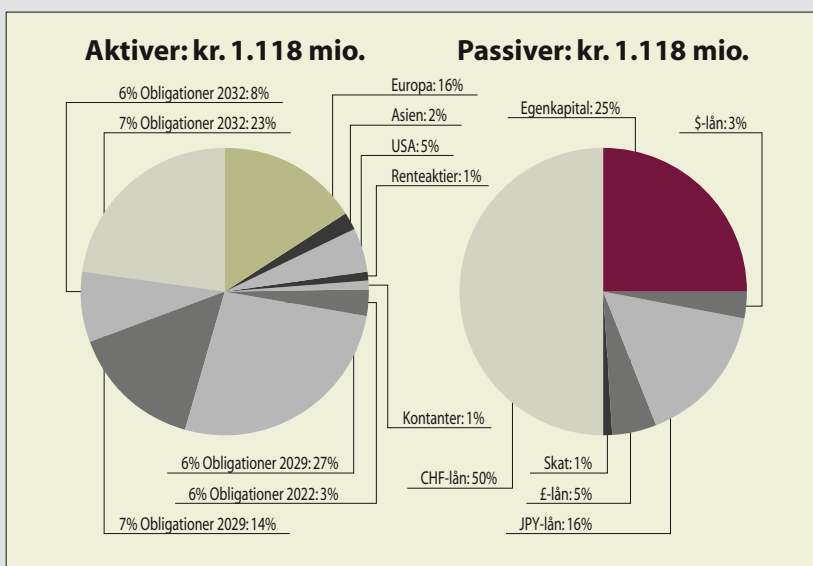
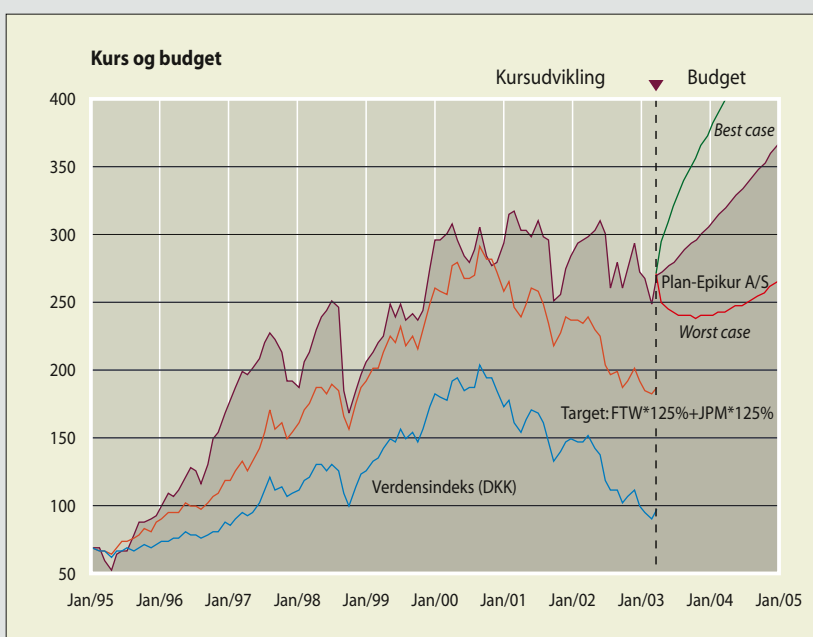
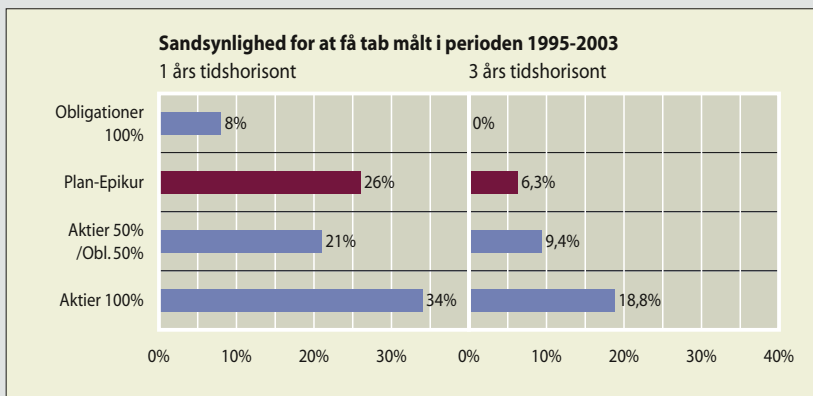
Den store nervøsitet på aktiemarkederne blev primært skabt af frygten for langvarig krig i Irak og yderligere økonomisk afmatning. Vores vurdering er, at vi har set en vending i virksomhedernes indtjening, og at økonomierne fortsat vil vokse - om end moderat.

Derfor benyttede vi de store kursfald til at øge selskabets aktiebeholdning.

Afkastmålsætning:

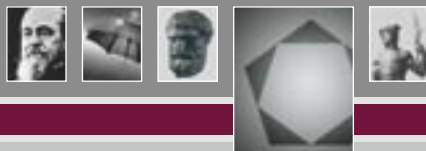
125%+125%

Set over 3-5 års perioder er det Plan-Epikurs målsætning at give et afkast på 125% af Financial Times Aktieindeks og 125% af J.P. Morgans danske obligationsindeks - begge opgjort før skat. Siden 1995 har selskabet overgået denne målsætning med 88%. For første kvartal 2003 er målsætningen overgået med 2%.



Target = afkastmål

Det er den professionelle målsætning at skabe et afkast efter selskabsskat på 125% af J.P. Morgans danske obligationsindeks før skat plus 125% af Financial Times aktieindeks for globale aktier før skat.



En tur i rutschebanen

I årets første kvartal gik indre værdi i Plan-Penta A/S tilbage med 1,5%. Særligt februar måned bød på store udfordringer på aktiemarkederne. Den hollandske fødevareredistributør, Ahold skabte fornyet usikkerhed om kvaliteten af virksomhedernes regnskaber og olieprisen nåede nye højder som følge af usikkerheden om konflikten med Irak.

En næsten opgivende stemning bredte sig blandt markedsdeltagerne. Resultat: De europæiske aktiemarkeder befandt sig i starten af marts på de laveste niveauer i over 6 år.

Starten på krigen i Irak fjernede noget af usikkerheden og gav plads til mere positive aktiemarkeder.

Ingen køber aktier

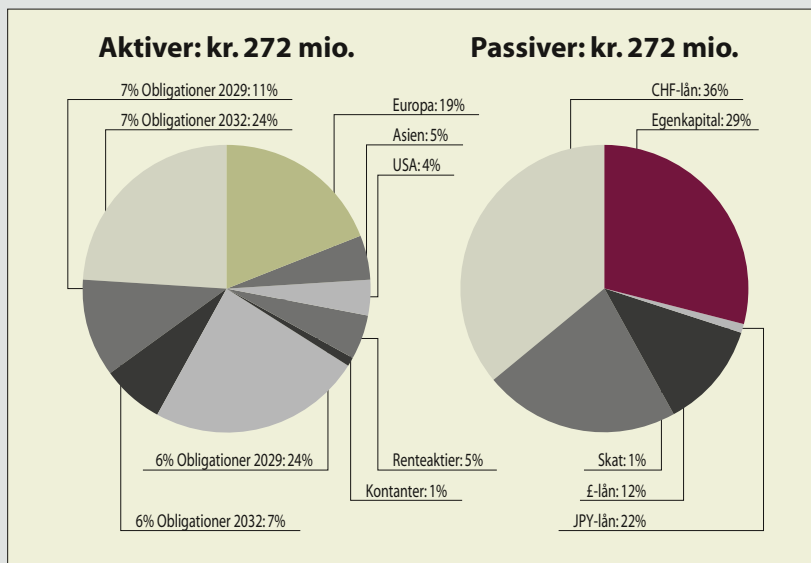
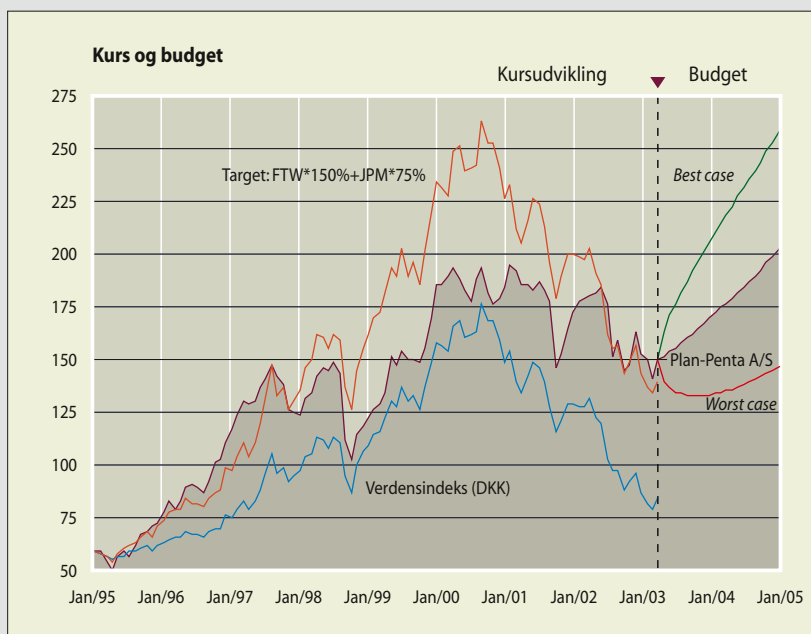
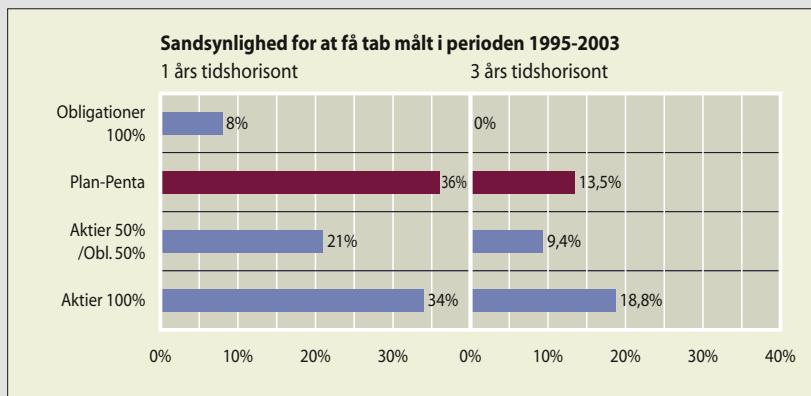
Forventningerne til aktiemarkederne er generelt meget lave efter 3 års kursfald. Mange private investorer holder sig på sidelinien ligesom store markedsdeltagere, som forsikrings-selskaber og pensionskasser, ikke »kan« købe aktier p.g.a. solvenskrav.

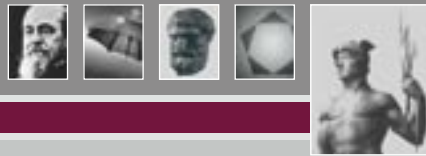
Usikkerhed giver muligheder

På kort sigt vil aktiemarkederne fortsat opføre sig nervøst med store kursudsving til følge. I lyset af, at vi har set en bedring i mange virksomheders indtjening, og at vi forventer moderat økonomisk vækst, virker aktievalueringen særdeles attraktiv.

Target = afkastmål

Det er den professionelle målsætning at skabe et afkast efter selskabsskat på 75% af J.P. Morgans danske obligationsindeks før skat plus 150% af Financial Times aktieindeks for globale aktier før skat.





Target: 200% * obligationer + 50% * aktier

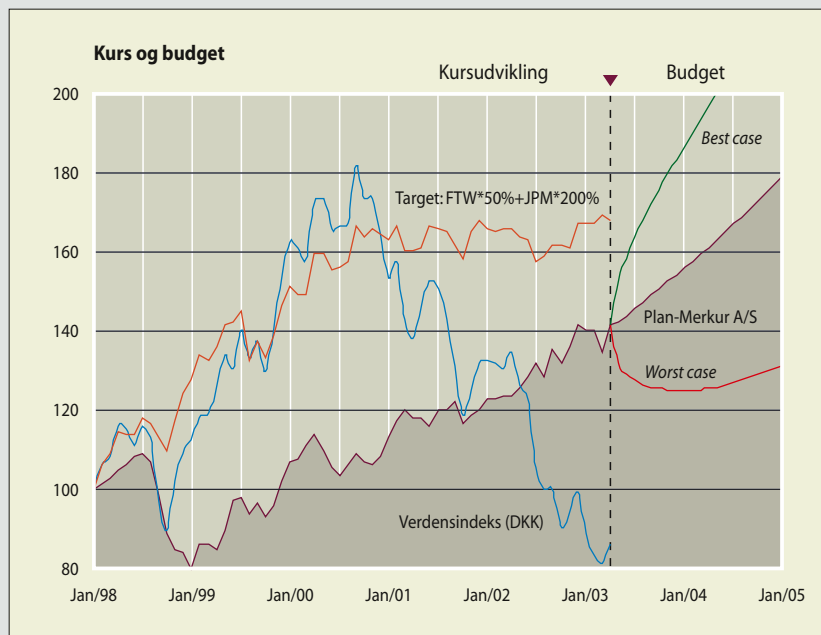
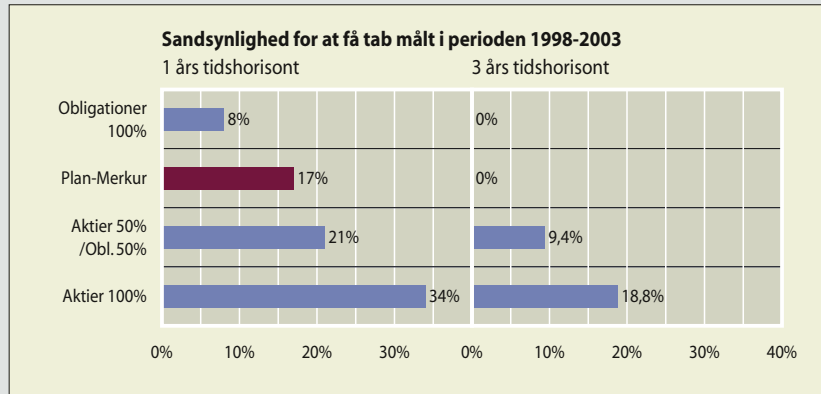
Indre værdi: 141,8 Budget marts 2004: 160

Aktieandel øget

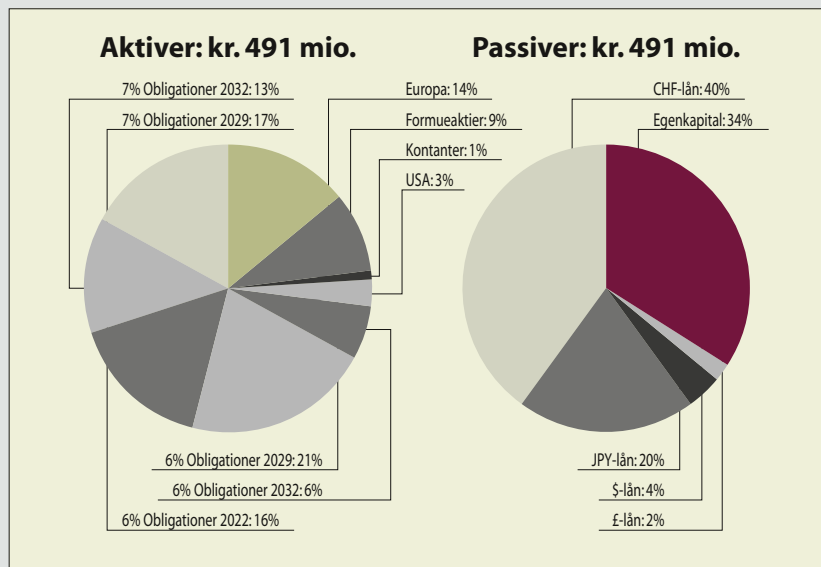
Efter flere års uafbrudte kursfald er aktier sat tilbage på niveauet fra 1995. Især har de institutionelle investorer som forsikrings- og pensionselskaberne været tvunget til at nedbringe aktieandelen pga. Finanstilsynets solvenskrav. Mange private investorer har også valgt at gå til det mere sikre afkast, efter at aktier siden foråret 2000 har mistet 50% i værdi. Det har omvendt givet et skævt prisforhold på aktiemarkedet, og aktier vurderes som et godt køb på længere sigt. Derfor er aktieinvesteringerne i Plan-Merkur A/S øget gennem de seneste måneder, og udgør nu 75% af egenkapitalen mod 14% primo december 2002.

Overskud på rentearbitragen

Rentearbitragen, inklusiv valuta-kursændringer, giver fortsat et pænt overskud. Der er gennem kvartalet fastholdt en lav varighed på obl. beholdningen, idet realrenten er meget klemmt efter investorflugt til det sikre obligationsmarkedet. Til gengæld har fremmedfinansieringen været indtægtsgivende, idet alle lånevalutaer er faldet i værdi overfor DKK.



Target = afkastmål
 Det er den professionelle målsætning at skabe et afkast efter selskabsskat på 200% af J.P. Morgans danske obligationsindeks før skat plus 50% af Financial Times aktieindeks for globale aktier før skat. Målet er under revision mod en større aktieafhængighed og en mindre obl. afhængighed.



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.



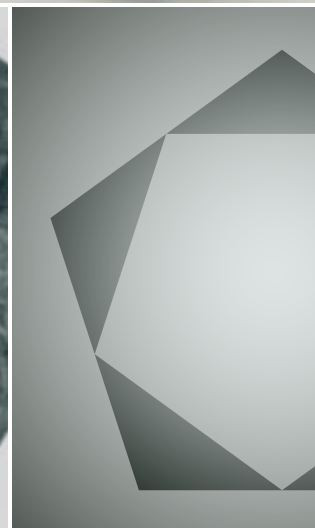
Plan-Pareto A/S



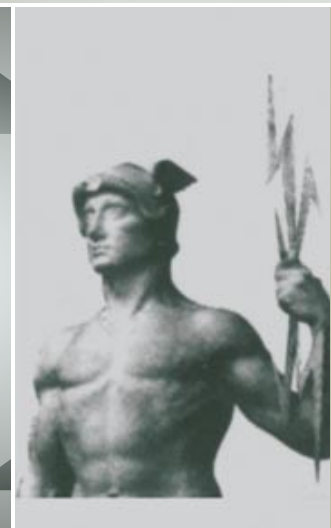
Plan-Safe A/S



Plan-Epikur A/S



Plan-Penta A/S



Plan-Merkur A/S

Management & Investor Relations

FORMUEPLEJE
SELSKABERNE

Tlf.: 8619 5911

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