

april 2003

Krig i Mellemøsten og tvivl om økonomisk opsving svækker aktier, styrker obligationer

Aktiemarkederne skuffede atter i 1. kvartal 2003. Omslaget i slutningen af 2002, som antydede, at bunden omsider var nået, kunne ikke modstå den voksende internationale spænding, som den amerikansk-engelske beslutning om at gå enegang for med militærmagt at vælte styret i Irak udløste. Situationen forbedredes ikke af, at konjunkturdata fra den industrialiserede verdens ledende nationer peger på en langstrakt periode med lavvækst.

Det danske aktiemarked klarede sig med et fald på ca. 4 pct. sædvanen tro lidt mindre ringe end det globale og europæiske indeks, der afgav henholdsvis 9 og 13 pct. i kvartalets løb. De højteknologiske brancheindeks for IT og health care, som markedet tidligere har straffet hårdest, udviste mere begrænsede fald.

Modstykket er fortsat obligationsmarkederne, hvor afkastene akkumuleres, langsomt men sikkert, med de bedste positive afkast for emerging markets og erhvervsobligationer, 3-4 pct. for kvartalet, og lidt mindre for danske obligationer.

Stigende opsparing i investeringsforeningernes obligationsafdelinger

I 1. kvartal var tilstrømningen af midler til de danske investeringsforeninger atter stor, efter en vis afmatning i slutningen af 2002. Ikke mindre end 13 mia. kr. blev investeret netto. Tallet dækker over store bruttoforskydninger. Der blev solgt aktiebeviser for 2,8 mia. kr., men samtidig indfriet for ikke mindre end 5,9 mia. kr., væsentligst i afdelinger med nordamerikanske aktier. Det er endnu engang især de institutionelle investorer, der har valgt at omlægge de kursfølsomme papirer til mere stabile obligationer. Private medlemmer af investeringsforeningerne køber fortsat flere aktiebeviser end de sælger, men er i øvrigt fortsat afventende.

Langt de fleste private midler finder vej ind i obligationsafdelingerne. I kvartalets løb blev der skudt 20 mia. kr. ind og kun indfriet for ca. 5 mia. kr. Der var således en nettotilgang på 15 mia. kr. Også blandede afdelinger med aktier og obligationer havde en relativ pæn tilgang på netto 1,4 mia. kr. Blandede afdelinger har vundet i popularitet efter revisionen af pensionsbeskatningsloven sidste år, der gør de såkaldte PAL-afdelinger tiltrækkende for pensionsopsparere.

I perioder har forsikringselskaber og pensionskasser været blandt de dominerende investorer i investeringsforeningerne. Interessen har især samlet sig om de specialiserede aktieafdelinger, for den langvarige aktienedtur satte ind i efteråret 2000. Kursfaldet har imidlertid presset solvensen hos de institutionelle investorer, som anbragte mange midler i aktier. Siden midten af 2002 har



den gruppe gennemført betydelige omlægninger fra aktier til obligationer, ikke mindst i højrentesegmentet, hvortil hører obligationer, udstedt af udviklingslande og af store virksomheder. I 1. kvartal 2003 indskød de institutionelle investorer netto godt 1 mia. kr. Her over for står private medlemmers nettoindskud på ca. 11,5 mia. kr., først og fremmest i obligationsafdelinger.

Endnu ingen lysning for aktieafkastene

IFRs Officielle Markedsstatistik sammenligner afkastene i alle offentlige investeringsforeningsafdelinger for placeringsperioder, der strækker sig fra 12 mdr. til 10 år tilbage. Det er nu 2½ år siden de internationale aktiemarkeder gik ”i sort”, og det viser afkaststatistikens kategorier med aktier tydeligt. Til gengæld er der endnu engang godt nyt for de mange private medlemmer af foreningernes obligationsafdelinger.

Normalt hører kategorien Danske aktier til blandt de mere stabile. I praksis betyder dette, at kursfaldet for medianafdelingen ”kun” har været 32 pct. i løbet af de sidste 12 måneder og 35 pct. over de sidste 3 år. Det er gået noget ringere for afdelingerne i den brede globale kategori, hvor kurstabet på 1 års sigt har været 41 pct. og 52 pct. på 3 års sigt. Et nogenlunde tilsvarende mønster tegner sig for kategorien Europæiske aktier.

Blandt specialafdelingerne er billedet mere broget. Østeuropæiske aktieafdelinger, der historisk hører til det afkastmæssigt mindre stabile, er sluppet ud af 12 mdr.s perioden, hvor en række af landene er blevet godkendt som EU-medlemmer, med kurstab, der begrænser sig til 22 pct. (29 pct. på 3 års sigt). I den modsatte ende finder vi stadig IT-aktie kategorien, der netop nåede sit kursmæssige højdepunkt for 3 år siden og som i den efterfølgende tid har mistet så meget terræn, at 84 pct. af værdien er tabt.

.... Men store afkast i danske obligationsafdelinger

Obligationskategorierne tegner generelt det modsatte billede. De omfattende pengepolitiske lempelser i de senere år har resulteret i usædvanlig god forrentning, selv om renteniveauet har været faldende og nu ligger historisk lavt.

Afdelinger mod korte danske obligationer har således afkastet 7 pct. og kategorien Andre danske obligationer, der omfatter afdelinger med som regel længereløbende papirer, har givet lidt over 10 pct. på 1 år. På flere års sigt, hvor rentes rente effekten gør sig gældende, stiger afkastet tilsvarende.

De forskellige typer udenlandske aktieafdelinger, viser lidt mere blandede resultater, som især afspejler investeringernes valutaeksponering. I løbet af det seneste år er den amerikanske dollar blevet svækket markant i forhold til Euro'en (og dermed kronen). Hvor europæiske obligationsafdelinger har givet et afkast på højde med danske, ligger kategorierne med et vist indslag af dollardenominerede obligationer noget lavere, også når valutaen har været kurssikkert, som følge af kurssikringsomkostningerne. Kategorien Globale obligationer har givet et 1 års afkast på 2 pct. For højrentekategorierne Emerging Markets og Erhvervsobligationer ligger afkastet på 7 pct.



Formueudviklingen og fremtidsudsigterne

Indstrømningen af nye midler og kursgevinster i obligationsafdelinger øgede formuen i foreningerne i løbet af 3. kvartal, men kurstab på aktier og de årlige udbyttebetalinger efter generalforsamlingerne i en del af foreningerne trak den anden vej. Ved udgangen af marts 2003 administrerede foreningerne i alt 291 mia. kr. mod 284 mia. kr. ved årsskiftet.

Tilstrømningen af midler til obligationsafdelingerne og de faldende aktiekurser har efterhånden medført en markant ændring i sammensætningen af medlemmernes formue, og det kan vise sig at være et problem på blot lidt længere sigt.

Aktievægten i formuen udgjorde ved udgangen af marts måned 2003 kun 25 pct. Går vi blot 12 måneder tilbage, var lidt over halvdelen af formuen i aktier.

Obligationsandelen er gået den modsatte vej – fra noget mindre end halvdelen til næsten $\frac{3}{4}$ af den samlede formue i investeringsforeningerne.

Hvis – eller når – der kommer et opsving i USA og Europa, må vi forvente, at centralbankerne atter hæver renterne. Og det vil give obligationsplaceringerne grundige tæsk, sådan som vi oplevede det i 1994, da økonomien kick-startede. Hvis man vil fremtidssikre sine investeringer, er der god grund til at retablere en bedre balance mellem aktier og obligationer – dvs. sælge ud af sine obligationsafdelinger og købe aktieafdelinger i stedet for.

ooo