

Kvartalsrapport for 1. kvartal 2007

Udvikling i 1. kvartal 2007					
Aktieindeks	Værdi	Værdi	Ændring i 1.kvt.	Afkast i 1.kvt.	Afkast i 2007
	29.12.06	30.03.07			
OMX CPH*	423,43	443,92	20,49	4,84%	4,84%
OMX C20*	441,48	466,59	25,11	5,69%	5,69%
MSCI World*	8.397,05	8.471,09	74,04	0,88%	0,88%
MSCI USA*	7.563,44	7.518,96	-44,48	-0,59%	-0,59%
MSCI Europa*	10.820,72	11.050,12	229,40	2,12%	2,12%
MSCI Japan*	18.158,89	18.479,41	320,52	1,77%	1,77%
*opgjort i DKK ex. udbytte					
Renteudvikling i Danmark	Rente	Rente	Ændring i 1.kvt.	Afkast i 1.kvt.	Afkast i 2007
	29.12.06	30.03.07			
Refi-renten	3,50	3,75	0,25	0,91%	0,91%
Cibor 1 år rente	4,19	4,34	0,15	1,07%	1,07%
4% STAT 2008	3,88	4,11	0,23	0,63%	0,63%
5% STAT 2013	3,89	4,01	0,12	0,30%	0,30%
7% STAT 2024	4,02	4,2	0,18	-0,87%	-0,87%
4% NYK 2038	4,81	4,83	0,02	0,80%	0,80%
EFFAS 1-5**				0,63%	0,63%
**: Udtrykker markedsafkastet for danske statsobligationer med en løbetid på 1 - 5 år					
Valutakurser	Værdi	Værdi	Ændring i 1.kvt.	Afkast i 1.kvt.	Afkast i 2007
	29.12.06	30.03.07			
USD/DKK	5,66	5,59	-0,07	-1,24%	-1,24%
EUR/DKK	7,46	7,45	-0,01	-0,13%	-0,13%
JPY/DKK	0,0475	0,0474	-0,0001	-0,21%	-0,21%

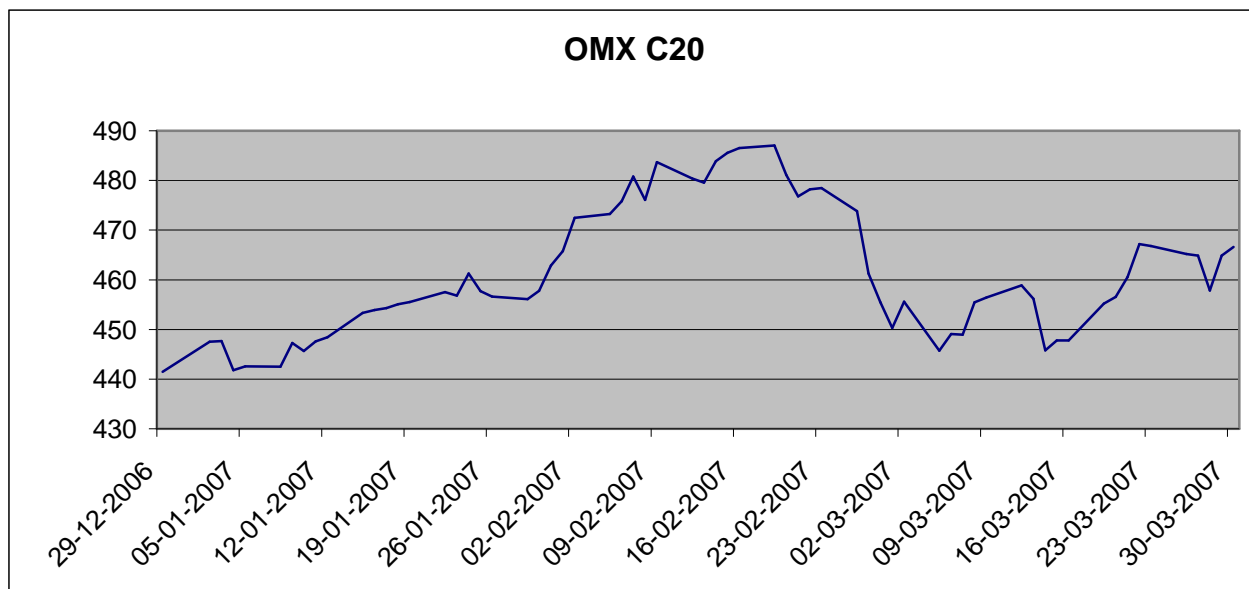
Udviklingen på de finansielle markeder i 1. kvartal 2007

Aktiemarkedet

Uroen meldte sig tilbage på aktiemarkedene i løbet af 1. kvartal 2007. Kvartalet startede ellers flot med pæne stigninger på især de danske aktier. Det danske OMX C20 indeks var på et tidspunkt steget med 10%, da uroen satte ind medio februar. I løbet af få dage faldt OMX C20 indekset 8% og var stort set tilbage på niveauet fra årets start (se graf næste side). Aktiemarkedene har dog rettet sig noget igen mod slutningen af kvartalet, så vi samlet har oplevet et afkast fra -0,59% (MSCI USA) til 5,69% (OMX C20).

Kursfaldene på aktier medio februar var ikke et isoleret dansk fænomen, men var gældende for alverdens aktiemarkeder. Således faldt de fleste aktiemarkeder 6-8% på få dage. Baggrunden for uroen var en kombination af, at nogle kreditinstitutter i USA meldte om stigende tab på deres udlån til boligfinansiering og at den tidligere chef for den amerikanske centralbank, Alan Greenspan, udtalte, at han så en sandsynlighed på 33% for, at den amerikanske økonomi kunne opleve recession i løbet af 2007.

Umiddelbart vurderet giver kursfaldene ikke grund til den store bekymring. Greenspan's udtalelse er jo "blot" hans egen vurdering, og de kreditinstitutter, der meldte om stigende tab, var kreditinstitutter, der lånte ud til de mest risikofyldte projekter. Det bør ikke komme som en overraskelse for nogen, at der kan tabes penge på meget risikofyldte lån.



Der er dog alt mulig grund til at tage rysteturen i februar alvorlig. Den er nemlig et signal om, at der på aktiemarkederne i øjeblikket hersker en ALT for positiv stemning. Og der er for mange investorer, der har investeret kortsigtet og ofte lånefinansieret for at opnå en hurtig gevinst. Derfor kan selv små, negative udtalelser/begivenheder føre til forholdsvis store fald, som vi så i februar.

Det afgørende er imidlertid, hvorvidt udsigterne for aktiemarkederne fortsat vurderes fundamentalt positive, for så er de små rystelser bare en glimrende købsmulighed, eller om de økonomiske udsigter er på vej til at forværres, så de seneste 4 års (næsten) uafbrudte optur på aktiemarkederne står over for en midlertidig afslutning jf. afsnittet "Forventninger".

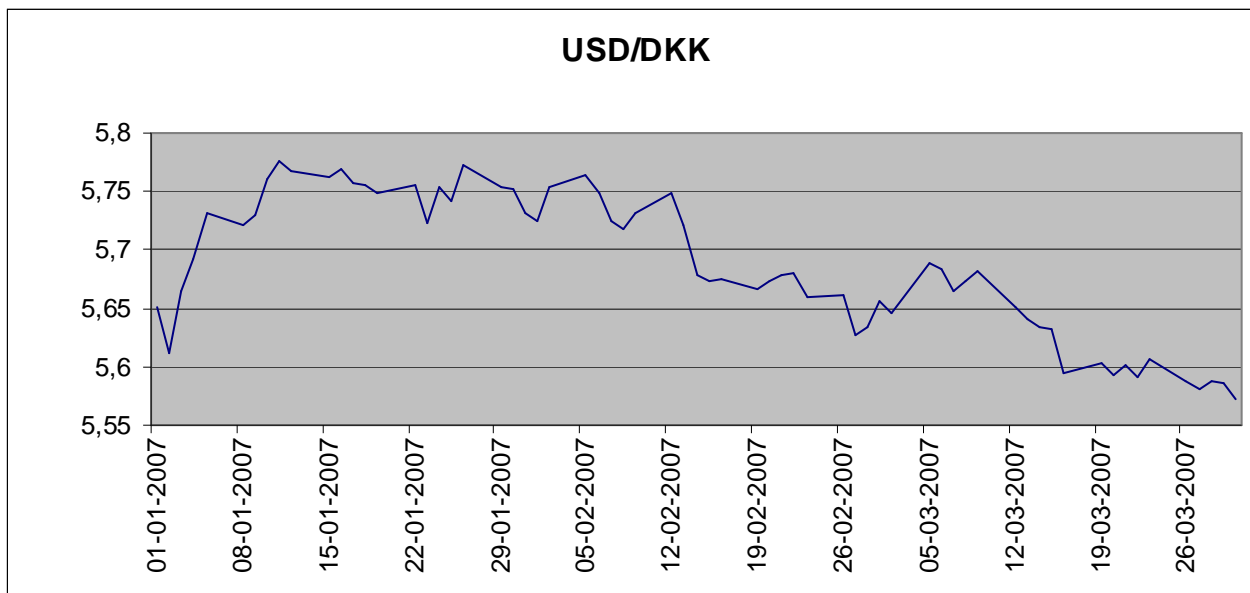
Obligationsmarkedet

Det har været forholdsvis roligt på obligationsmarkederne i løbet af 1. kvartal. Den europæiske centralbank har helt som forventet hævet renten én gang med 0,25% til 3,75%. I USA har Fed som forventet fastholdt renten på 5,25%. Afkastene på obligationsmarkederne svinger således fra -0,87% (STAT 2024) til 1,07% (Cibor 1 år rente) jf. skemaet på side 1.

Som det ligeledes fremgår af skemaet på side 1 er Cibor 1 års renten på 4,34% nu lidt højere end renten på statsobligationerne 5% STAT 2013 og 7% STAT 2024 på henholdsvis 4,01% og 4,20%. Det betyder, at obligationsmarkederne forventer, at ECB (og Nationalbanken) hæver renten med yderligere 0,50% point i løbet af det næste års tid, hvorefter renten forventes at blive nedsat med 0,25% point. Der er således på obligationsmarkederne stor tiltro til, at inflationen holdes i ro og at den økonomiske vækst er ved at toppe.

Valutamarkedet

Efter kursbevægelserne på valutaerne i løbet af kvartalet at dømme, ser det umiddelbart ud som om, det har været relativt stille på valutamarkedene. Den amerikanske dollar blev svækket med 1,24% over for euroen, medens den japanske yen kun er faldet med 0,21% over for euroen. Men der har, som det kan ses af grafen neden for, været nogle større udsving i løbet af kvartalet.



Den amerikanske dollar startede kvartalet med en pæn stigning, men er hen imod slutningen af kvartalet igen begyndt den sivende tendens over for euroen og den danske krone, som vi har set siden starten af 2006. Der har været "spræl" i den japanske yen i 1. kvartal. Det har været "populært" at optage lån i yen, idet renten herfor stadig er tæt på 0%, og kortsigtet placere pengene bl.a. i aktier og Højrente obligationer. Under uroen på aktiemarkedene i februar, blev nogle af disse låneforretninger (benævnes carry trades) tvangslukket. Det medførte, at den japanske yen kortvarigt blev styrket med ca. 5% over for såvel euro som danske kroner.

Denne kortvarige styrkelse af yennen over for euro/danske kroner i 1. kvartal er et eksempel på, at de finansielle markeder er blevet mere integrerede i de senere år, og at uro på ét af de finansielle markeder kan føre til store og uventede bevægelser på et andet marked. Dermed kan de historiske sammenhænge vi tidligere har set, f.eks. at CHF (schweizer francen) styrkes i perioder med uro, måske i fremtiden blive noget anderledes, når der opstår større uro på ét af de finansielle markeder.

Den økonomiske udvikling i 1. kvartal 2007

Europa

Det økonomiske opsving vurderes at være fortsat med pæn styrke i 1. kvartal 2007. Således tyder det på, at væksten i Euroland i 1. kvartal 2007 har været på 2,9% sammenlignet med 1. kvartal 2006, hvilket er på niveau med det forventede. På inflationssiden viste de seneste tal fra februar, at inflationen har været på 1,8%, medens kerneinflationen var på 1,9%, hvilket er lige under ECB's øvre grænse på 2,0%.

Dermed har både økonomi og inflation i Europa i 1. kvartal udviklet sig som forventet..

USA

Det ser ud til, at nedturen på det amerikanske boligmarked har påvirket den amerikanske økonomi mere negativt end forventet. Således vurderes væksten i økonomien kun at have været på 2,1% i 1. kvartal 2007 sammenlignet med 1. kvartal 2006. Dermed er væksten i den amerikanske økonomi lavere end væksten i den europæiske. Inflationen ligger fortsat på et forholdsvis højt niveau i USA, idet de seneste målinger fra februar viser et inflationsniveau på 2,4%, medens kerneinflationen ligger på 2,7%.

Væksten i den amerikanske økonomi har således i 1. kvartal 2007 været lavere end forventet, mens inflationen fortsat befinder sig på et forholdsvis højt niveau. Aftagende vækst og en høj inflation er en uheldig cocktail for såvel aktier som obligationer, og fortsætter denne tendens, kan vi få nogle ubehagelige overraskelser på både valuta-, aktie-, og obligationsmarkederne jf. afsnittet "Forventninger".

Japan

Den japanske økonomi har i overvejende grad udviklet sig som forventet i 1. kvartal. Det forventes, at væksten i den japanske økonomi har været på omkring 1,9% i hele 2006, medens inflationen fortsat har været beskedent positiv.

Samlet omkring den økonomiske udvikling i 1. kvartal 2007

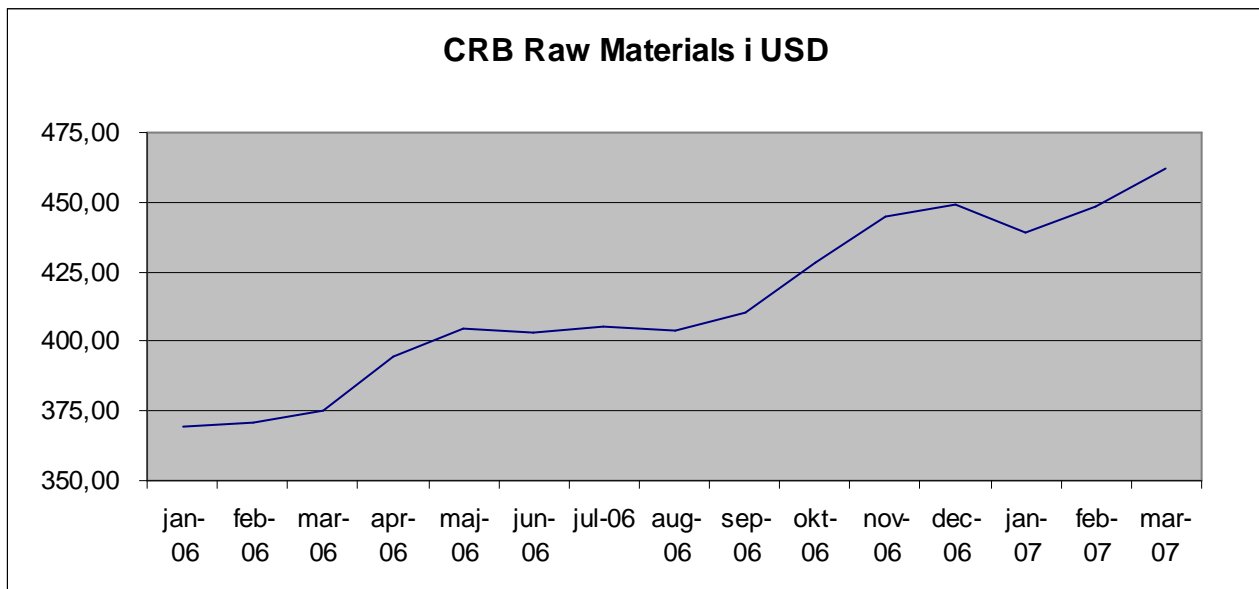
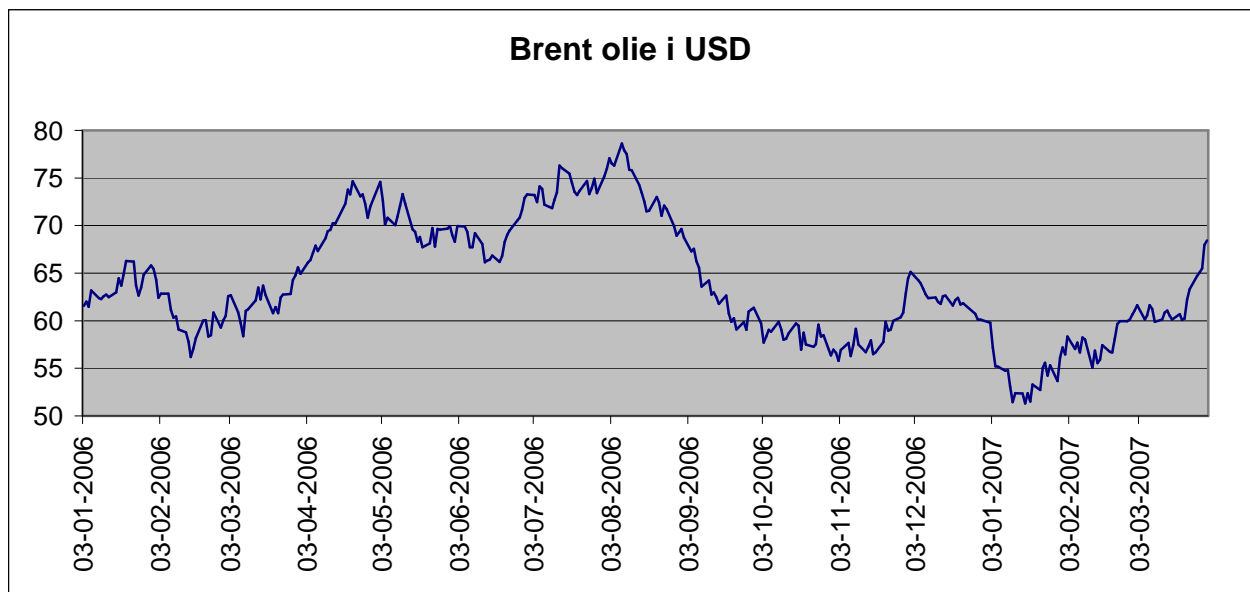
Den europæiske og japanske økonomi har generelt udviklet sig som forventet i 1. kvartal, hvorimod væksten i den amerikanske økonomi har skuffet. Inflationen har bidt sig fast på nogle forholdsvis høje niveauer både i Europa og i USA, medens inflationen i Japan fortsat er beskeden.

Forventninger

Økonomiske nøgletal						
	2006r		2007e		2008e	
Region	BNP Vækst	Inflation	BNP Vækst	Inflation	BNP Vækst	Inflation
USA	3,30%	2,50%	2,40%	2,50%	3,00%	1,80%
Euroland	2,80%	1,90%	2,30%	1,70%	2,10%	2,20%
Japan	2,20%	0,40%	2,10%	-0,10%	2,20%	0,10%
Danmark	3,20%	1,70%	2,40%	1,90%	1,80%	2,00%
kilde: Alm. Brand Henton						

Økonomi

I Kvartalsrapport for 4. kvartal 2006 argumenterede vi for, at væksten i de 3 store økonomier, jf. skemaet oven for, var på vej mod at konvergere i et niveau på omkring 2,5 – 3,0%, og at der var mulighed for, at væksten kunne overraske mere positivt, idet olieprisen var faldet markant. Som det kan ses af graferne på side 5, er både oliepris og råvarepriser igen steget pænt.



De prisstigninger, der fremgår af graferne, er foruroligede, idet de er med til at lægge en dæmper på væksten og skabe et vist inflationært pres på økonomien. Der er da også begyndt at komme tegn på, at de fremadrettede indikatorer både i Japan, Europa og USA er knap så positive. I Japan viste den seneste TANKAN rapport et lavere niveau end forventet, hvilket betyder, at de japanske virksomheder ser knapt så lyst på fremtiden. Både i Europa og i USA har de seneste målinger af indkøbschefernes forventninger også vist et lavere niveau end forventet.

Nærlæses den amerikanske ISM rapport, er der tydelige tegn på, at der sker en opbremsning i væksten, idet både produktion, ordre og beskæftigelse falder mens lagerbeholdningerne stiger. ISM rapporten har endnu et foruroligende tegn, og det er en kraftig stigning i priserne. ISM rapporten tegner således et billede af en amerikansk økonomi, hvor væksten og beskæftigelsen falder, medens virksomhederne oplever kraftige prisstigninger. Det skal bemærkes, at der ikke er tale om et recessionsbillede i USA, men tendenserne er klare og det øger risikoen for, at der i løbet af 2007 kan opstå den recession i den

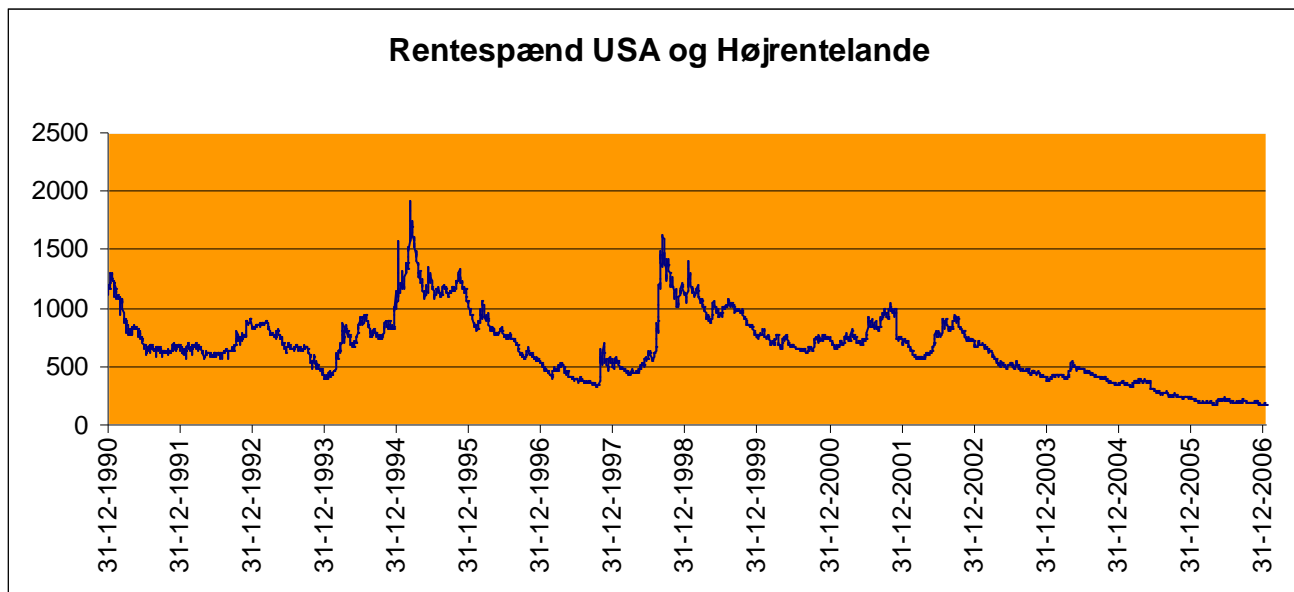
amerikanske økonomi, som Alan Greenspan advarede imod i februar. At frygten og muligheden for recession skal tages alvorligt understreges også af en undersøgelse foretaget af nyhedsbureauet Bloomberg i samarbejde med Los Angeles Times. Undersøgelsen viser, at hele 60% af amerikanerne forventer, at den amerikanske økonomi glider ind i recession i år. Sidste gang så mange amerikanere forventede recession var i december 2000, og økonomien gled faktisk ind i recession 3 måneder senere.

Hvis den amerikanske økonomi glider ind i recession i løbet af 2007, kan det få nogle ubehagelige økonomiske konsekvenser fordi der normalt vil blive reageret på en lavere vækst ved at sænke renten, men på nuværende tidspunkt er inflationen i USA stadig på et for højt niveau (2,7% kerneinflation). Og med de seneste olie- og råvareprisstigninger in mente, vil der sandsynligvis fortsat være et underliggende inflationært pres på økonomien. Det kan føre til, at den amerikanske centralbankchef Ben Bernanke skal vælge mellem 2 onder. Enten at fastholde eller endog hæve renten for at holde inflationen i "skak", hvorved den økonomiske nedtur bliver forstærket, eller også må han "ofre" inflationsmålsætningen. Hvis inflationsmålsætningen ofres og den korte rente sænkes, vil det sandsynligvis føre til et opadgående pres på de lange renter, idet investorerne i øjeblikket har ekstrem stor tillid til, at den amerikanske centralbank formår at holde inflationen i ro. Det skal bemærkes, at den "sivende" amerikanske dollar er med til at forøge det inflationære pres, idet det gør de importerede varer dyrere.

Risikoen for en ubehagelig overraskelse i den amerikanske økonomi er således blevet forstærket i løbet af 1. kvartal 2007. Alene herved øges risikoen for en lavere økonomisk vækst i resten af verden, idet USA har stor betydning for samhandlen. Desuden vil olie- og råvareprisstigningerne også have de samme negative økonomiske afsmitninger i resten af verden. Der kan ikke herske tvivl om, at risikoen for en lavere økonomisk vækst og en højere inflation i 2007 er blevet forøget i løbet af 1. kvartal 2007.

Stigende risiko for større kursfald

Med den forøgede risiko for at den økonomiske vækst kan skuffe og at inflationen kan overraske til den negative side, er der således en forøget risiko for, at der kan komme skuffelser på de finansielle markeder. I de seneste kvartalsrapporter har vi nævnt, at risikopræmien ved de fleste investeringer er historisk lave. Som det fremgår af grafen på side 7 er rentespændet mellem USA og Højrentelande historisk lavt. Det fremgår endvidere, at rentespændet i perioder har bevæget sig kraftigt ud i forbindelse med kriser. Bl.a. ses det, at rentespændet i forbindelse med Asienkrisen i 1998 gik fra at være under 5%-point til at være over 15%-point. Det svarer til, at merafkastet ved at investere i Højrentelande i forhold til amerikanske statsobligationer med kort varsel ændres fra at være under 5%-point til over 15%-point! Der blev således konstateret massive kursfald på Højrente obligationer i forbindelse med Asienkrisen i 1998. Fra 1993 til medio 1994 er der tale om en lignende stejl bevægelse, hvor rentespændet også blev udvidet med over 10%-point. Det nuværende rentespænd er under 2%-point, og er dermed historisk lavt. Der opnås på nuværende tidspunkt således ikke meget merafkast ved at investere i de meget risikofyldte Højrente obligationer frem for at købe amerikanske statsobligationer.



Forklaring: Grafen er et udtryk for, hvor stor en merrente der kan opnås ved at investere i Højrente obligationer frem for amerikanske statsobligationer. Y-skalen udtrykker rentepunkter, hvor 100 svarer til 1%-point. Et tal på 500 svarer således til, at der kan opnås 5% mere p.a. i afkast ved at investere i Højrente obligationer. Merrenten udtrykker den risikopræmie investorerne forlanger for at påtage sig den forøgede valuta- og betalingsrisiko, der ofte er forbundet ved investering i Højrente obligationer.

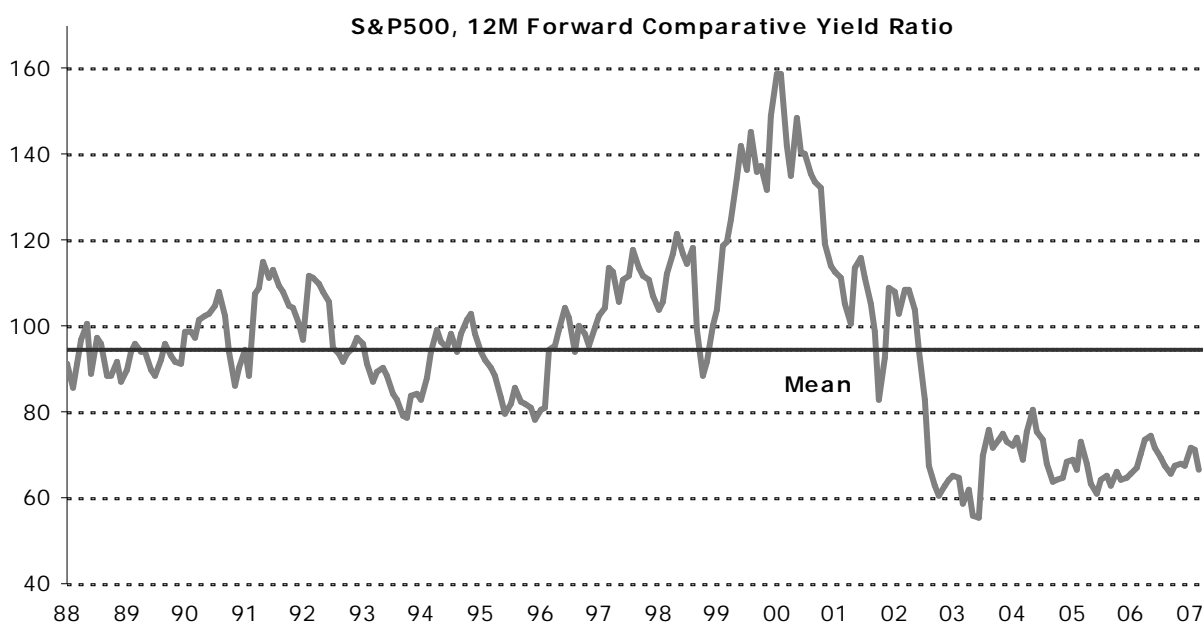
Som det ses af ovenstående graf, er rentespændet "kørt" ind til et niveau på under 2%, hvor det ellers i mange år har ligget på mellem 5-10% med tendens til kortvarige perioder OVER 10%. Mange investorer, er af deres bank blevet opfordret til at belåne deres friværdier i huset og placere pengene i Højrentelande. Baggrunden for anbefalingen har været, at der siden 2001 er opnået forholdsvis høje afkast på Højrente obligationerne. Det er vores vurdering, at disse anbefalinger kommer på det værst tænkelige tidspunkt, idet merafkastet på Højrente obligationerne er historisk lavt, og der er overhængende fare for, at der kan komme et større kursfald på disse obligationstyper. Og faktisk er merafkastet tæt på 0, hvis der tages hensyn til investeringsforeningernes omkostninger til forvaltning på lidt over 1%.

Det er ikke et dansk fænomen at optage lån og placere pengene i Højrentelande. Der er internationalt lavet mange forretninger, hvor der lånes i lavrentelande som Japan og Schweiz og placeres penge i Højrentelande og/eller i aktier. I maj/juni 2006 fik vi en forsmag på, hvordan aktierne pludselig "dykkede" 15% og valutaerne i flere højrentelande faldt markant alene på grund af en beskeden vækst/rentefrygt. I februar 2007 "dykkede" aktierne med omkring 8% efter en udtalelse fra Alan Greenspan og oplysninger om nogle få dårlige betalere i USA, og den japanske yen blev pludselig styrket med ca. 5%, fordi flere lånearrangementer blev "lukket".

Den uro vi har omtalt i eksemplerne oven for har berørt både aktier, Højrente obligationer og valuta. Det er for os et klart tegn på, at markederne er blevet mere integrerede, og at uro på ét af de finansielle markeder hurtigt kan udløse uro på et andet finansielt marked. Dermed kan effekten af en mere fundamental baseret uro få større kurspåvirkning, end vi umiddelbart kan forestille os. Og vi kan risikere at stå over for en situation, hvor vi "går" ind i en periode med dårlige fundamentale økonomiske udsigter, hvor væksten aftager, medens inflationen stiger/forbliver på et højt niveau. Der er derfor al mulig grund til i den kommende periode at føre en meget forsigtig investeringspolitik.

Aktier

Som det fremgår af nedenstående graf er aktierne fortsat billige i forhold til det nuværende renteniveau. Det er dog værd at bemærke, at virksomhederne i forbindelse med offentliggørelsen af de aflagte årsregnskaber har udtrykt sig mindre optimistiske end aktieanalytikerne forventede. Det betyder, at enten er virksomhederne for konservative eller også er aktieanalytikerne for optimistiske. Som vi skrev i Kvartalsrapporten for 4. kvartal 2006, har analytikerne i de sidste 3 år haft en tendens til, at være for pessimistiske omkring selskabsindtjeningen, så den faktiske indtjening har overrasket positivt. Nu virker det som om, at analytikerne er blevet for optimistiske, ikke mindst set i lyset af både de mere afdæmpede vækstforventninger og stigende råvarepriser. Dertil kommer den forøgede inflationsrisiko, der kan resultere i en stigende lang rente. På den baggrund vurderer vi, at aktierne er noget dyrere end nedenstående graf umiddelbart viser.



Vi er således fortsat skeptiske omkring afkastpotentialet på aktiemarkedene i 2007, og vi ser en forøget risiko for, at vi kan opleve et større kursfald i løbet af 2007. Vi forventer fortsat, at aktiemarkedet (MSCI WORLD) vil give et afkast på mellem -15% til +5% i 2007, hvor der kan komme større udsving undervejs. Derfor anbefaler vi en undervægt i aktier, så der er likviditet til at "samle op", hvis aktierne pludselig skulle komme ud for en større nedtur i 2007.

Obligationer

Vi forventer nu en økonomisk vækst i niveauet 2,0-2,5% i såvel Europa som i USA og Japan, med risiko for en lavere økonomisk vækst specielt i USA. Med de seneste stigninger i olieprisen og i råvarepriserne generelt, vil der være en risiko for, at inflationen kan overraske til den negative side. ECB forventes fortsat at hæve renten én eller to gange med 0,25%-point hver gang, medens den amerikanske

centralbank kan komme i det ubehagelige dilemma, at skulle vælge mellem at fastholde renten og acceptere en økonomisk tilbagegang eller sænke renten og opgive på inflationsmålsætningen.

Den korte rente vurderes at være tæt på "toppen", medens den lange rente, der befinder sig på et lavt niveau, kan risikere at stige som følge af et fortsat højt inflationspres. Derfor anbefaler vi at investere i forholdsvis korte obligationer for private midler, medens selskabs- og pensionsmidler herudover kan placeres i højt forrentede obligationer.

19. april 2007
Dansk Formue- & Investeringspleje A/S
Fondsmæglerselskab

Nærværende kvartalsrapport kan ikke erstatte den rådgivning, der gives i Dansk Formue- & Investeringspleje A/S, Fondsmæglerselskab. Rapporten er således ikke en opfordring til at købe eller sælge værdipapirer. Selskabet påtager sig heller ikke noget ansvar for rapportens rigtighed eller fuldkommenhed, selvom rapporten naturligvis er søgt sikret et korrekt og retvisende indhold. Selskabet påtager sig ikke noget ansvar for eventuelle tab, der følger af værdipapirhandler foretaget på baggrund af kvartalsrapporten. Citeres der fra kvartalsrapporten, skal dette ske med kildeangivelse og udarbejdsdato.