

Kvartalsrapport

4. kvartal 2010

RESUME

Økonomiske udsigter

Den økonomiske vækst har i 4. kvartal 2010 stort set udviklet sig som forventet, men der er i flere lande tegn på, at stigende fødevarer- og råvarepriser er på vej til at skabe en uønsket stigning i inflationen. Dette er specielt kritisk i lande som Indien og Kina, hvor en stor andel af befolkningens disponible indkomst bruges til fødevarer. Det kan skabe social uro.

2011 bliver økonomisk et spændende og udfordrende år. I Europa bliver de seneste års lempelige finanspolitik afløst af besparelser for at rette op på de store budgetunderskud, medens USA for at fremme den økonomiske vækst har valgt at bibeholde tilskudsordningerne og dermed forøge gældssætningen, en gældssætning der dog snart skal nedbringes. I Emerging Markets har den økonomiske vækst været så høj, at der generelt er gennemført vækstdæmpende tiltag, der i løbet af 2011 forventes at dæmpe væksten. Samlet set er der således i 2011 store udfordringer for verdensøkonomien. 2011 bliver ikke vækstmæssigt et jubelår. Det er fortsat vores vurdering, at der er i det kommende år er betydelige udfordringer for verdensøkonomien.

Aktiemarkedet

4. kvartal 2010 viste pæne stigninger på aktiemarkedene og 2010 blev et godt år for de fleste aktieinvestorer.

Det er fortsat vores vurdering, at aktieanalytikerens forventninger til selskabers indtjeningsfremgang kan skuffe. Derfor bør aktieinvestorer fortsat undervægte deres aktieandel, og det vil ikke undre os, hvis vi i 2011 kommer til at opleve negative afkast på aktiemarkedene. En stigende inflation i Emerging Markets gør, at aktieinvestorer bør reducere deres overvægt af Emerging Markets aktier.

Obligationsmarkedet

På grund af en stigende råvare- og fødevarerinflation anbefaler vi obligationsinvestorer at undervægte obligationsporteføljens varighed.



FORMUE- & INVESTERINGSPLEJE A/S
Fondsmæglerselskab

Udvikling i 4. kvartal 2010					
Aktieindeks	Værdi	Værdi	Ændring i 4.kvt.	Afkast i 4.kvt.	Afkast i 2010
	30.09.10	30.12.10			
OMX CPH*	361,09	395,20	34,11	9,45%	31,18%
OMX C20*	416,96	457,58	40,62	9,74%	35,91%
MSCI World*	6.438,40	7.181,20	742,80	11,54%	18,41%
MSCI USA*	5.936,87	6.737,59	800,72	13,49%	22,34%
MSCI Europa*	7.639,50	8.172,82	533,32	6,98%	9,19%
MSCI Japan*	12.165,55	14.001,63	1836,08	15,09%	22,53%
*opgjort i DKK ex. udbytte					
Renteudvikling i Danmark	Rente	Rente	Ændring i 4.kvt.	Afkast i 4.kvt.	Afkast i 2010
	30.09.10	30.12.10			
Rente på indskudsbeviser	0,50	0,70	0,20	0,15%	0,64%
Cibor 1 år rente	1,75	1,76	0,01	0,44%	1,80%
4% STAT 2012	1,01	0,95	-0,06	0,69%	3,92%
4% STAT 2015	1,70	2,07	0,37	0,04%	7,49%
7% STAT 2024	2,62	3,30	0,68	-3,58%	10,31%
4% NYK 2038	3,98	4,36	0,38	-1,31%	7,47%
EFFAS 1-5**				0,43%	4,11%
**: 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 2010
	30.09.10	30.12.10			
USD/DKK	5,46	5,61	0,15	2,75%	8,09%
EUR/DKK	7,45	7,45	0,00	0,00%	0,13%
JPY/DKK	0,066	0,069	0,003	4,55%	23,21%

Udviklingen på de finansielle markeder i 4. kvartal 2010

Aktiemarkedet

2010 blev et godt år for de fleste aktieinvestorer.

Jf. skemaet oven for har der i 4. kvartal 2010 målt i DKK været ganske pæne stigninger på alle aktiemarkeder. MSCI Europa steg med knap 7%, men den største stigning finder vi i Japan, hvor MSCI Japan steg med 15%. De store stigninger i årets sidste 4-5 måneder kan skyldes, at investorerne blev nervøse for at gå glip af endnu en aktiestigning, hvorfor mange investorer valgte at sælge ud af deres obligationsbeholdning og i stedet købe aktier og andre risikofyldte aktiver så som virksomhedsobligationer, højrenteobligationer og råvarebaserede investeringer. Kort sagt har investorerne igen fået mod på risiko, og glemt er gældsproblematikken i den vestlige verden og risiko for double dip i verdensøkonomien. Dette selvom risikofyldte aktiver som aktier, virksomhedsobligationer og råvarer ER steget markant.

2010 blev et godt år for de fleste aktieinvestorer. Det danske OMX C20 indeks steg med knap 36%, hvilket er den samme stigning som i 2009, og der har målt i DKK også været pæne aktiestigninger på de udenlandske aktiemarkeder, hvor MSCI Europa steg med 9%, medens MSCI World steg med 18%.

MSCI Japan og USA topper med en stigning på ca. 22%. Så alt ser umiddelbart lyserødt ud, men bag tallene viser der sig en mere nuanceret virkelighed.

Det er langt fra alle aktier, som er steget, og har investorer været uheldig i 2010 at satse på de forkerte aktier eller aktietyper, kan de sagtens have fået et ringe afkast i 2010. Som eksempler kan nævnes, at Vestas i 2010 faldt med hele 44%, og det danske SmallCap indeks (indeks for de mindre danske aktier) steg kun med 2,4%. At det også har været vanskeligt for eksperterne at vælge de rigtige danske aktier illustreres meget godt af, at der har været stor forskel på det afkast, som investeringsforeninger med danske aktier har præsteret. Således er kursen på BL&S Danske Aktier i 2010 steget med hele 36,1%, medens kursen på Alfred Berg Danmark kun er steget med 16,2%, og i Europa som helhed, har de gældsplagede landes aktier haft et vanskeligt år. Spanske aktier faldt med 19,2%, irske med 13,1% og italienske med 10,7%. Det illustrerer med al tydelighed, at der i 2010 har været mange faldgrupper på aktiemarkedet.

Land	Aktieindeks	Afkast i DKK i Q4 2010	Afkast i DKK i 2010
Brasilien	Bovespa	4,57%	14,75%
Rusland	Micex	20,60%	34,73%
Indien	Sensex 30	4,91%	34,70%
Kina	Shanghai	8,20%	-3,64%

Der har også i 4. kvartal 2010 hersket en god stemning på aktiemarkedene i BRIK landene. Bedst er det gået i Rusland, hvor en kraftig stigning i olieprisen har resulteret i, at det russiske aktieindeks i 4. kvartal er steget med hele 20,6%. Udviklingen har været mere moderat i Brasilien og Indien, hvor indeksene er steget med knap 5%, medens de kinesiske aktier er steget med ca. 8%.

Som det fremgår af skemaet oven for, var der i 2010 målt i DKK store forskelle mellem afkastene i BRIK landene, hvor kinesiske aktier faktisk faldt med knap 4%, medens russiske og indiske aktier steg med næsten 35% og brasilianske med knap 15%. De store forskelle understreger, at aktievalget har haft stor betydning for den enkelte investors afkast i 2010. Ved årets begyndelse var det kun få eksperter, der forudså et negativt årsafkast i Kina.

Obligationsmarkedet

I takt med at aktierne steg i løbet af 4. kvartal 2010, faldt kurserne på obligationsmarkedet. Det var således tydeligt, at flere investorer valgte at sælge obligationer og købe aktier. Det var især de lange obligationer, der faldt med stigende renter til følge. Det medførte, at der i 4. kvartal 2010 på den lange statsobligation 7% STAT 2024 blev realiseret et negativt afkast på 3,58%, medens den korte statsobligation 4% STAT 2012 gav et positivt afkast på 0,69%.

Den negative udvikling på obligationsmarkedet svarer til vores forventning udtrykt i sidste kvartalsrapport, hvor vi skrev, at risikoen også på obligationsmarkedet var forøget væsentligt. Efter vores vurdering er der i 4. kvartal 2010 ikke blevet rykket væsentligt på de økonomiske udsigter, men ikke desto mindre er renten på de lange obligationer i 4. kvartal 2010 steget relativt pænt.

Valutamarkedet

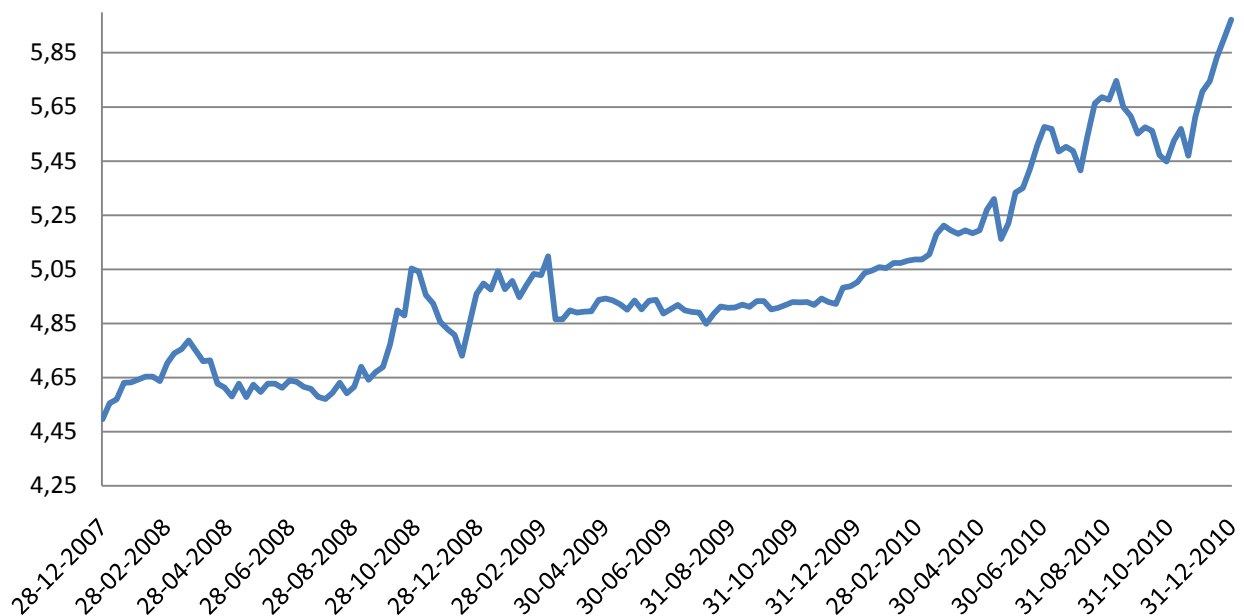
Euroen og danske kroner er i 4. kvartal 2010 blevet svækket over for såvel den amerikanske dollar som den japanske yen. Over for danske kroner steg dollaren med 2,75% og yennen med 4,55%. De samme valutaer er i hele 2010 steget med henholdsvis 8,09% og 23,21%. Svækkelsen af euroen og den danske krone skyldes blandt andet den europæiske gældskrise.

Japanske yen (JPY) og schweizerfrancen (CHF) har i flere år været yndede lånevalutaer. Da finanskrisen i efteråret 2008 brød ud begyndte mange låntagere at indfri deres lån i JPY og CHF, og denne tendens er fortsat i 2009 og 2010, hvilket har ført til markante styrkelser af de respektive valutaer. CHF har været en af de meget brugte lånevalutaer i Danmark, specielt i landbruget, og den markante styrkelse af CHF over for DKK har medført meget store tab for de danske låntagere. I Jyllandsposten den 4. januar 2011 var der en artikel, der belyste dette emne. De danske bankers udlån i CHF voksede fra 25 mia. kr. primo 2003 til et niveau omkring 89 mia. kr. primo 2009 (se grafen neden for). Udlånene var i november 2010 blevet nedbragt til et niveau omkring 40 mio. kr.



Indfrielse af CHF lån er givet vis ikke et isoleret dansk fænomen, men en global tendens, hvilket fra primo 2008 til ultimo 2010 har ført til en markant styrkelse af CHF på hele 33% (se grafen på næste side).

Udvikling i schweizerfranc mod danske kroner



Hvis de danske bankers udlånsudvikling i CHF er repræsentativ for det globale udlånsudvikling, er den største del af udlånsreduktionen i CHF overstået. Spørgsmålet er derfor, om der nu er en svækkelse af CHF på vej?

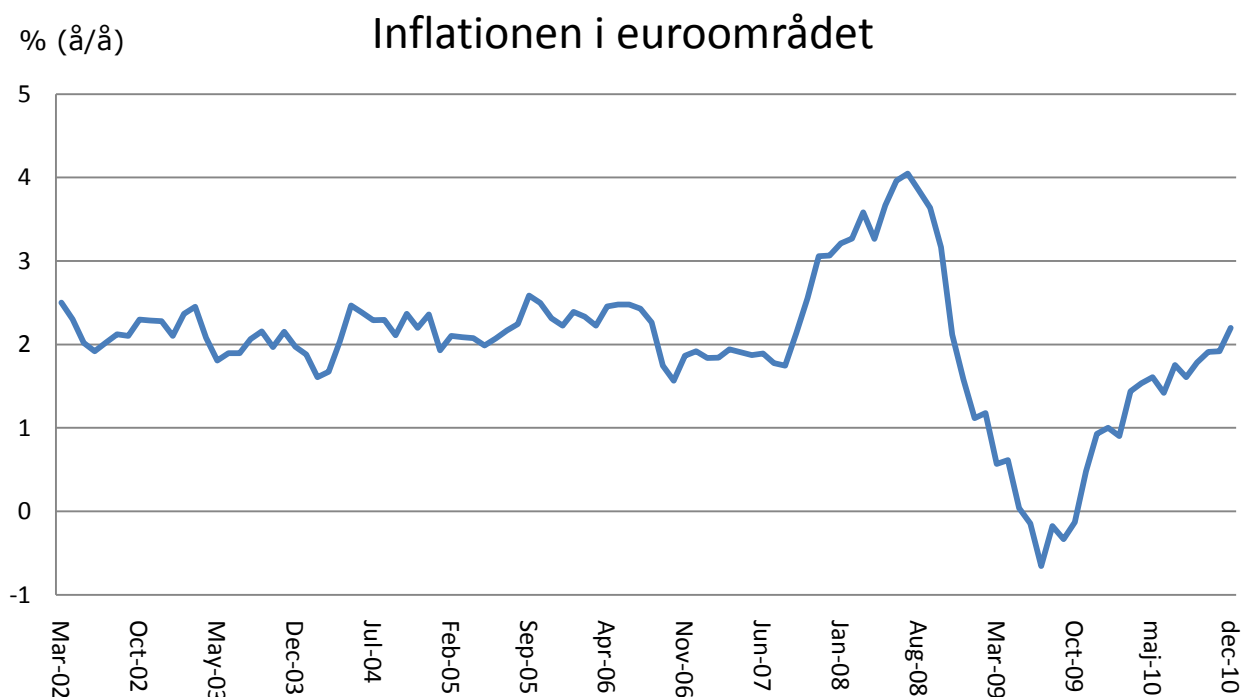
Den økonomiske udvikling i 4. kvartal 2010

Der er ikke i 4. kvartal 2010 sket meget konkret på den økonomiske front. Den økonomiske udvikling har stort set været som forventet.

Europa

Den økonomiske vækst er i såvel 3. som 4. kvartal 2010 aftaget som forventet. Således har den økonomiske vækst været på 1,5% p.a. i 3. kvartal 2010 sammenlignet med 2. kvartal 2010, og væksten forventes at have været på 1,3% p.a. i 4. kvartal sammenlignet med 3. kvartal 2010. Dette skal ses i lyset af en vækst på hele 3,9% p.a. i 2. kvartal 2010 sammenlignet med 1. kvartal 2010.

Inflationen er i 4. kvartal 2010 fortsat med at stige og ligger p.t. på 2,2%, hvilket er lidt over ECB's målsætning på 2,0%. Inflationen trækkes primært op af en kraftig stigning i energi- og fødevarerpriserne. Kerneinflationen (uden energi og fødevarer) ligger relativt stabilt med en stigning omkring 1%.



Kilde: Eurostat

USA

Den amerikanske vækst blev i såvel 3. som 4. kvartal 2010 større end forventet. Således forventes væksten i 3. kvartal 2010 sammenlignet med 2. kvartal 2010 at have været på 2,6%, og vækstraten forventes sammenlignet med kvartalet før at have været på samme niveau i 4. kvartal 2010.

Inflationen i USA er fortsat meget lav. Således viser den seneste måling fra november 2010 kun en stigning på 1,1% sammenlignet med november 2009. Den lave inflation gør det nemmere for den amerikanske centralbank (Fed) at fortsætte den meget lempelige pengepolitik, hvilket de på det seneste møde også gav udtryk for. De vil gerne holde renten lav, indtil der kommer gang i jobskabelsen.

Japan

Den økonomiske vækst i Japan har i såvel 3. som 4. kvartal 2010 stort set udviklet sig som forventet med en stigning i niveauet 1% p.a. sammenlignet med de forgangne kvartaler.

Inflation er fortsat et ikke-eksisterende ord i Japan. Således forventes inflationen i 4. kvartal 2010 at have ligget omkring 0%.

BRIK landene

Brasilien

Vækstraten i den brasilianske økonomi er på vej ned. Efter stigninger i både 1. og 2. kvartal 2010 på over 9% p.a. sammenlignet med samme periode året før, er den årlige vækstrate i 3. kvartal 2010 aftaget til 6,7% og et lidt lavere niveau i 4. kvartal 2010 sammenlignet med de tilsvarende perioder i 2009.

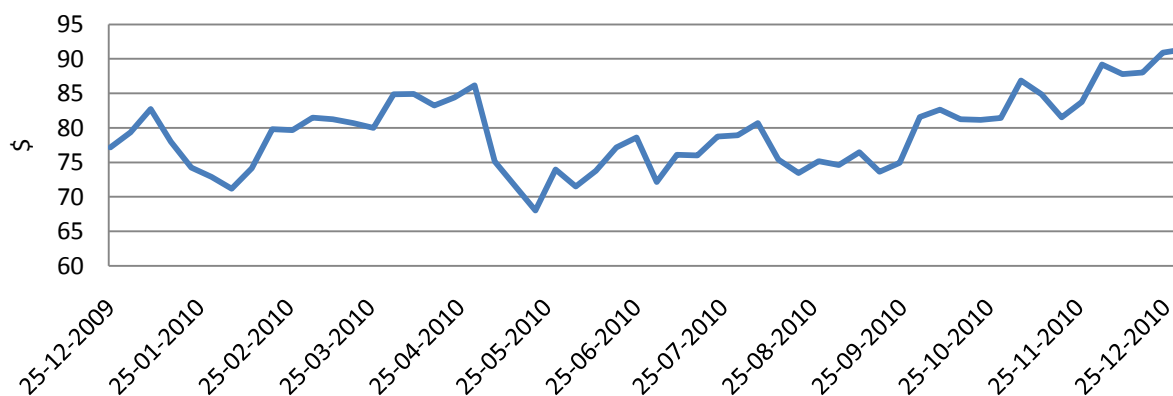
Vækstopbremsningen er helt efter ”planen”. Den brasilianske centralbank frygtede en overophedning af økonomien og hævede tidligere på året bl.a. den ledende rente (benævnt Selic renten) med 2% point til 10,75. Også reservekravene til bankernes udlån er i løbet af 4. kvartal 2010 blevet forøget alt sammen for at bremse væksten. Så i Brasilien hilses opbremsningen i væksten velkommen.

Den brasilianske centralbank opererer med et inflationsmål på 4,5% med et udsvingsbånd på 2% point. Den seneste måling for inflationen var på 5,63%. Inflationen bevæger sig således op imod den øvre ende af inflationsbåndet, godt hjulpet på vej af pæne råvare- og fødevareprisstigninger. Hvis inflationen ikke snart viser tegn på at aftage, kan yderligere rentestigninger ikke udelukkes.

Rusland

Væksten i den russiske økonomi forventes at være aftaget fra et niveau omkring 4,2% p.a. i 1. halvår af 2010 til et niveau lige under 4% p.a. i 2. halvår. Væksten forventes dog i slutningen af 4. kvartal at være tiltaget en kende, idet olieprisen er steget pænt. Rusland er en af verdens største olieeksportører, og deres industri er i høj grad bygget op omkring olieindustrien, hvorfor den russiske økonomi nyder gavn af en stigende oliepris. Som det kan ses af nedenstående graf, er olieprisen målt i USD i løbet af 4. kvartal 2010 steget med over 10%, hvilket forventes at have bidraget til en forøget økonomisk vækst.

Crude Oil (Dollar pr. tønde)



Kilde: Danske Bank

Inflationen er desværre igen ved at blive et problem i Rusland. Således har inflationen været stigende gennem det seneste halve år, og seneste måling for inflationen i december 2010 sammenlignet med december 2009 viste en stigning på 8,7% p.a. Det er primært kraftigt stigende fødevarepriser, som har trukket inflationen op fra et niveau omkring 6% medio 2010 til det nuværende høje niveau.

Indien

Der er fortsat høj økonomisk vækst i Indien. Således forventes den økonomiske vækst at være fortsat på et niveau omkring de 9% p.a. i såvel 3. som 4. kvartal 2010. Den indiske økonomi er understøttet af, at regeringen har ført en lempelig finanspolitik, hvilket har resulteret i et forholdsvis højt budgetunderskud på over 4% af BNP, et budgetunderskud som givet vis skal nedbringes i de kommende år.

Inflationen er fortsat et stort problem i Indien. Selv om inflationen i løbet af 3. og 4. kvartal 2010 er faldet fra ca. 11% p.a. til ca. 10% p.a., er der tegn på, at inflationen er på vej op igen, idet seneste måling for fødevarerinflationen i december 2010 viste en stigning på over 18% p.a. Den indiske centralbank (RBI) har i løbet af 2010 også reageret over for denne høje inflation, hvor den ledende indiske rente er blevet hævet med 3% point. Skulle inflationen begynde at stige igen, kan yderligere rentestigninger ikke udelukkes.

Kina

Væksten i den kinesiske økonomi er i såvel 3. som 4. kvartal 2010 fortsat på et meget højt niveau. Således forventes den økonomiske vækst i såvel 3. som 4. kvartal 2010 sammenlignet med samme kvartaler året før at have været omkring 9,5% p.a. De høje vækstrater er for alvor begyndt at bekymre de kinesiske myndigheder, ikke mindst fordi inflationen har været tiltagende. I oktober 2010 steg det kinesiske forbrugerprisindeks med 4,4% p.a., og der har været rygter om, at målingen for november vil vise en stigning på 5,1% p.a. Som i Indien er det primært fødevarerinflationen, som trækker de kinesiske priser op. Henset til at en stor andel af kinesernes disponible indkomst bruges til fødevarer, kan fortsat stigende fødevarerpriser skabe social uro, hvilket myndighederne er meget bevidste om, og det kan ikke udelukkes, at de kinesiske myndigheder igen vil gribe ind og lægge en dæmper på, hvor meget fødevarerpriserne kan stige i Kina. Dette skete i 2008, hvor kineserne senest oplevede kraftigt stigende fødevarerpriser. Indtil videre har kineserne ”nøjedes” med dels at forsøge at dæmpe den generelle inflation ved at hæve reservekravene til bankerne med 2 x 0,5% point, dels ved i løbet af 4. kvartal 2010 at forhøje den ledende rente med 2 x 0,25% point.

Samlet omkring den økonomiske udvikling i 4. kvartal 2010

Den økonomiske vækst har i 4. kvartal 2010 stort set udviklet sig som forventet, men der er i flere lande tegn på, at stigende fødevarer- og råvarepriser er på vej til at skabe en uønsket stigning i inflationen. Dette er specielt kritisk i lande som Indien og Kina, hvor en stor andel af befolkningens disponible indkomst bruges til fødevarer. Det kan skabe social uro. Vi vil i det følgende sætte fokus på de stigende råvare- og fødevarerpriser for at vurdere, hvad baggrunden er for stigningerne, og hvad det kan forventes at få af betydning for investeringsstrategien.

Forventninger

Økonomiske nøgletal						
	2010r		2011e		2012e	
Region	BNP Vækst	Inflation	BNP Vækst	Inflation	BNP Vækst	Inflation
USA	2,90%	1,70%	3,30%	1,70%	3,20%	2,50%
Euroland	1,70%	1,60%	2,00%	1,70%	1,90%	1,80%
Japan	3,70%	-1,00%	1,70%	-0,30%	1,80%	0,30%
Danmark	2,10%	2,30%	1,60%	1,90%	1,70%	1,80%
Brasilien	7,80%	5,00%	4,50%	5,50%	5,00%	5,00%
Rusland	4,00%	6,50%	4,00%	7,50%	3,00%	7,50%
Indien	8,80%	11,00%	8,80%	8,50%	8,40%	6,50%
Kina	10,00%	3,50%	9,00%	4,00%	8,50%	3,00%

Kilde: Danske Bank og Dansk FI

Økonomi

2011 bliver økonomisk et spændende og udfordrende år. I Europa bliver de seneste års lempelige finanspolitik afløst af besparelser for at rette op på de store budgetunderskud, medens USA for at fremme den økonomiske vækst har valgt at bibeholde tilskudsordningerne og dermed forøge gældssætningen, en gældssætning der dog snart skal nedbringes. I Emerging Markets har den økonomiske vækst været så høj, at der generelt er gennemført vækstdæmpende tiltag, der i løbet af 2011 forventes at dæmpe væksten. Samlet set er der således i 2011 store udfordringer for verdensøkonomien. 2011 bliver ikke vækstmæssigt et jubelår. Det er fortsat vores vurdering, at der i det kommende år er betydelige udfordringer for verdensøkonomien. Vi har i denne kvartalsrapport valgt at fokusere på gældskrisen og risikoen for inflation.

Nedbringelse af gæld vil betyde et mærkbart fald i den økonomiske vækst i flere år

Der har været stor fokus på, om de mest gældsplagede lande som Grækenland, Irland, Spanien, Italien og Portugal kunne fremlægge (troværdige) økonomiske planer for en bedre balance i landenes økonomier, og det er massive besparelser, der skal til for at reducere underskuddene til mere tålelige niveauer. F.eks. har Irland fremlagt en plan, som fra 2010 til 2014 skal reducere budgetunderskuddet fra ca. 12% af BNP til 3%. Planen indebærer, at det offentlige forbrug i perioden skal reduceres med 20%, svarende til en besparelse på 2,8 mia. euro, indkomstskatterne skal hæves med 1,9 mia. euro, mindstelønnen sænkes med 12%, og lønnen for alle nyansatte i den offentlige sektor sænkes med 10%. Selv med en så markant plan, forventes den offentlige gæld frem mod 2013 fortsat at stige til 102% af BNP. I USA har Kongressens budgetkontor beregnet, at USA enten skal nedbringe udgifterne med 23% eller hæve indtægterne (skatteprovenuet) med 23% blot for at kunne betale renteudgifterne på statsgælden uden yderligere gældssætning til følge. Det er markante besparelser og/eller skattestigninger, og det endda uden at statsgælden bliver nedbragt. Hvis statsgælden skal nedbringes, vil det kræve endnu højere skatteindtægter og/eller flere besparelser, og statsgælden skal nedbringes inden længe.

Europa og USA har valgt forskellige strategier på besparelsesområdet. USA satser på at skabe en bedre balance ved først at gennemføre besparelser og forøge skatteindtægterne, når den økonomiske vækst er kommet op i et højere gear, medens europæerne har valgt at gennemføre besparelser straks. Det er lidt af en trossag, hvad der er det rigtige at gøre, idet begge strategier har nogle ubehagelige ulemper, hvis det ikke går som forventet. En hård linje i Europa kan risikere at standse det nuværende skrøbelige opsving, og de besparelser, som amerikanerne skal gennemføre, bliver markant større, hvis opsvinget i USA udebliver. Det er absolut ikke entydigt, hvilken strategi der er den rigtige, men begge strategier indebærer nogle markante økonomiske opstramninger i årene frem over, og det er det, vi skal forholde os til. USA har indtil videre valgt at udskyde opstramningerne i 1 år, men de kommer, og så får verdensøkonomien endnu mere modvind. Den vestlige verden SKAL på en økonomisk slankekur, og det VIL betyde en lavere økonomisk vækst i verdensøkonomien. Det bør investor forholde og indstille sig på. Vi kan så håbe, at Emerging Markets kan holde deres økonomiske vækst på et relativt højt niveau, således at den samlede effekt af den vestlige slankekur bliver mindre ubehagelig.

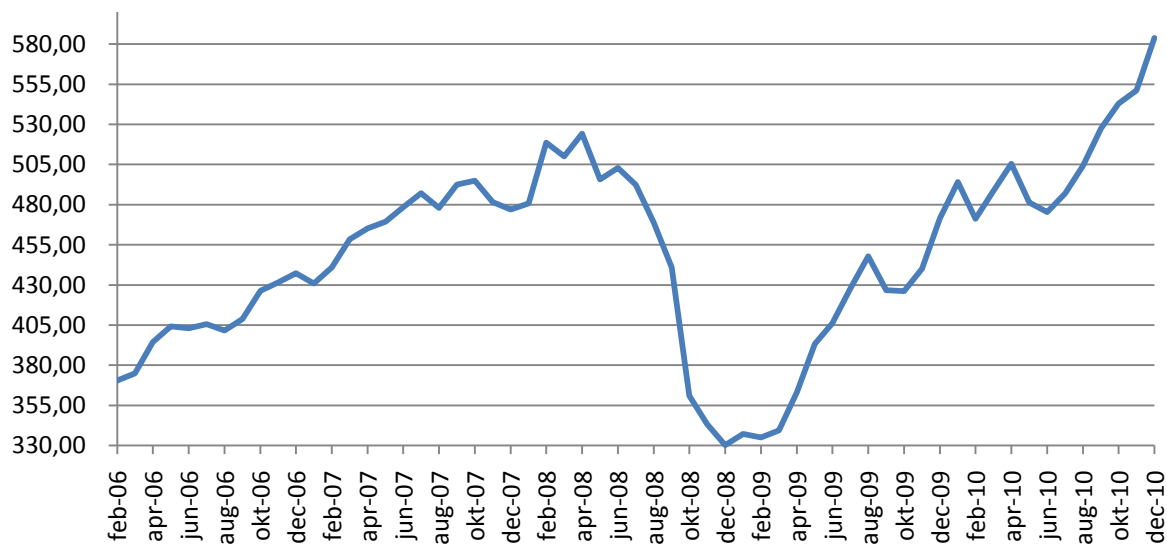
Euroland har herudover den udfordring, at de gældsplagede lande står med det værste af 2 verdener. De er ramt af et højt renteniveau, eks. er den græske 10 årige statsrente for tiden over 12,5%, medens den tilsvarende tyske er knap 3%, og landene er tillige ramt af en stærk euro set i forhold til landenes økonomiske situation. Et af formålene, med at disse lande tilsluttede sig euroen, var at få nedbragt deres renteniveau mod at frasige sig retten til at devaluere deres valutaer. Omkostningsniveauet er nu blevet for højt i landene, og vil de forbedre deres konkurrenceevne, skal de nedbringe omkostningerne,

dvs. at indbyggerne i landene enten skal acceptere at få en lavere løn eller acceptere, at de skal arbejde længere for den samme løn. Kan regeringerne i lande som Irland, Italien, Spanien, Grækenland og Portugal overleve så markante forringelser af vilkårene for deres indbyggere (vælgere)? Eller opstår der et politisk pres for at indføre deres gamle valuta og så nedskrive værdien af denne? Det er et stort spørgsmål, og det er absolut ikke et urealistisk scenarie, at et eller flere lande i løbet af de kommende år vælger at forlade euroen, idet den nuværende situation med så store renteforskelle landene imellem er uholdbar. I den seneste rapport fra den engelske organisation Centre for Economics and Business Research spår de, at skal euroen overleve i sin nuværende form, er det en af forudsætningerne, at de økonomisk svageste eurolande skal acceptere, at deres levestandard via lavere løn og faldende offentlige tilbud/ydelser skal sænkes med i gennemsnit 15%. Så vær beredt på store politiske slagsmål i Eurolandene i løbet af 2011.

Er der inflation på vej?

Som det ses af de følgende grafer, er fødevarer- og råvarepriserne i løbet af 2010 steget markant. Råvarepriserne er nu over niveauet for medio 2008, medens fødevarerpriserne er på niveau med priserne for medio 2008. De markante prisstigninger vil givet vis få inflationen til at stige, og prisstigningerne skal følges nøje, idet de både kan få centralbankerne til at hæve renterne tidligere end forventet, men prisstigningerne vil også virke som en vækstdæmpende faktor i det økonomiske opsving, idet forbrugerne skal bruge en større andel af deres disponible indkomst til mad og energi. Det giver mindre penge tilbage til øvrigt forbrug.

CRB Raw Industrials i USD



Economagic.com

CRB Food Index i USD



Economagic.com

Sidste gang vi så en kraftig stigning i fødevarer- og råvarepriserne var i 2007 og starten af 2008, hvor mange finansielle investorer (Hedgefonde i særdeleshed) begyndte at investere kraftigt i disse aktivklasser og skabte en boble i prisdannelsen. Da boblen brast, så vi et tilsvarende hurtigt prisfald. Vi er begyndt at se de samme tendenser igen.

- Finansielle spekulanter ejer nu flere oliekontrakter end de gjorde medio 2008
- Finansielle spekulanter har øget deres beholdninger af sølv og kobber med over 50% i løbet af 2010
- Finansielle spekulanter har købt kraftigt op i korn i løbet af 2010

Så der er ingen tvivl om, at de finansielle spekulanter igen er en medvirkende årsag til, at både fødevarer- og råvarepriserne i løbet af 2010 er steget kraftigt, men hvor de sidste gang tydeligvis skabte en kraftig boble, er det vurderingen, at de denne gang ”blot” har forstærket prisudviklingen. Der er efter svigtende høst flere steder blevet mangel på fødevarer, og Emerging Markets har haft en meget kraftig økonomisk vækst, hvilket har ført til en underliggende efterspørgsel efter råvarer, og så er der begyndt at blive skabt nye sammenhænge mellem fødevarer og energipriserne. Jo højere olieprisen er, desto mere fordelagtigt er det at fremstille ethanol, som kan bruges til brændstof. Ethanol kan bl.a. fremstilles ved brug af fødevarer, så jo højere oliepris desto større efterspørgsel efter bl.a. majs til fremstilling af brændstof. Disse sammenhænge så vi ikke for bare få år tilbage.

Stigende fødevarerpriser er ”gift” for lande som Indien og Kina, hvor en stor andel af den disponible indkomst fortsat bruges til fødevarer. Det betyder, at de stigende fødevarerpriser kan lægge en væsentlig dæmper på den økonomiske vækst, skabe en relativ kraftig inflation, men også kan skabe grobund for sociale uroligheder i landene. Derfor skal prisstigningerne tages alvorlige. Det er særdeles kritisk for verdensøkonomien, hvis fødevarerprisstigninger kommer til at afspore det økonomiske opsving i Indien og Kina. To lande som er udråbt til at være bærende elementer for verdensøkonomien. Det er således ikke utænkeligt, at der kommer et globalt indgreb mod finansielle spekulanters spekulation i fødevarer og råvarer, og det vil heller ikke undre, hvis Kina igen, som de gjorde i 2008, indfører en begrænsning på, hvor meget landets fødevarerpriser må stige.

Aktier

Med udsigt til en mere begrænset vækst i verdensøkonomien i de kommende år, vil der givet vis blive kamp om markedsandele blandt virksomhederne for, at de hver især kan forsøge at realisere deres vækstsmål. En øget konkurrence betyder ofte prisrig og kombineres denne med stigende råvarepriser, er det ikke usandsynligt, at der i de kommende år vil komme pres på virksomhedernes indtjeningsmarginaler. Dette er ikke, hvad analytikerne forventer, tværtimod opererer analytikerne med stigende marginaler. Derfor er vi af den opfattelse, at indtjeningsvæksten i løbet af 2011 kan komme til at skuffe investorerne. Dette kan give større fald på aktiemarkederne, idet investorerne i de seneste måneder synes at have kastet al forsigtighed over bord og i stor stil købt aktier og andre risikofyldte aktiver. Hvis forudsætningerne for deres køb pludselig brister, så kan aktier og andre risikofyldte aktiver hurtigt blive solgt igen med større kursfald til følge. Så vi vurderer, at vi kan se frem til et 2011, hvor der kan forekomme forholdsvis store udsving på aktiemarkedet, og det vil ikke undre os, hvis 2011 kan gå hen og blive et år, hvor vi kommer til at opleve negative aktieafkast.

I den udvalgte aktieportefølje anbefaler vi fortsat investorerne at overvægte aktier fra Emerging Markets samt store internationale selskaber, der ikke er så konjunkturafhængige og gerne har en stor eksponering imod Emerging Markets, men vi er opmærksomme på, at fortsat stigende fødevare- og råvarepriser kan ramme Emerging Markets forholdsvis hårdt, så vi vælger at reducere overvægten i disse lande.

Obligationer

Som vi bekræfter i kvartalsrapporten for 3. kvartal 2010, var risikoen også forøget på obligationsmarkedet. Selvom vi har oplevet en rentestigning i løbet af 4. kvartal 2010, er det vores vurdering, at risikoen på obligationsmarkedet fortsat er stor ikke mindst set i lyset af de stigende fødevare- og råvarepriser, som på det seneste har ført til en stigende inflation. Vi anbefaler derfor, at investorer undervægtter varigheden på sin obligationsbeholdning.

Højrente- og virksomhedsobligationer (jf. vedlagte analyse af virksomhedsobligationer) vurderer vi for tiden generelt ikke som interessante, idet det forventede merafkast ikke står mål med den risiko, der efter vores vurdering er ved at investere i denne type obligationer.

17. januar 2011

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 værdipapirhandlernes foretagelse på baggrund af kvartalsrapporten. Citeres der fra kvartalsrapporten, skal dette ske med kildeangivelse og udarbejdsdato.