

## Kvartalsrapport for 4. kvartal 2007

Udvikling i 4. kvartal 2007					
Aktieindeks	Værdi	Værdi	Ændring i 4.kvt.	Afkast i 4.kvt.	Afkast i 2007
	28.09.07	31.12.07			
OMX CPH*	485,83	446,69	-39,14	-8,06%	5,49%
OMX C20*	499,93	464,14	-35,79	-7,16%	5,13%
MSCI World*	8.588,36	8.055,23	-533,13	-6,21%	-4,07%
MSCI USA*	7.589,46	7.051,93	-537,53	-7,08%	-6,76%
MSCI Europa*	11.240,70	10.754,81	-485,89	-4,32%	-0,61%
MSCI Japan*	17.002,05	15.384,40	-1.617,65	-9,51%	-15,28%
*opgjort i DKK ex. udbytte					
Renteudvikling i Danmark	Rente	Rente	Ændring i 4.kvt.	Afkast i 4.kvt.	Afkast i 2007
	28.09.07	31.12.07			
Refi-renten	4,25	4,25	0,00	1,06%	4,12%
Cibor 1 år rente	4,89	4,90	0,01	1,22%	4,63%
4% STAT 2008	4,42	4,42	0,00	1,09%	3,57%
5% STAT 2013	4,34	4,27	-0,07	1,33%	1,97%
7% STAT 2024	4,61	4,63	0,02	0,88%	-2,28%
4% NYK 2038	5,2	5,24	0,04	0,05%	0,78%
EFFAS 1-5**				1,03%	3,18%
**: Udtrykker markedsafkastet for danske statsobligationer med en løbetid på 1 - 5 år					
Valutakurser	Værdi	Værdi	Ændring i 4.kvt.	Afkast i 4.kvt.	Afkast i 2007
	28.09.07	31.12.07			
USD/DKK	5,26	5,07	-0,19	-3,61%	-10,42%
EUR/DKK	7,45	7,46	0,01	0,13%	0,00%
JPY/DKK	0,0456	0,0449	-0,0007	-1,54%	-5,47%

### Udviklingen på de finansielle markeder i 4. kvartal 2007

#### Aktiemarkedet

Der har i 4. kvartal 2007 været en meget negativ stemning på aktiemarkedene. Som det fremgår af skemaet oven for faldt MSCI Japan med 9,51%. Det brede danske indeks OMX CPH faldt med 8,06% og MSCI Europa med 4,32%. De store kursfald på aktiemarkedene skyldes primært Sub Prime krisen. Krisen har resulteret i markant større nedskrivninger på bankernes kursreguleringer og er begyndt at sprede sig til andre dele af den amerikanske økonomi. Flere af nøgletallene for den amerikanske økonomi viser, at den økonomiske vækst bremser væsentligt hårdere op end forventet, og der er nu en reel risiko for recession i USA. Når der er risiko for recession i den største økonomi i verden, er det store spørgsmål altid, hvilken effekt det vil få på andre dele af verdensøkonomien. Det ved vi endnu ikke præcist, men der er ingen tvivl om, at en recession i USA vil påvirke økonomien i de fleste lande negativt. Derfor har kursreaktionen været så voldsom på alle aktiemarkeder nævnt i skemaet oven for.

Afkastet i hele 2007 varierer fra +5,49% (OMX CPH) til -15,28% (MSCI Japan). Verdensindekset (MSCI World i DKK) har givet et negativt afkast på 4,07%. Vores forventning, jfr. Kvartalsrapport for

4. kvartal 2006, om, at aktiemarkedet i 2007, med større udsving i årets løb, ville give et afkast på mellem -15% til +5% viste sig således at blive korrekt.

Umiddelbart vurderet viser udviklingen i OMC C20 og OMX CPH indeksene et afkast på omkring 5% i 2007. Udviklingen dækker imidlertid over en meget uens udvikling blandt de aktier, der indgår i indeksene. Der har været særdeles store udsving på de enkelte aktier. Afkastet på de 30 største aktier i Danmark varierer fra -57,30% på ALK-Abello til +137,58% på D/S Norden. Og der er 15 aktier, der er steget og 15, der er faldet. En ”rigtigt” sammensat aktieportefølje i 2007 har været nødvendig for at opnå et positivt afkast.

Jyllandsposten spurgte i januar 2007 de 4 største banker, hvilke danske aktier de troede, ville give de højeste afkast i løbet af 2007. Hver bank sammensatte herefter en portefølje på 5-8 aktier, som de havde størst forventning til. Havde man fulgt disse bankers råd, ville man have opnået et afkast på henholdsvis -27,9%, -14,4%, -12,3% og +10,5% på hver af de enkelte bankers porteføljer. Det giver i snit et negativt afkast på 11,0%. Havde man således investeret ligeligt i danske aktier i 2007 efter de 4 største bankers råd, ville man have opnået et negativt afkast på 11%. Det illustrerer godt, at 2007 har været et meget vanskeligt investeringsår.

### **Obligationsmarkedet**

Den amerikanske centralbank har i 4. kvartal 2007 to gange nedsat renten, hver gang med 0,25% point. Baggrunden for rentenedsættelserne har været, at den finansielle uro har bredt sig til andre dele af den amerikanske økonomi. Den europæiske økonomi har endnu ikke vist tegn på, at den i nævneværdig grad er blevet påvirket af opbremsningen i den amerikanske økonomi. Da inflationen i Europa desuden har været tiltagende pga. stigende rå- og fødevarerpriser, har den europæiske centralbank fortsat signaleret, at den næste rentebevægelse med stor sandsynlighed vil blive ”op”. Derfor er der ikke sket de store forskydninger på obligationsmarkedet i Danmark og i Euroland i løbet af 4. kvartal 2007.

Afkastet på obligationsmarkedet i 4. kvartal 2007 har varieret fra 0,05% på 4% NYK 2038 til 1,33% på 5% STAT 2013 jf. skemaet på foregående side. For hele 2007 har afkastet på obligationsmarkedet varieret en del. Hvis man havde investeret i lange obligationer som 7% STAT 2024, ville man i 2007 have opnået et negativt afkast på 2,28%, medens man ved at placere pengene kontant på en CIBOR 1 år relateret konto, ville have opnået et positivt afkast på 4,63%. En kort placering af sine investeringer i obligationer i 2007 har været en fornuftig strategi.

### **Valutamarkedet**

Usikkerheden omkring den amerikanske økonomi og de deraf følgende rentenedsættelser har påvirket valutamarkedet i 4. kvartal 2007. Den amerikanske dollar faldt med 3,61% over for danske kroner i løbet af kvartalet. Den japanske yen har fulgt retningen på den amerikanske dollar, men her er svækkelsen dog begrænset til et fald på 1,54% over for danske kroner.

For hele 2007 har der været en betydelig svækkelse af den amerikanske dollar over for såvel danske kroner som euro. Dollaren faldt med hele 10,42%. Den japanske yen har fulgt dollaren gennem hele året, men faldet har dog begrænset sig til 5,47% over for danske kroner.

## Den økonomiske udvikling i 4. kvartal 2007

### **Europa**

Væksten i Euroland forventes at have været fornuftig, nemlig 2,7% i 3. kvartal og 2,5% i 4. kvartal 2007. Inflationen har derimod ikke udviklet sig helt så fordelagtigt som forventet, idet den er steget fra et niveau på omkring 2,6% i oktober til 3,1% i december. Det har primært været energi- og fødevarer, som har trukket inflationen opad i Europa. Kerneinflationen, ex. fødevarer og energi, har ligget forholdsvis stabilt omkring de 2% i hele 2007. Det ”spændende” er imidlertid, hvorvidt de kraftige stigninger i fødevarer- og energipriserne vil forplante sig til andre varegrupper, så der opstår et mere bredt inflationsproblem. Virksomhederne oplever, at deres produktionsomkostninger stiger (højere energi- og råvarepriser) og forbrugerne oplever, at deres leveomkostninger stiger ganske meget (det koster mere at købe mad og opvarme boligen). Dermed er det nærliggende for forbrugerne at kræve større lønstigninger, medens virksomhederne skal hæve deres salgspriser for at opretholde overskuddet. Hermed er inflationsspiralen ”skudt” i gang, men dette er indtil videre heldigvis ikke sket.

Den økonomiske vækst i Europa i 4. kvartal 2007 er således forløbet stort set som forventet, medens inflationen er steget til et ubehageligt højt niveau, men kan kerneinflationen holdes på det nuværende niveau omkring de 2%, er det ingen katastrofe.

### **USA**

Væksten i den amerikanske økonomi overraskede positivt i 3. kvartal 2007 med en stigning på hele 4,9%, men i løbet af 4. kvartal 2007 er Sub Prime krisen begyndt at sprede sig, hvorfor væksten forventes at være faldet tilbage til et niveau omkring 2,5%.

Der har i USA været det samme inflationspres fra energi-, rå- og fødevarerpriser, som der har været i Europa. Det har medført, at kerneinflationen er steget til 2,2% i løbet af 4. kvartal 2007. Den amerikanske centralbank har tidligere udtalt, at den sigter efter en kerneinflation på max. 2,0%, så det nuværende inflationsniveau er således over dens målsætning. Derfor er det interessant, at Fed har nedsat renten, selvom inflationen er over dens egen målsætning. Det må betyde, at Fed er villig til at gå på kompromis for at undgå en for hård opbremsning i den amerikanske økonomi. Mon ECB kunne finde på det samme?

Efter en nydelig økonomisk vækst i 3. kvartal 2007, synes der at være sket en stor opbremsning i den økonomiske vækst i løbet af 4. kvartal 2007. Inflationspreset er stigende i USA, men hidtil har stigningen i kerneinflationen været beskedent, omend den fortsat er på et højt niveau.

### **Japan**

Den økonomiske vækst i Japan forventes at have været på 2,0% i 3. kvartal 2007. Der forventes dog at være sket en større opbremsning i 4. kvartal 2007. Væksten i årets sidste kvartal forventes kun at have været på 0,9%, idet eksporten, bl.a. til USA, har skuffet.

Inflationspres har der ikke været i Japan i flere år, og det ser ud som om, at der har været et lille fald i forbrugerpriserne (deflation) på 0,1% i 3. kvartal 2007, men inflationen er vendt tilbage med en stigning i forbrugerpriserne på 0,5% i 4. kvartal 2007.

Væksten i den japanske økonomi er aftaget i løbet af 4. kvartal 2007, og der er fortsat ikke noget inflationsproblem i den japanske økonomi.

### Samlet omkring den økonomiske udvikling i 4. kvartal 2007

Efter nogle pæne vækstrater i de omtalte økonomier i 3. kvartal 2007, er der sket en opbremsning i væksten i løbet af 4. kvartal 2007. Både USA og Japan synes at have oplevet en relativ brat opbremsning, medens den europæiske vækst kun er blevet påvirket i beskedent omfang.

Der er ved at opstå et inflationært pres i både USA og Europa, idet priserne er steget forholdsvis meget i løbet af 4. kvartal 2007, men heldigvis har stigningen i kernepriserne været mere beskeden. Prisstigningerne kommer dog særdeles uønsket på nuværende tidspunkt, idet de kommer i en periode med opbremsning i den økonomiske vækst. Aftagende vækst og stigende inflation (stagflation) er skrækscenariet for enhver økonomi, og dermed også for investorerne.

### Forventninger

Økonomiske nøgletal						
	2006r		2007e		2008e	
Region	BNP Vækst	Inflation	BNP Vækst	Inflation	BNP Vækst	Inflation
USA	3,30%	3,20%	2,20%	2,90%	2,10%	2,80%
Euroland	2,80%	2,10%	2,60%	2,10%	1,70%	2,50%
Japan	2,20%	0,20%	1,70%	0,00%	1,60%	0,40%
Danmark	3,20%	1,90%	1,90%	0,10%	1,70%	0,40%
kilde: Danske Bank						

### Økonomi

Der er ikke længere tvivl om, at den amerikanske Sub Prime krise ikke kun er et "lille" amerikansk problem. Krisen har spredt sig til hele boligmarkedet i USA, til den generelle økonomi og den finansielle sektor i mange lande. Således tegner den fremadrettede økonomiske indikator i USA (ISM indekset for industrien) for december 2007 et billede af en økonomi, der er ved at bremse meget op. Dette billede bekræftes af den amerikanske centralbank, som har sænket vækstforventningerne for den amerikanske økonomi i 2008 fra en vækst på før 2,5 - 2,75% til nu 1,8 - 2,5%.

Det tyske IFO indeks for december tegner et billede af en tysk økonomi, som også forventes at bremse op i løbet af 2008. Således har det tyske institut RWI for nylig sænket deres vækstprognose for 2008 fra 2,3% til 1,7%. Også ECB har nedjusteret dens vækstforventninger for 2008 for euroland.

I Japan viser den seneste TANKAN rapport, at japanske virksomheder har en aftagende tiltro til økonomisk fremgang. Den japanske centralbank har også nedjusteret dens forventninger til væksten i den japanske økonomi i 2008.

Der tegner sig således et billede af en opbremsning i væksten i 2008 i de 3 største økonomier i verden. Det kan derfor ikke overraske, at såvel OECD som IMF har nedjusteret deres vækstskøn for hele verdensøkonomien i 2008. Det spændende bliver imidlertid, hvorvidt den økonomiske vækst i Emerging Markets, herunder Indien, Rusland og Kina, kan undgå at blive påvirket nævneværdigt af

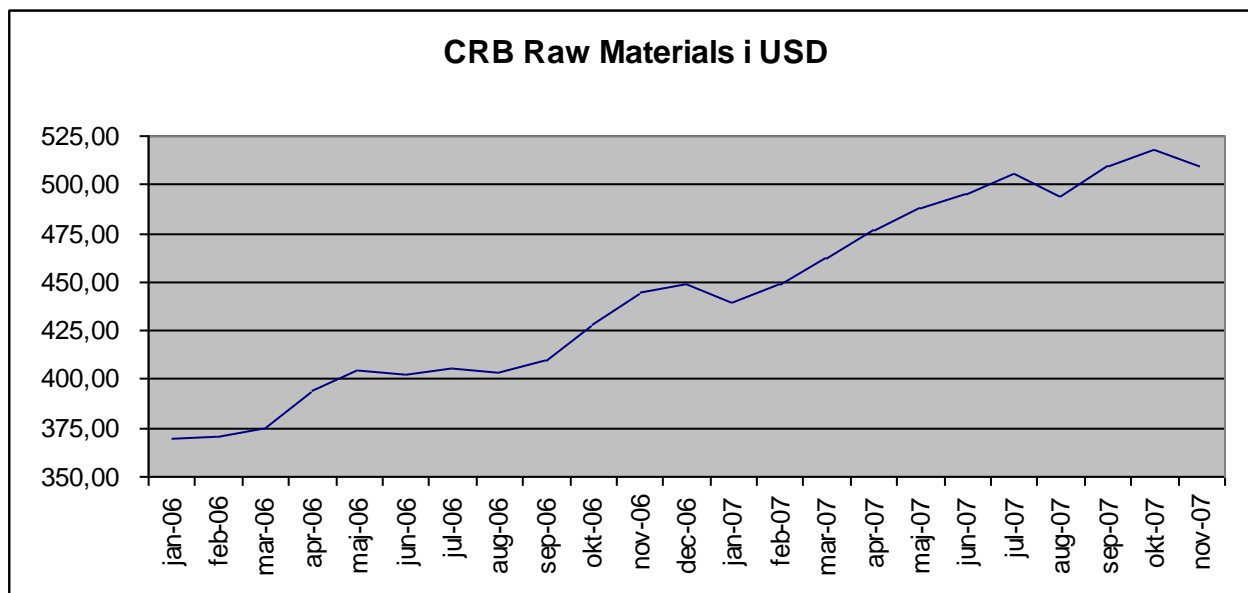
opbremsningen i de 3 store økonomier. Forventningen blandt mange økonomer er, at Emerging Markets kan "køre" relativt upåvirket gennem 2008. Vi er skeptiske over for denne forventning, idet globaliseringen har medført, at økonomierne i de enkelte lande/regioner er blevet langt mere samvarierende end tidligere.

De fleste økonomer forventer, at der vil ske en opbremsning i den økonomiske vækst i 2008, men der forventes fortsat en relativ pæn økonomisk vækst. Vi er noget skeptiske over for denne vurdering, idet økonomer ofte har en tendens til både at undervurdere effekten af en økonomisk opbremsning og hastigheden hvormed det sker. Desuden er de økonomiske sammenhænge mellem de enkelte regioner/lande og de finansielle markeder i de senere år blevet mere integrerede og mere komplicerede. Derfor kan en uheldig "hændelse" godt vise sig at få en væsentlig større negativ effekt, end man ud fra historiske sammenhænge ellers kunne forvente.

Der har i løbet af 4. kvartal været en stor stigning i inflationen i såvel USA som i Europa. Inflationsstigningen har primært været relateret til energi- og fødevarerpriser, hvorfor kerneinflationen kun er steget beskedent. Det er antagelig grunden til, at der ikke har været særlig megen fokus på inflationsproblematikken blandt mange økonomer. Den gængse forventning er fortsat, at inflation ikke er problematisk for økonomien. Den vurdering kan vi ikke tilslutte os. Hvis vi skal pege på en "dark horse", som virkelig kan spolere de økonomiske udsigter for 2008, så er det netop inflationen. Efter vores vurdering er der ved at blive opbygget et vist inflationspres i verdensøkonomien. Disse risikoelementer vil vi gennemgå nedenfor.

#### *Råvarepriserne er steget betydeligt*

Råvarepriserne, CRB Raw Materials er steget ganske meget i løbet af de seneste 2 år. Tendensen i de senere måneder har dog været, at flere metaller er faldet pænt tilbage i værdi, medens guld og olie har fortsat deres stigninger. Derfor befinder CRB indekset sig som helhed fortsat på et meget højt niveau.



Med stigende råvarepriser herunder kraftigt stigende energipriser, er virksomhedernes produktionsomkostninger steget. Virksomhederne har hidtil ikke overvæltet de stigende produktionsomkostninger på salgspriserne, men har valgt at rationalisere sig ud af "problemerne", så de har kunnet opretholde overskudsgraden. En ikke uvæsentlig del af rationaliseringerne er kommet fra outsourcing af produktionen til lavtlønslande som Kina.

### *Eksport af deflation fra Kina kan blive vendt til eksport af inflation*

Vi har i den vestlige verden i flere år nydt godt af, at en outsourcing af produktionen til lavtlønslande som Kina, har været med til at holde produktionsomkostningerne og dermed inflationen nede. Kina har med andre ord eksporteret deflation til den vestlige verden. Denne æra kan være på vej til at stoppe. Dette skyldes:

- Mange virksomheder har allerede outsourcet en stor del af produktionen, hvorfor besparelsen allerede er opnået.
- Inflationen i Kina er i øjeblikket meget høj. I oktober 2007 steg den til 6,5%, hvilket er det højeste niveau i 11 år.
- Fødevarerpriserne er nærmest eksploderet med en stigning på hele 17,6% i oktober 2007. Ydermere steg prisen på svinekød, som er en af hovedbestanddelene i det kinesiske køkken, med hele 54,9% i oktober 2007. I de mindre udviklede lande bruger befolkningen en forholdsvis stor del af deres indkomst til køb af fødevarer. Derfor er prisstigningen på fødevarer særdeles kritisk netop i Kina, og det kan resultere i endnu større lønkrav fra et arbejdsmarked, som i forvejen er presset.
- I takt med at flere virksomheder har outsourcet produktion til Kina, er kampen om de dygtigste medarbejdere i industriområderne i Kina blevet intensiveret. Selv om de er mange i Kina, skal virksomhederne bruge kvalificeret arbejdskraft, og denne er faktisk ved at blive/blevet en mangelvare i flere industriområder. Det har betydet pæne lønstigninger til de bedst kvalificerede medarbejdere i de senere år, og med de førnævnte prisstigninger på fødevarer in mente, kan der frygtes endnu større lønkrav i fremtiden.

Kina kan som følge af ovennævnte blive eksportør af inflation til de vestlige lande mod hidtil deflation. Der er derfor risiko for, at vi i Vesten må indstille os på, at tiden med lavinflation kan være på vej til at være slut. Dette har bl.a. Alan Greenspan også advaret imod.

### *Stigende energi- og fødevarerpriser samt valglofter kan udløse lønhop*

I den vestlige verden bliver realindkomsten selvfølgelig også påvirket af de stigende energi- og fødevarerpriser. Derfor kan lønkravene ved de fremtidige overenskomstforhandlinger blive noget større end tidligere, og det bliver selvfølgelig ikke bedre af, at de politiske partier i flere lande, herunder Danmark, i forbindelse med valgkampe har lovet pæne lønstigninger til de offentligt ansatte.

### *Fed har nedprioriteret inflationsbekæmpelsen. Hvad med ECB?*

Inflationen i USA ligger over Fed's målsætning, og den amerikanske centralbank taler oven i købet om, at der er risiko for, at inflationen kan stige yderligere. Trods dette har Fed valgt at nedsætte renten med i alt 1%-point, og flere Fed medlemmer har indikeret, at renten kommer endnu længere ned. Fed prioriterer tydeligvis, i hvert fald på nuværende tidspunkt, risikoen for en kraftig aftagende vækst højere end risikoen for en stigende inflation.

Den europæiske centralbank styrer på nuværende tidspunkt benhårdt efter at holde inflationen i skak. Derfor har ECB indikeret, at den næste renteændring sikkert bliver en renteforhøjelse. Kerneinflationen har hidtil holdt sig omkring de 2%, hvilket er ECB's øvre grænse, men efter vores vurdering, er der en stor risiko for, at denne kan stige til over de 2,0% i det næste halve års tid. Hvis den økonomiske aktivitet i Europa fortsætter med at aftage, hvordan mon ECB så reagerer? Det er svært at spå om, men vi tror ikke på, at ECB vil reagere på samme måde som Fed og nedsætte renten kraftigt, men det vil blive vanskeligt for ECB at hæve renten.

I et sådant scenario med aftagende vækst og stigende inflation, hvor centralbankerne enten nedsætter renten eller ikke "tør" hæve den, vil det sandsynligvis betyde, at vi vil se en stejling af rentekurven, dvs. at den lange rente stiger, mens den korte rente enten falder eller holder sig i ro.

#### *Hvad tro Dansk FI?*

Vi er af den opfattelse, at der er stor risiko for, at vi både vil opleve en større opbremsning i den økonomiske vækst i verdensøkonomien samt en højere inflation end de fleste økonomer forventer på nuværende tidspunkt. Vi er dog ikke af den opfattelse, at verdensøkonomien "ryger" i recession eller at inflationen totalt "ryger" ud af kontrol. Vi må sandsynligvis indstille os på nogle år med en langt mindre vækst i verdensøkonomien end vi har set i de seneste 5 år, og tiden med inflationsrater (både inflation og kerneinflation) under 2% kan også være en saga blot. Det vil ikke være urealistisk at tro, at vi kan komme til at opleve en stigning i kerneinflationen i Europa til op imod de 2,5-3,0% i løbet af de næste 2 år, hvilket næsten svarer til det nuværende generelle inflationsniveau. Det vil givetvis føre til en stigning i det nuværende renteniveau, hvor specielt de lange renter vil stige mest.

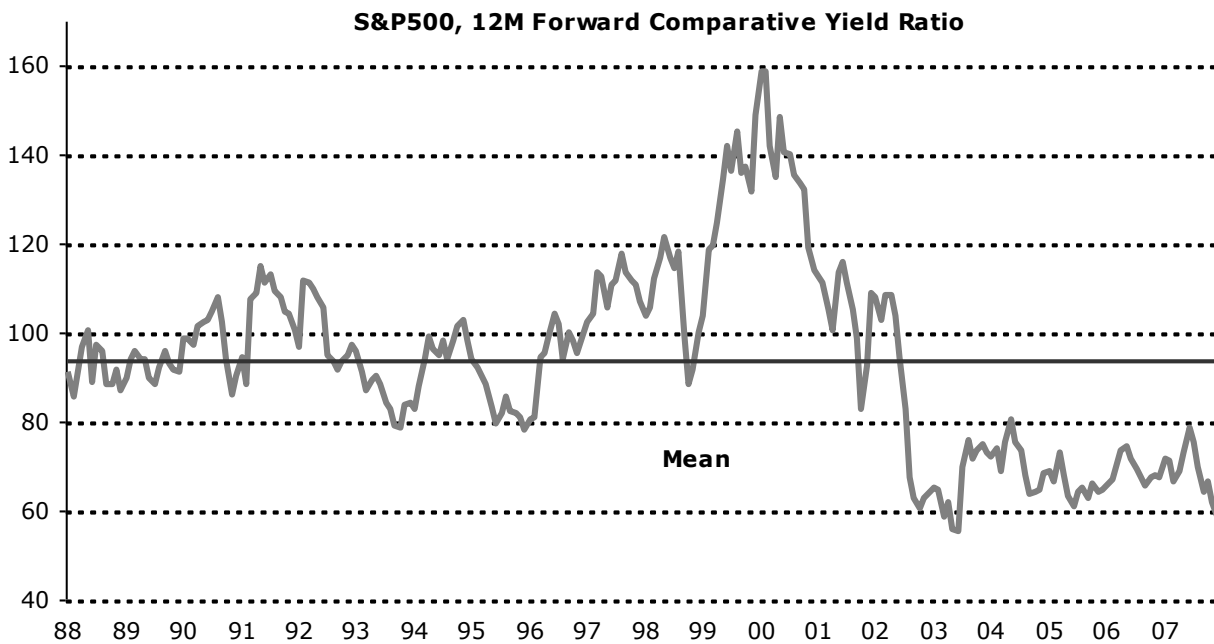
#### **Aktier**

Med ovenstående forventning omkring en aftagende vækst i verdensøkonomien og en stigende inflation, tegner der sig umiddelbart ikke de bedste udsigter for aktier. Men det afhænger naturligvis af prisen på aktierne. Hvis ovenstående forventninger allerede er inddiskonteret i aktiekurserne, kan det være en god idé at købe aktier nu. Det vil vi vurdere i det følgende.

Som det fremgår af grafen på side 8 virker aktierne umiddelbart utroligt billige, men som altid er det vigtigt at forholde sig til forudsætningerne bag grafen (Fed modellen). For at belyse dette, vil vi kort gennemgå Fed modellen igen. Fed modellen viser, hvordan aktiemarkedet (her udtrykt ved S&P 500 som er et aktieindeks indeholdende de 500 største børsnoterede virksomheder i USA) er prisfastsat i forhold til den 10 årige amerikanske statsrente. Som udtryk for prisfastsættelsen på aktiemarkedet ser man primært på, hvilken indtjeningen de enkelte selskaber forventes at realisere i det kommende regnskabsår (her 2008) og sætter dette i forhold til den nuværende aktiekurs/kursen på S&P indekset. Det afgørende er således, hvad forventer man, at selskaberne i S&P 500 vil tjene i 2008, samt hvordan udvikler den 10 årige amerikanske statsrente sig?

Hvis vi først ser på selskabsindtjeningen i S&P 500 for 2008, forventer aktieanalytikerne, at denne vil stige med hele 16% i 2008 i forhold til 2007. Efter vores vurdering er dette tal helt urealistisk. Virksomhederne står over for en aftagende økonomisk vækst og nogle højere råvarepriser, hvilket efter vores vurdering givetvis vil give mange virksomheder problemer med bare at fastholde indtjeningsniveauet for 2007. Vi er ikke ene om at synes, at aktieanalytikernes indtjeningsforventninger er alt for høje. For nylig var en aktiestrateg fra Morgan Stanley ude at spå om, at han forventede, at selskabsindtjeningen i S&P 500 virksomhederne i 2008 ville falde med mellem 5 og 10%. Det er noget af en forskel. Og denne aktiestrateg er faktisk meget på linje med mange makroøkonomer (økonomer som analyserer lande- og verdensøkonomien). Makroøkonomerne er generelt meget skeptiske med hensyn til virksomhedsindtjeningen i 2008, medens aktieanalytikerne er meget positive.

Vi er meget enig i aktiestrategen fra Morgan Stanleys vurdering om, at virksomhedsindtjeningen kan falde med 10% i 2008 i forhold til 2007. Hvis vi lægger denne betragtning ind i nedenstående graf, vil vi, alt andet lige, få en værdi på 77. Dvs. at aktierne er knapt så billige, som de umiddelbart ser ud til, men de er fortsat billige!



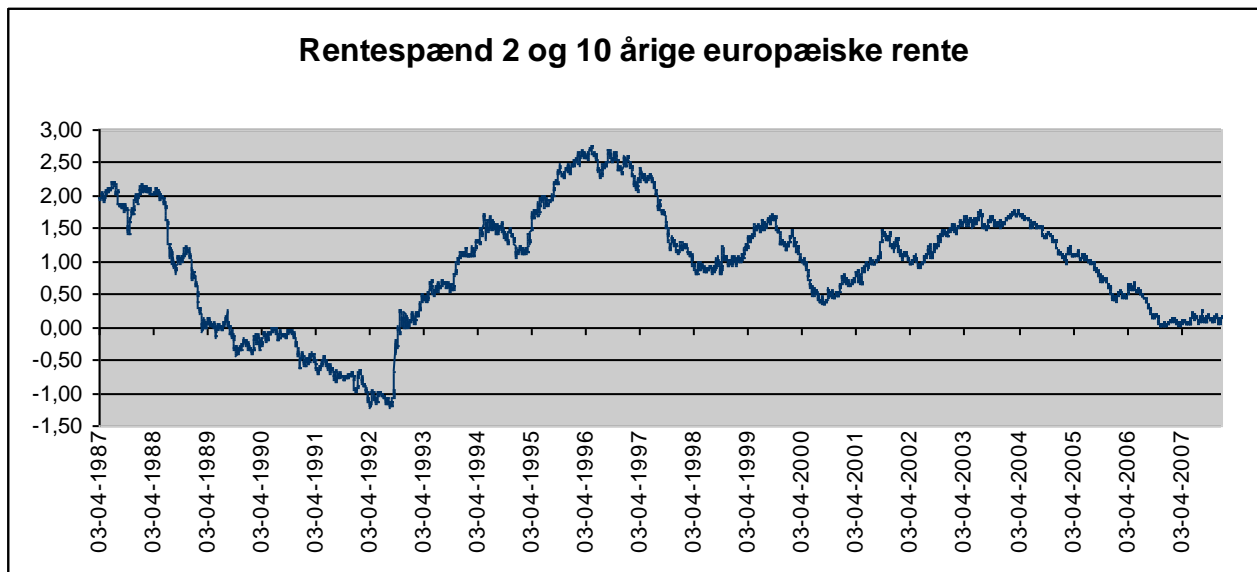
Hvis inflationen stiger i løbet af 2008, kan det nuværende niveau for den 10 årige amerikanske statsrente vise sig at være for lavt. Dermed vil prisfastsættelsen af aktiemarkedet på nuværende kursniveau bevæge sig mere op imod ligevægt. Ved en forventning om en mindre stigning i den 10 årige amerikanske rente, vil aktierne fortsat ikke være ”for dyre”.

Vi er således af den opfattelse, at aktiemarkedet pr. 31.12.2007 var tæt på fair prisfastsat selv med en forventning om et fald i selskabsindtjeningen i 2008 på op imod 10%, samt en mindre stigning i den 10 årige rente. Pr. 18.01.2008 er det efterhånden ved at gå op for mange økonomer, at vi står over for en hårdere opbremsning i økonomierne end ventet. Aktieanalytikerne er desuden begyndt at nedjustere deres indtjeningsforventninger til selskaberne i 2008. Det har betydet, at aktiemarkederne er faldet betydeligt i starten af januar, hvorfor aktierne er begyndt at se billige ud, selv med vores skeptiske syn på selskabsindtjeningen og den 10 årige rente.

## Obligationer

Med baggrund i forventningen om en aftagende økonomisk vækst, samt risiko for en stigning i kerneinflationen, skal man også i 2008 være meget påpasselig på obligationsmarkedet. Vi tror som omtalt ikke på, at hverken økonomisk vækst eller inflationen ”kører” helt af sporet i 2008, men der er risiko for, at begge dele kan overraske negativt. Det kan betyde, at vi vil se, at forskellen mellem den korte og lange rente bliver udvidet. Hvis man betragter renteforskellen mellem den 2 og 10 årige rente i grafen nedenfor, har renteforskellen stort set været 0 i de seneste 2 år, hvor den har ligget omkring 0,5-1,0% point i perioden 1998-2006. Vi tror, at renteforskellen i løbet af 2008 kan udvide sig til et niveau på omkring de 0,5-1% point, evt. via en kombination af en faldende 2 årig rente og en stigende 10 årig rente.





Derfor anbefaler vi som udgangspunkt en kombination af korte og mellemlange lavt forrentede obligationer for private midler, medens selskabs- og pensionsmidler kan placeres i en kombination af korte, højt forrentede og variable obligationer.

18. januar 2008

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.