

Kvartalsrapport for 2. kvartal 2007

Udvikling i 2. kvartal 2007					
Aktieindeks	Værdi	Værdi	Ændring i 2.kvt.	Afkast i 2.kvt.	Afkast i 2007
	30.03.07	29.06.07			
OMX CPH*	443,92	476,08	32,16	7,24%	12,43%
OMX C20*	466,59	483,69	17,10	3,66%	9,56%
MSCI World*	8.471,09	8.829,00	357,91	4,23%	5,14%
MSCI USA*	7.518,96	7.825,67	306,71	4,08%	3,47%
MSCI Europa*	11.050,12	11.632,94	582,82	5,27%	7,51%
MSCI Japan*	18.479,41	18.072,93	-406,48	-2,20%	-0,47%
*opgjort i DKK ex. udbytte					
Renteudvikling i Danmark	Rente	Rente	Ændring i 2.kvt.	Afkast i 2.kvt.	Afkast i 2007
	30.03.07	29.06.07			
Refi-renten	4,00	4,25	0,25	1,03%	2,00%
Cibor 1 år rente	4,34	4,71	0,37	1,13%	2,21%
4% STAT 2008	4,11	4,46	0,35	0,64%	1,29%
5% STAT 2013	4,01	4,60	0,59	-2,10%	-1,80%
7% STAT 2024	4,20	4,73	0,53	-4,54%	-5,40%
4% NYK 2038	4,83	5,27	0,44	-3,48%	-2,60%
EFFAS 1-5**				-0,41%	0,25%
**: Udtrykker markedsafkastet for danske statsobligationer med en løbetid på 1 - 5 år					
Valutakurser	Værdi	Værdi	Ændring i 2.kvt.	Afkast i 2.kvt.	Afkast i 2007
	30.03.07	29.06.07			
USD/DKK	5,59	5,51	-0,08	-1,43%	-2,65%
EUR/DKK	7,45	7,44	-0,01	-0,13%	-0,27%
JPY/DKK	0,0474	0,0447	-0,0027	-5,70%	-5,89%

Udviklingen på de finansielle markeder i 2. kvartal 2007

Aktiemarkedet

Der er realiseret fornuftige afkast på aktiemarkedene i 2. kvartal. Som det fremgår af skemaet oven for, har de fleste aktiemarkeder oplevet en stigning i niveauet 4-5%, dog med undtagelse af det japanske marked, som faldt med 2,2%. Faldet på det japanske aktiemarked skyldes primært et fald i den japanske yen på 5,7% over for danske kroner. Korrigeret for valutaeffekten, ville det japanske aktiemarked have vist en stigning på knap 4%.

Efter den store rystetur på aktiemarkedet i februar, er optimismen igen gradvist vendt tilbage. Dette har ført til stigende kurser frem til juni, hvor aktiemarkedet igen blev mindet om, at der kan være optræk til "uvejr". Denne gang var det først en advarsel fra Alan Greenspan om, at det kinesiske aktiemarked står over for en større korrektion og at der kan forventes et højere renteniveau samt en udvidelse af kreditspændende. Herudover kom nogle Hedge Fonde, der havde specialiseret sig i at låne penge til de mest risikofyldte huskøbere, i problemer. Eks. måtte Bear Sterns således indskyde 3,2 mia. dollars i én af sine fonde, for at undgå at den kuldsejlede. Disse advarsler og problemer medførte, at aktiemarkedet

”dykkede” nogle gange i løbet af juni måned, men aktierne har dog formået at ”hente det meste hjem igen”.

Alan Greenspans advarsel og betydningen af de risikofyldte lån vil blive kommenteret under afsnittet ”Forventninger”.

Obligationsmarkedet

Der har hersket en negativ stemning på obligationsmarkedet i 2. kvartal. Renterne er steget med 0,25-0,35% point for de korte obligationer og med lidt over 0,5% point for de lange obligationer. Dette har resulteret i, at de mellemlange og lange obligationer har realiseret negative afkast i 2. kvartal. Det største negative afkast er realiseret på 7% STAT 2024, som har givet et negativt afkast på 4,54%. Det bedste afkast er også i 2. kvartal opnået ved at have sine penge placeret som 1 års aftaleindlån (CIBOR 1 år), hvor afkastet, jf. skemaet på side 1, har været på 1,13% .

Den europæiske centralbank (ECB) har hævet renten én gang med 0,25%, medens den amerikanske centralbank (Fed) i kvartalet har valgt at fastholde sin rente uændret.. Dette er der ikke noget overraskende i, men de efterfølgende pressemeddelelser fra henholdsvis ECB og Fed har lagt op til, at der sandsynligvis kommer et par renteforhøjelser mere i Europa, medens renten i USA holdes i ro, dog med risiko for yderligere én rentestigning. Disse udtalelser var ikke det, der var forventet på obligationsmarkedet. Som vi beskrev i Kvartalsrapport for 1. kvartal 2007, ventede markedet i stedet kun 2 yderligere renteforhøjelser á 0,25% i Europa, hvorefter renten ville blive nedsat med 0,25% point, og der blev talt om en snarlig rentenedsættelse i USA. Disse forventninger viste sig at være forkerte, hvorfor reaktionen på obligationsmarkedet har været negativ.

Som det fremgår af skemaet på side 1 er renten på 5% STAT 2013 lavere end CIBOR 1 års renten. Det må betyde, at obligationsmarkedet forventer 2 yderligere rentestigninger fra ECB og Nationalbanken, hvorefter den næste rentemanøvre fra centralbankerne bliver en rentenedsættelse. Troen på en rentenedsættelse lever således stadig. Den er bare blevet skudt lidt længere ud i horisonten. Der er således fortsat risiko for skuffelser på obligationsmarkedet, hvis centralbankerne ikke ændrer deres renteretorik i løbet af 3. kvartal.

Valutamarkedet

Den amerikanske dollar faldt i 2. kvartal knapt 1,5% over for den danske krone. Der har imidlertid været mere pres på den japanske yen, som faldt med hele 5,7% over for den danske krone. Den svage japanske yen skyldes sandsynligvis, at der igen er blevet etableret mange lånearrangementer, hvor lån til en lav rente i Japan spekulativt placeres i Højrentelande/værdipapirer. Disse låne- og investeringsarrangementer benævnes ”carry trades”. Umiddelbart virker det tillokkende at lave carry trades. Den officielle rente i Japan er kun på 0,5%, og ydermere forventes det, at renten kun vil blive forhøjet med 0,25% point i løbet af 2007. Til sammenligning er ECBs rente 4,0%, og denne rente forventes hævet til 4,50% i løbet af 2007. Det giver en forventet renteforskel på hele 3,75% point mellem Japan og Euroland. Denne renteforskel virker umiddelbart tillokkende, og sammenlignes den japanske rente med Højrentelande som Tyrkiet og Island, er den forventede renteforskel et stykke over 10% points.

Men hvad der umiddelbart virker som en ”pengemaskine”, at låne til en lav rente og placere til en høj, har oftest en bagside. Hvis valutakursen på lånevalutaen pludselig stiger kraftigt over for

placeringsvalutaen, kan renteforskellen hurtigt blive ”spist op”. Vi oplevede en lille forsmag på dette i februar måned, hvor den japanske yen på kort tid steg med 5%, da nogle lånearrangementer blev tvangslukket. Også i 1. halvår af 2006 år fik enkelte højrentevalutaer pludselig en hård medfart. Således faldt den islandske krone med 22% over for euroen og den danske krone. Disse bevægelser vidner om, at det ikke er risikofrit at lave spekulative lånearrangementer. Vi er nervøse for, hvilken afsmittende effekt det kan få på andre typer af investeringer, hvis der kommer en lang række tvangslukninger af carry trades.

Den økonomiske udvikling i 2. kvartal 2007

Europa

Det europæiske opsving fortsatte i 2. kvartal 2007. Væksten forventes at have været 2,5-3,0% sammenlignet med 2. kvartal 2006, og inflationen har holdt sig på et niveau omkring 1,8%. Inflationen holder sig således stadig i ro, medens væksten har overrasket positivt. Det har især været væksten i Tyskland, og i særdeleshed i den tyske byggesektor, som har medvirket til den robuste vækst i Euroland i 2. kvartal af 2007.

Den økonomiske udvikling i Europa i 2. kvartal 2007 er således forløbet stort set som forventet, med et lille plus til den positive side.

USA

De seneste opgørelser af væksten i den amerikanske økonomi i 1. kvartal 2007 viser, at væksten kun har været på 0,7% sammenlignet med samme kvartal sidste år. Det tyder på, at nedgangen på boligmarkedet har ramt den amerikanske økonomi hårdere end forventet. De foreløbige skøn for væksten i 2. kvartal 2007 tyder på, at der er kommet mere gang i økonomien igen. Væksten forventes at have været på ca. 2,5-3,0% i 2. kvartal 2007 sammenlignet med samme kvartal i 2006.

Inflationen, målt ved stigningen i forbrugerpriserne, har længe ligget et godt stykke over Fed's mål på 2,0%. De seneste målinger fra april og maj har vist et faldende niveau. Kerneinflationen (forbrugerpriserne rensset for fødevarer og energi) faldt fra 2,7% i februar til 2,3% i maj. Det kunne tyde på, at kerneinflationen er på vej ned mod Fed's målsætning på 2,0%.

Der har således efter en skuffende vækst i 1. kvartal været en rimelig fremgang i den amerikanske økonomi i 2. kvartal 2007, og inflationen har været aftagende.

Japan

Den japanske økonomi er godt i gang med det længe ventede opsving. Væksten forventes at have været på 2,5-3,0% i 2. kvartal 2007 sammenlignet med samme kvartal 2006. Arbejdsløsheden faldt til ca. 4%, hvilket er det laveste niveau siden 1998, og virksomhederne melder nu i stigende grad om mangel på arbejdskraft. Inflationen er fortsat næsten ikke eksisterende, men der er trods alt stadig tale om inflation og ikke deflation (faldende priser).

Opsvinget i Japan har således udviklet sig helt som forventet i 2. kvartal 2007.

Samlet omkring den økonomiske udvikling i 2. kvartal 2007

I Europa og Japan har den økonomiske vækst i 2. kvartal 2007 stort set været som forventet med et lille plus til den positive side i Europa pga. en stærk vækst i Tyskland. Inflationen har i såvel Europa som i Japan været på det forventede niveau.

Den amerikanske vækst kom igen tilbage på sporet i 2. kvartal 2007 og kerneinflationen har overrasket svagt positivt ved at falde lidt mere end forventet, om end niveauet fortsat er vel højt.

Forventninger

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

Økonomi

Efter en forholdsvis hård opbremsning i den amerikanske økonomi i 1. kvartal 2007 er der i 2. kvartal 2007 kommet lidt mere gang i økonomien i USA igen. Det bekræftes også af den seneste ISM-rapport for juni (de amerikanske indkøbschefer forventninger), hvor der meldes om stigende produktion og ordreindgang. Fremgangen sker dog fra et skuffende niveau i 1. kvartal 2007, hvorfor det er vanskeligt at vurdere, hvor stærk fremgangen reelt er.

Den tilsvarende rapport fra de europæiske indkøbschefer for juni viste en fremgang fra indeks 55 til 55,6, men det skyldtes udelukkende en pæn fremgang i det tyske indeks, idet der faktisk var tale om et fald i såvel Frankrig som i Italien. Det er således primært den tyske økonomi, der forventes at sikre pæn økonomisk vækst i Europa. Hvis tendensen fortsætter, kan det gøre opsvinget mere skrøbeligt, idet det således kun er den ene af Europas 3 store økonomier, der er i fulde omdrejninger.

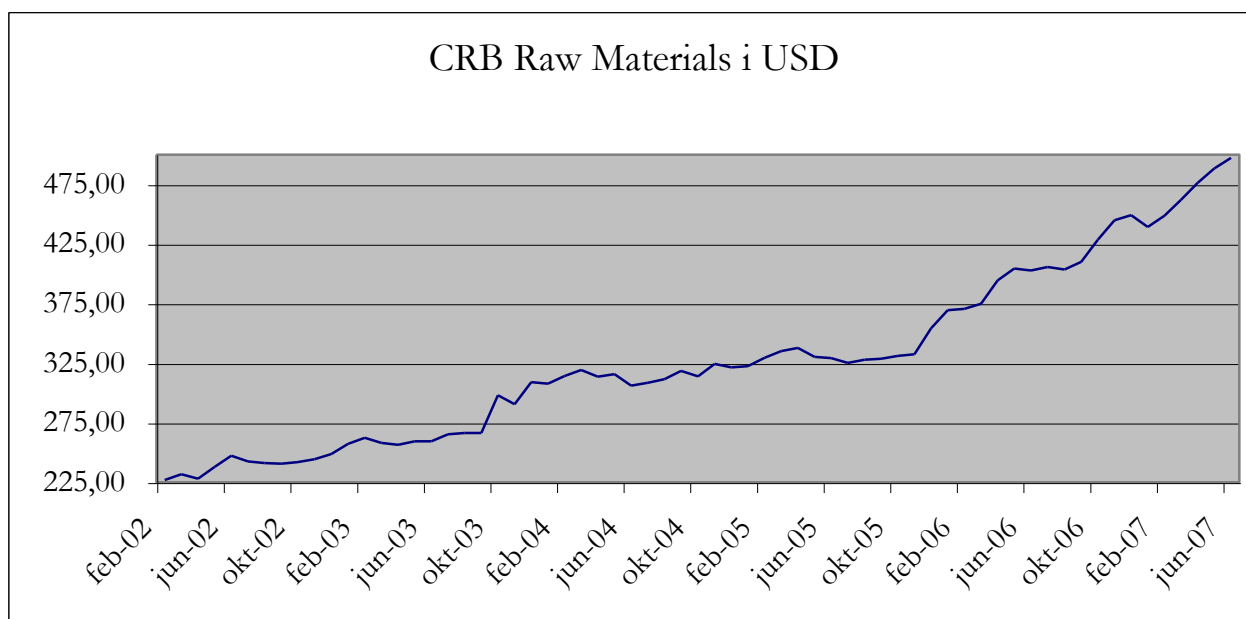
I Japan viste den seneste TANKAN rapport et uændret niveau på indeks 23. Et tal på 23 betragtes som værende højt, hvilket betyder, at de store japanske virksomheder ser optimistisk på den nærmeste fremtid. Det indikerer, at opsvinget i Japan fortsætter med en fornuftig vækst i niveauet 2,5-3,0%.

Det ser således umiddelbart ud som om, at den økonomiske vækst fortsætter på et fornuftigt niveau i såvel Europa som Japan, medens der er lidt mere tvivl omkring styrken af væksten i USA. Inflationen ser ikke ud til at give problemer på helt kort sigt, idet den har været aftagende i de seneste måneder i USA, og har stabiliseret sig på et rimeligt niveau i Europa. I Japan er inflationen - som tidligere nævnt - fortsat yderst beskedent.

Men efter vores vurdering, kommer der stadig flere mørke skyer på himlen, der kan påvirke såvel vækst- som inflationsudsigterne negativt. Det vil vi kommentere i det følgende.

Råvarepriserne fortsætter med at stige

Som det ses af grafen neden for, har råvarepriserne (CRB Raw Materials) genoptaget den stigende trend, de har været inde i siden februar 2002. Alene i det sidste halve år er råvarepriserne målt i USD steget med ca. 35%. Denne stigningstakt vil på et tidspunkt enten resultere i en stigning i inflationen eller også må virksomhederne acceptere en lavere overskudsgrad, idet virksomhederne ikke over længere tid kan forventes at foretage rationaliseringer i samme omfang, som stigningen i råvarepriserne rammer produktionsomkostningerne i virksomhederne.



Risikable nye låntyper udgør en trussel for økonomien

I løbet af 2. kvartal har der været fokus på de mest risikable huslån i USA, de såkaldte Sub Prime lån til låntagere, der ikke er kreditværdige til at få et almindeligt lån. Der betales selvfølgelig en højere rente for den forøgede risiko. Ved at tage en række af disse lån og ”pakke dem sammen” i en portefølje af lån, har det været muligt at sælge disse pakker til mange investorer. Da økonomien udviklede sig positivt i USA, smittede det selvfølgelig positivt af på disse pakker, idet kun meget få låntagere havde problemer med at afdrage på deres gæld. Det medførte, at merrenten på disse lån faldt. Problemet med disse låntyper er imidlertid, at de er meget følsomme over for selv små ændringer i det økonomiske klima, da låntagerne ofte ikke har økonomiske værdier af betydning til at stå imod med. Forværres den økonomiske situationen bare lidt for låntager, vil det ofte føre til misligholdelse af lånet.

Det er ikke kun de såkaldte Sub Prime lån, der er blevet pakket sammen i porteføljer og solgt til investorer. Der er tale om mange andre typer af lån, bl.a. er en række virksomhedsovertagelser fra Kapitalfonde blevet finansieret ved at pakke lånene ind og sælge dem til bl.a. Pensionskasser. Pensionskasserne har samtidig ofte været sælger af de virksomheder, Kapitalfondene har købt. Dvs. at sælger af virksomheden har været med til at finansiere overtagelsen. Det pudsige ved en række af disse overtagelser har været, at Kapitalfondene har kunnet finansiere sig billigere end velkonsoliderede virksomheder i samme branche som den solgte virksomhed. Det kan undre, at en velkonsolideret virksomhed med udsigt til synergieffekter skal betale en højere rente end en Kapitalfond, der ofte ikke har udsigt til synergieffekter. Rentemarginalen på disse ”indpakkede” lån må dermed være presset langt

ned. Risikoen kan sikkert skjules bedre ved at lave en anden indpakning for at gøre det lettere for udsteder at sælge produktet, men risikoen forsvinder altså IKKE med en anden indpakning!

Der er lavet mange indpagningslån, og kreditinstituttet Standard & Poor's har for nylig konkluderet, at der er lavet mange lån, der ikke har den fornødne sikkerhed bag sig. Det medfører, at der kan ligge mange latente problemer forude, når køberne af disse lån begynder at "pakke deres gave ud", og får set lånene efter i sømmene. Den manglende fokus på kreditsikkerhed er et udtryk for den alt for høje risikovillighed, der har hersket på de finansielle markeder gennem et stykke tid. Derfor er der givetvis blevet lånt mange penge ud til projekter, der ikke er bæredygtige på længere sigt. En forværring af de økonomiske konjunkturer, kan således resultere i en række større tab og dermed forstærke en økonomisk tilbagegang.

Førende uafhængige eksperter har tændt advarselsslamperne

Flere eksperter og organisationer har advaret om en stigende risiko på de finansielle markeder. Når prominente og respekterede personer/organisationer som Alan Greenspan (tidligere chef for den amerikanske centralbank), Warren Buffet (nok verdens bedste investor gennem tiderne og kaldt Oraklet fra Ohama), Jean Claude-Trichet (chef for ECB), Standard & Poor's (se afsnit oven for) og den uafhængige økonomiske tænketank OECD, alle advarer om faresignaler på de finansielle markeder, skal man tage advarslerne alvorlige.

Den røde tråd i deres advarsler må være, at det lave renteniveau har medført, at mange investorer har udvist en alt for stor risikovillighed, hvilket har drevet priserne på mange investeringsaktiver for højt op. Desuden er sammenhængene på de finansielle markeder blevet ændret, så de i stigende grad er blevet forbundne kar, men i hvilken grad og omfang er ukendt. Nu hvor renten er på vej op, kan der forventes nogle større korrektioner på udvalgte aktiver, og den afsmittende effekt på andre aktiver er det vanskeligt at forudse.

Det gode råd her og nu er: Pas på, vær forsigtig og lad være med at blive grådig. Risikoen for en større korrektion på de finansielle markeder er blevet større.

Konklusion

Vi er ikke blevet sortseere. Vores forventning er, at verdensøkonomien sandsynligvis vil udvikle sig fornuftigt i den kommende periode, men der er begyndt at vise sig nogle faresignaler, der skal tages alvorlige. Risikoen for negative overraskelser er størst, og overraskelserne kan meget vel komme fra de finansielle markeder, hvor risikovilligheden i nogen tid har været uholdbar høj.

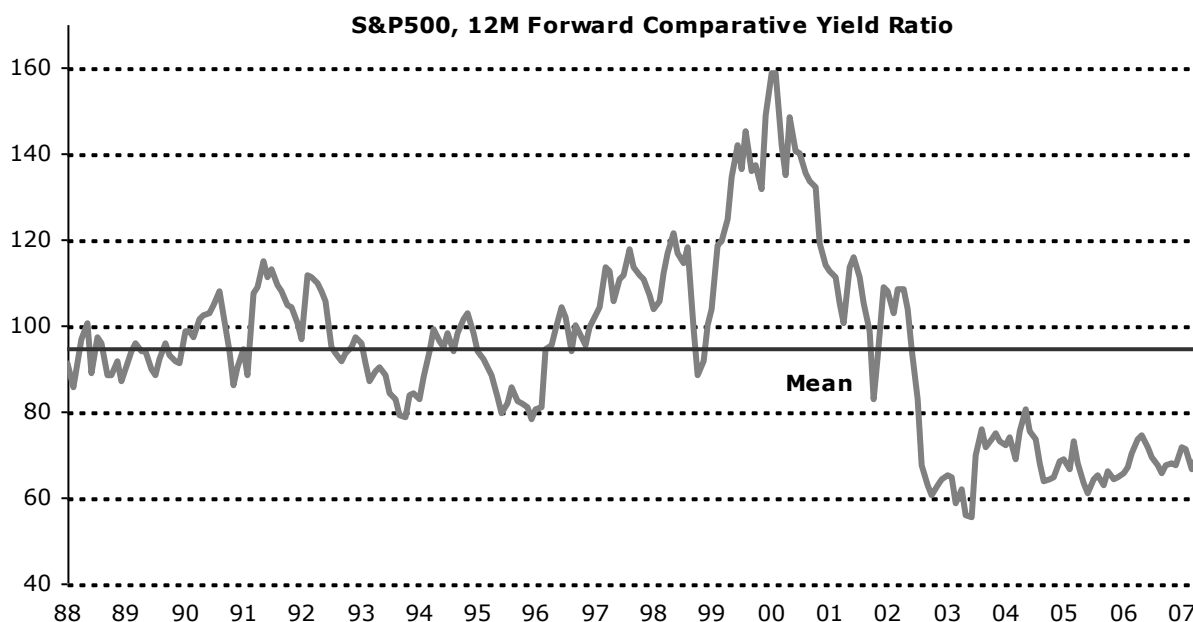
Derfor vil vi generelt anbefale en forsigtig investeringsprofil, hvor det anbefales at undlade investering i de mest risikable områder såsom Emerging Markets og Højrentelande.

Aktier

Som det fremgår af grafen på næste side, er aktierne fortsat relativt billige, når der sammenlignes med den 10 årige obligationsrente. Med forventning om stigende rente og en knap så høj indtjeningsvækst i virksomhederne, tegner grafen nok et lidt for positivt billede af potentialet i aktiemarkedet. Vi er af den opfattelse, at aktiemarkedet på nuværende tidspunkt er fair prisfastsat, forudsat at renten som forventet kun stiger beskedent. Det bemærkes, at grafen på næste side er for S&P 500, dvs. de 500 største amerikanske selskaber. Sammenhængen er dog den samme, hvis der laves en tilsvarende sammenligning for de største europæiske selskaber. Men investeres der i small caps (mindre aktier) eller i aktier i

Emerging Markets, er sammenhængen en anden. Her er der risiko for en ubehagelig overraskelse, idet risikopræmien ved at købe disse aktivtyper er historisk lave.

Derfor anbefaler vi primært, at købe aktier i de store virksomheder på de veletablerede kapitalmarkeder.



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 fortsat en neutral til undervægt i aktier, så der er likviditet til at samle op, hvis aktierne pludselig skulle komme ud for en større nedtur i 2007. Desuden anbefales det primært at investere i de store velrenommerede virksomheder.

Obligationer

Den amerikanske centralbank forventes fortsat at holde renten i ro resten af året, medens den europæiske centralbank og Nationalbanken sandsynligvis vil hæve renten 2 gange mere á $0,25\%$ point i 2007. Dette er, hvad der er indeholdt i prisfastsættelsen på obligationsmarkedet. Vi er meget enig i denne vurdering. Obligationsmarkedet indikerer herefter, at den næste rentebevægelse fra ECB vil være en rentenedsættelse. Vi er noget skeptiske over for denne vurdering, idet inflationen kan blive højere end forventet, idet stigende råvarepriser og udsigten til forholdsvis høje lønstigninger i såvel Danmark som i Europa generelt, kan give et opadgående pres på forbrugerpriserne.

Af grafen på side 8 fremgår det, at den 30 årige byggerente, selv med den seneste tids rentestigning, befinder sig på et relativt lavt niveau, set i forhold til niveauet gennem de sidste 15 år.

Denmark, Mortgage Benchmarks, 30 year, Yield, Close, DKK



Source: Reuters EcoWin

Derfor anbefaler vi at investere i forholdsvis korte obligationer for private midler, medens selskabs- og pensionsmidler herudover kan placeres i højt forrentede obligationer.

12. juli 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.