

Kvartalsrapport for 1. kvartal 2008

Udvikling i 1. kvartal 2008					
Aktieindeks	Værdi	Værdi	Ændring i 1.kvt.	Afkast i 1.kvt.	Afkast i 2008
	31.12.07	31.03.08			
OMX CPH*	446,69	405,55	-41,14	-9,21%	-9,21%
OMX C20*	464,14	428,10	-36,04	-7,76%	-7,76%
MSCI World*	8.055,23	6.784,54	-1.270,69	-15,77%	-15,77%
MSCI USA*	7.051,93	5.922,56	-1.129,37	-16,02%	-16,02%
MSCI Europa*	10.754,81	9.093,25	-1.661,56	-15,45%	-15,45%
MSCI Japan*	15.384,40	13.087,01	-2.297,39	-14,93%	-14,93%
*opgjort i DKK ex. udbytte					
Renteudvikling i Danmark	Rente	Rente	Ændring i 1.kvt.	Afkast i 1.kvt.	Afkast i 2008
	31.12.07	31.03.08			
Refi-renten	4,25	4,25	0,00	1,06%	1,06%
Cibor 1 år rente	4,9	4,94	0,01	1,23%	1,23%
4% STAT 2010	4,27	3,78	-0,49	2,05%	2,05%
4% STAT 2015	4,27	4,05	-0,22	3,18%	3,18%
7% STAT 2024	4,63	4,47	-0,16	2,75%	2,75%
4% NYK 2038	5,24	5,14	-0,10	2,89%	2,89%
EFFAS 1-5**				2,01%	2,01%
**: 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 2008
	31.12.07	31.03.08			
USD/DKK	5,07	4,72	-0,35	-6,90%	-6,90%
EUR/DKK	7,46	7,46	0,00	0,00%	0,00%
JPY/DKK	0,0449	0,0474	0,0025	5,57%	5,57%

Udviklingen på de finansielle markeder i 1. kvartal 2008

Aktiemarkedet

Der har været blodbad på aktiemarkedene i løbet af 1. kvartal 2008. De fleste aktiemarkeder faldt jf. skemaet oven for med omkring 15% målt i DKK. Danmark har klaret sig noget bedre. Kursfaldene har begrænset sig til omkring 8-9%. Baggrunden for kursfaldene er, at Sup Prime krisen har udviklet sig fra at være en isoleret amerikansk boligkrise til at blive en generel verdensomspændende kredit- og likviditetskrise. Det har ført til flere kollaps blandt Hedge Fonde og banker, med Bear Stearns som det mest prominente offer. Den amerikanske nationalbank deltog i en redning af banken for at undgå, at hele bankvæsenet helt eller delvist skulle kollapse. Krisen er således blevet langt mere alvorlig, end de fleste investorer længe antog.

Som vi har beskrevet i vedlagte Analyse, har der generelt været en række tvangssalg fra banker og investorer, der er blevet tvunget til at nedbringe deres samlede risiko efter at have fundet ud af, hvilken risiko de egentlig havde på deres udlåns- og investeringsporteføljer. Tvangssalgene har ramt såvel aktie- som obligations- og valutamarkedet. Banksektoren har været særdeles hårdt ramt, idet de største

”syndere” er at finde der, men stort set alle brancher har oplevet markante kursfald. Der er ofte ikke blevet skelet til, om eller hvor hårdt det enkelte aktieselskab kunne blive ramt af krisen. Aktierne er bare blevet ”sat ned” i kurs.

Når der sker tvangssalg, er det meget ofte muligt at gøre gode køb. Derfor vil vi i denne Kvartalsrapport vurdere, om det er fornuftigt at øge aktieandelen.

Obligationsmarkedet

Den amerikanske centralbank har i 1. kvartal 2008 nedsat renten 3 gange. 2 gange med 0,75% point og sidste gang med 0,50% point. Den amerikanske centralbank har således sænket renten med hele 2% point i løbet af 1. kvartal 2008. Det illustrerer, hvor alvorligt banken vurderer krisen i USA. Den europæiske centralbank har ikke fulgt de amerikanske rentenedsættelser. ECB har valgt at stille likviditet til rådighed. Baggrunden for at ECB ikke har nedsat renten er dels, at væksten i den europæiske økonomi langt fra er så hårdt ramt som væksten i USA, dels at inflationen i Europa er steget til hele 3,5% og kerneinflationen med 2,4%, hvilket ligger over ECB's målsætning om en maksimal inflation på 2,0%. USA har samme problem med inflationen, men her har de vægtet hensynet til den økonomiske vækst højere end risikoen for en høj inflation, i hvert fald på kort sigt.

Når der opstår usikkerhed og nervøsitet, flygter investorer normalt til de sikre obligationer. Det har for så vidt også været tilfældet denne gang, idet afkastet på obligationsmarkedet har været mellem 1,06% og 3,18% jf. skemaet på side 1. Men der har været stor variation i afkastet på sammenlignelige obligationer. Alt som bare har haft en antydning af en vis kreditrisiko, har haft et relativt skuffende afkast sammenlignet med statsobligationer. I Danmark anser de fleste investorer, med god grund, realkreditobligationer for at være en ”sikker” investering. Men selv realkreditobligationer er blevet ramt af kreditkrisen. Det kan bedst illustreres ved, at 4% STAT 2015 med en korrigeret varighed på 6,6 har givet et afkast på 3,18% i 1. kvartal 2008, medens 5% NYK 2038, ligeledes med en korrigeret varighed på 6,6, kun har givet et afkast på 2,37%. Med samme kreditrisiko burde afkastene stort set være ens.

Vi er ikke i tvivl om, at danske realkreditobligationer blev for hårdt ramt. Endnu være ramt blev andre typer obligationer, bl.a. erhvervsobligationer, hvor kreditrisikoen er endnu større. Derfor vil vi også på obligationsmarkedet vurdere, om der kan gøres nogle gode køb ved at løbe en større kreditrisiko.

Valutamarkedet

Der har også været markante kursbevægelser på valutamarkedet. Ikke overraskende er den amerikanske dollar blevet svækket betydeligt som følge af tilbagegangen i den amerikanske økonomi og de deraf følgende markante rentenedsættelser. Således faldt USD i 1. kvartal 2008 med hele 6,9% over for både euroen og den danske krone.

Den japanske yen (JPY) blev derimod styrket markant. JPY steg med hele 5,57% over for DKK og EUR i løbet af 1. kvartal 2008. Det skyldes ikke en forbedret japansk økonomi eller andre japanske tiltag. Derimod er den japanske yen flittigt blevet brugt som finansieringsvaluta for spekulative investeringer. Når investeringerne tvangssælges, ”lukkes” samtidig finansieringssiden. Når lånet i JPY indfries, købes de japanske yen, som låntager skylder. Det har ført til en stor efterspørgsel efter JPY med førnævnte styrkelse til følge.

En anden hyppigt brugt finansieringsvaluta er den schweiziske franc (CHF), som har fulgt udviklingen på den japanske yen slavisk i 1. kvartal 2008, idet CHF er blevet styrket med 5,51% over for DKK i

løbet af kvartalet. De nu stærkere JPY og CHF skyldes primært indfrielse af spekulative lånearrangementer.

Den økonomiske udvikling i 1. kvartal 2008

Europa

Væksten i Europa vurderes at have ligget rimeligt stabilt omkring 0,4% i såvel 4. kvartal 2007 som i 1. kvartal 2008. På årsbasis svarer det til en årlig vækst i niveauet 2%. Inflationen har været stigende, og den seneste måling af inflationen viste en stigning på 3,5% og kerneinflation (inflationen uden prisudviklingen på energi og fødevarer) vurderes at ligge omkring 2,4%.

Den økonomiske opbremsning i 1. kvartal har således kun i mindre omfang ramt Europa. Men inflationspresset er noget bekymrende.

USA

Den økonomiske nedtur satte ind i løbet af 4. kvartal 2007. Således var den kvartalsvise vækst blot 0,15%, svarende til en årlig vækst på 0,6%. Nedturen er fortsat ind i 2008, hvor den kvartalsvise vækst ifølge flere økonomer forventes at have ligget på omkring 0,1%. Vi anser dog denne forventning for at være for optimistisk. Det er nok mere sandsynligt, at der faktisk har været en svag tilbagegang.

Den seneste måling af inflationen (marts 2008) viste et niveau på omkring 4%, medens kerneinflationen faldt til 2,0%. Selvom den amerikanske centralbank på kort sigt har valgt at se bort fra inflationsrisikoen, var dette fald trods alt opmuntrende.

Japan

Efter en flot kvartalsvis vækst i Japan i 4. kvartal 2007 på 0,9%, vurderes væksten at være faldet tilbage til 0,3% i 1. kvartal 2008. Tempoet i den japanske økonomi synes på vej ned.

Inflation er fortsat ikke noget tema i Japan, idet den forventes at ligge i et niveau omkring 0,5 – 1,0%.

Samlet omkring den økonomiske udvikling i 1. kvartal 2008

Det er tydeligt, at den amerikanske økonomi er hårdt ramt i øjeblikket, medens den europæiske økonomi fortsat virker mere robust. Selvom væksten i Japan - efter en pæn vækst i 4. kvartal 2007- nu er lavere, vurderes dette ikke at kunne give anledning til bekymring.

Inflationen er fortsat på et uønsket højt niveau i såvel USA som i Europa. Det er dog positivt, at kerneinflationen i USA faldt til 2,0% i marts 2008, medens den i Europa fortsat vurderes at have været på omkring den vel høje 2,4%.

Forventninger

Økonomiske nøgletal						
	2007r		2008e		2009e	
Region	BNP Vækst	Inflation	BNP Vækst	Inflation	BNP Vækst	Inflation
USA	2,20%	2,90%	1,20%	3,90%	1,50%	2,20%
Euroland	2,60%	2,10%	1,40%	2,80%	1,50%	1,90%
Japan	2,10%	0,10%	1,40%	0,60%	1,70%	0,40%
Danmark	1,90%	1,70%	1,50%	2,70%	1,40%	2,20%
kilde: Danske Bank						

Økonomi

Det er efterhånden gået op for de fleste økonomer, at krisen i USA rammer hårdere end tidligere forventet og at den vil påvirke hele verdensøkonomien. Selv den amerikanske centralbanks direktør, Ben Bernanke, vurderer, at væksten i 1. halvår 2008 i USA i bedste fald bliver beskeden og at det endda ikke er usandsynligt, at den amerikanske økonomi går i en recession i løbet af 1. halvår (2 kvartaler i træk med negativ vækst). De internationale organisationer, IMF (Internationale Valutafond) og OECD (Organisationen for økonomisk samarbejde og udvikling), har ligeledes nedjusteret forventningerne til den forventede vækst i verdensøkonomien i såvel 2008 som 2009, og de regner begge med, at krisen ikke bare bliver overstået med et snuptag. IMF kalder krisen for den værste krise siden 1930'erne og har nedjusteret forventningerne til væksten i verdensøkonomien i 2008 fra tidligere 4,1% (skønnet i januar 2008) til nu 3,7%. Desuden tager IMF det forbehold, at risikoen for skønnet kan vise sig at være for optimistisk, og vurderer, at der 25% risiko for, at verdensøkonomien kan gå i recession i løbet af 2008 eller 2009.

Der er heller ingen tvivl om, at det er USA, der vil opleve den største nedgang i væksten i 2008. IMF regner med en vækst på 0,5%, medens der i skemaet oven for forventes en vækst på 1,2%. Det er umuligt at vurdere, hvor væksten i USA lander. Dertil justeres prognoserne for ofte. Målt på nogle af de fremadrettede indikatorer i USA, tegner der sig ligeledes et billede af en amerikansk økonomi i opbremsning, men ikke alle indikatorer er lige negative. Den seneste måling (marts 2008) af forbrugertilliden var "helt sort", idet målingen kom ud på det laveste niveau siden 1973. Den seneste rapport for indkøbscheferne i de amerikanske virksomheder (ISM) viste imidlertid et højere niveau end forventet. Det kan skyldes, at de amerikanske virksomheder har fået en væsentlig konkurrencefordel, idet den amerikanske dollar er faldet betydeligt i værdi over for de fleste valutaer i verden. Dette er med til at kompensere for nedgangen i den indenlandske efterspørgsel.

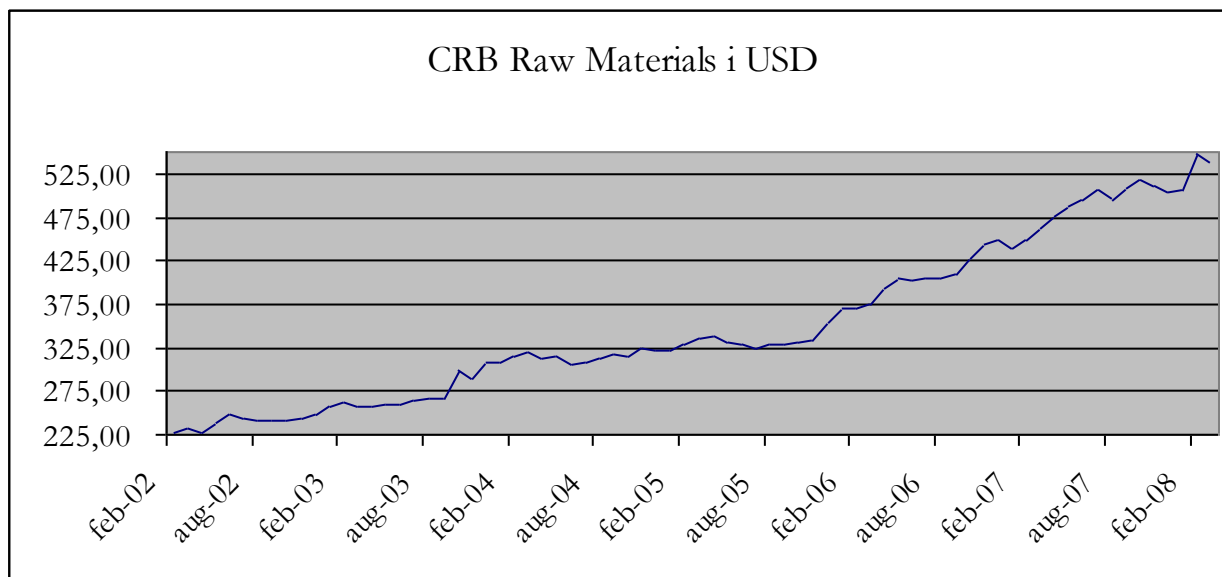
Der tegner sig således et billede af en amerikansk økonomi, som sandsynligvis allerede er i recession. Den indenlandske efterspørgsel virker skrøbelig, medens eksporten bør kunne nyde godt af den svage dollar. Det positive er dog, at de fleste økonomer nu har indset, at krisen har ramt den amerikanske økonomi hårdt og ikke kan løses med et snuptag.

I Europa tegner der sig et broget billede. IMF har nedjusteret den forventede vækst i Euroland i 2008 fra før 1,6% til nu 1,3%. ECB har ligeledes nedjusteret vækstforventningerne. Væksten vurderes nu at blive på mellem 1,3% og 2,1% i 2008. Men den kan blive noget lavere. Det er dog ikke i alle lande i EU, at pessimismen har indfundet sig. I den største økonomi, den tyske, viste de seneste målinger af

forbrugertilliden (fra april) faktisk en stigning, og indkøbschefernes forventning (IFO) viste også noget overraskende en stigning fra februar til marts måned. Billedet af væksten i Europa er således noget mere broget, og det kan godt vise sig, at det slet ikke står så skidt til. Måske oplever vi bare en mindre opbremsning i væksten. Den europæiske økonomi har heller ikke været ”pumpet så hårdt op” (herunder belåning af huse), som det er tilfældet i USA, hvorfor nedgangen i Europa også må forventes at blive mere blød.

I den seneste TANKAN rapport (kvartalsrapport som udarbejdes af Bank of Japan, og som tager temperaturen på de japanske virksomheders forventning til fremtiden) faldt indekset tilbage til det laveste niveau i 4 år. Faldet var større end forventet. Det er dog ikke så overraskende, idet Japan importerer 100% af den olie, de bruger. Derfor rammer den seneste tids stigning i olieprisen Japan særdeles hårdt. Læg dertil at den japanske yen er blevet styrket pænt i løbet af 1. kvartal 2008, hvilket gør situationen vanskelig for de store eksportorienterede virksomheder. Opsvinget i den japanske økonomi har i høj grad været drevet af eksporten. IMF vurderer, at væksten i den japanske økonomi vil blive på omkring 1,4% i 2008, men vi ser en risiko for, at væksten kan blive endnu lavere, medmindre yennen igen svækkes, hvilket det på nuværende tidspunkt ikke tyder på, tværtimod.

Vi har i de seneste kvartalsrapporter fokuseret en del på, at inflationen kan overraske negativt. Vi ser også tydeligt, at inflationen fra råvarer og fødevarer er begyndt at påvirke kerneinflationen, specielt i Europa. Desuden er prisstigningerne på fødevarer, bl.a. ris, ved at skabe uro i nogle af de fattigste lande, hvor fødevarer udgør en forholdsvis stor del af de enkelte husholdningers budget. I de asiatiske lande og i mange lande i Afrika og Sydamerika, udgør fødevarer op imod 50% af husholdningernes samlede budget mod kun ca. 15% i Vesten. Når ris, som er den vigtigste fødevarer for ca. 3 mia. mennesker, stiger med ca. 33% i 2007 og næsten er blevet fordoblet i pris i 2008 (målt i USD), er det med til at skabe uro i de fattigste lande. Også andre fødevarer er steget betydeligt. Prisen på kylling er steget med ca. 70% i løbet af det seneste år og prisen på hvede med mere end 100%, alt målt i USD. Det er således vigtigt at holde øje med inflationen fra råvarer og fødevarer, idet fortsatte prisstigninger på fødevarer kan skabe endnu mere uro i verden.



Som det ses af grafen neden for, er råvarepriserne, CRB Raw Materials, fortsat med at stige i 1. kvartal 2008. Umiddelbart virker det besynderligt, at råvarepriserne fortsætter med at stige, medens vi oplever, at verdensøkonomien er på vej ned i tempo! Dette fænomen vil vi belyse nærmere.

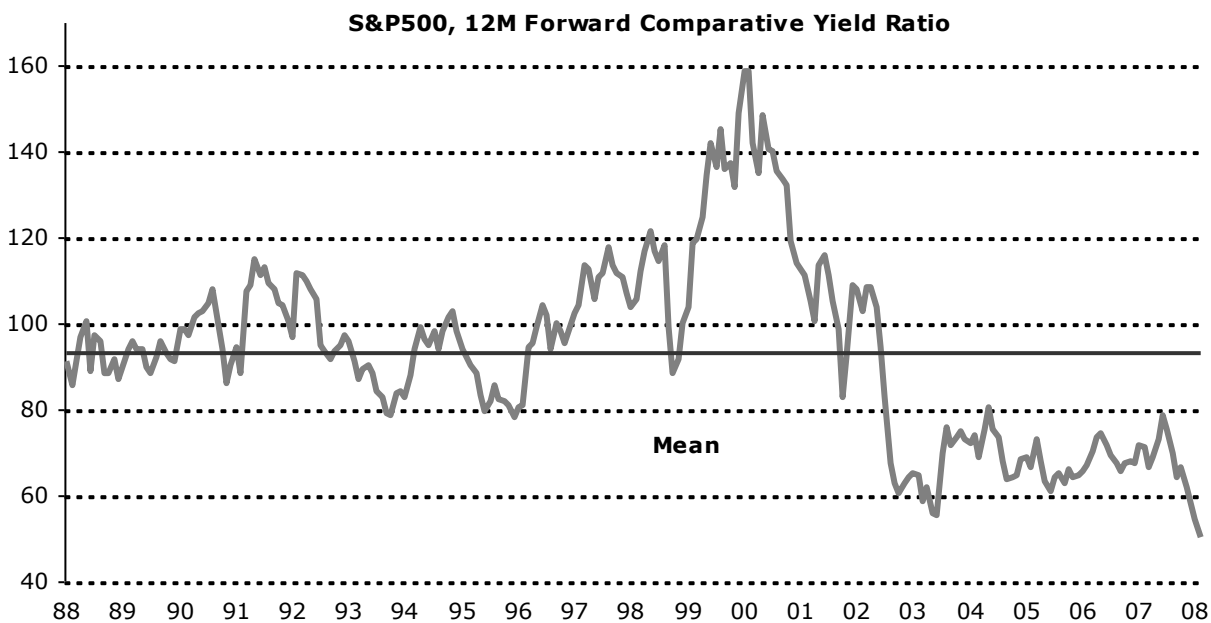
Normalt skulle det forventes, at højere økonomisk aktivitet i verden giver større efterspørgsel efter råvarer og dermed stigende priser, og lavere priser ved faldende økonomisk aktivitet. På det seneste har vi oplevet en nedjustering af vækstforventningerne til verdensøkonomien. Råvarepriserne er imidlertid fortsat med at stige. Det virker umiddelbart ikke logisk. En del af forklaringen herpå kan være, at der er kommet mange nye investorer ind i råvaremarkedet. Det er finansielle investorer, der har foretaget spekulative investeringer i råvaremarkedet. Det samme gør sig gældende i fødevarermarkedet. Argumentationen for at finansielle investorer (kaldet spekulanter) skulle investere i råvarer og fødevarer har været, at de brugte råvare- og fødevarermarkedet som en hedge (beskyttelse) mod en svag amerikansk dollar og en stigende inflation. Vi kan vanskeligt følge denne argumentation. Det synes mere sandsynligt, at det er nogle spekulanter som forsøger at skabe et nyt område at tjene hurtige penge på:

- Hvis dollaren er svag, er det som oftest udtryk for, at der er problemer i verdens største økonomi. Det burde, alt andet lige, føre til en lavere økonomisk aktivitet og dermed lavere efterspørgsel og priser på råvarer. Det er ikke sket, hvilket får os til at tro, at det er spekulative investeringer, der i øjeblikket driver en pæn del af prisudviklingen på råvaremarkedet.
- Den stigende inflation kan næsten udelukkende forklares med stigende råvare- og fødevarerpriser. Ved at købe fødevarer, opnås godt nok en beskyttelse mod yderligere prisstigninger og dermed inflationen, men det er samtidig med til at drive priserne yderligere op, og således selv skabe den inflation, der frygtes. Problemet løses altså ikke, men gøres værre. Ønskedes problemet løst, ville det være mere naturligt at investere i opdyrkning/produktion af flere fødevarer! Dette ville være et langsigtet hedge mod inflation, medens køb af færdigproducerede fødevarer er utrolig kortsigtet. Også det får os til at tro, at det er de spekulative investeringer, der i øjeblikket driver en pæn del af prisudviklingen på fødevarermarkedet.

Er det spekulanter, der i øjeblikket driver en pæn del af prisudviklingen på råvare- og fødevarermarkedet, kan råvare- og fødevarermarkedet blive den næste spekulative boble, der kan bryde. Det vil i givet fald føre til et mærkbart fald i inflationen, men det vil også ramme lande som Rusland og Brasilien, som med henholdsvis store olie- og andre råvarereserver har nydt godt af råvareprisernes himmelflugt. Vi er derfor særdeles opmærksomme på inflationsudviklingen og ikke mindst årsagerne.

Aktier

Der tegner sig et billede af, at en amerikansk økonomi, der er i recession, hvilket vil påvirke væksten i alle regioner i verden. Verdensøkonomien forventes i 2008 at vokse med under det gennemsnitlige niveau. Det er de fleste økonomer relativt enige om. Det har medført, at aktieanalytikerne er begyndt at nedjustere deres indtjeningsforventninger til de børsnoterede selskaber i såvel 2008 som 2009. Efter vores vurdering er aktieanalytikerne fortsat for positive i deres indtjeningsforventninger, så der er flere nedjusteringer på vej, hvilket investorerne da også i stigende grad forventer. Der er således allerede relativt negative forventninger indeholdt i prisfastsættelsen på aktiemarkedet, hvilket vi finder positivt. I følge grafen nedenfor, som viser sammenhængen mellem den 10 årige rente og prisfastsættelsen på aktiemarkedet, har aktier ikke været billigere. De forventede indtjeningsestimater er imidlertid sandsynligvis for høje, hvorfor vi har valgt at ”regne baglæns” for at se, hvor stort et indtjeningsfald der skal til for at aktiemarkedet på nuværende kursniveau er prisfastsat ”korrekt” i forhold til den 10 årige obligationsrente.



For at komme op på den historiske ligevægt mellem prisfastsættelsen på aktiemarkedet samt renten på den 10 årige amerikanske rente, skal virksomhederne i S&P 500 (de 500 største amerikanske selskaber) samlet opleve en indtjeningstilbagegang på hele 42%! Nu kan man også argumentere for, at den 10 årige amerikanske rente nok er kunstig lav, hvorfor vi har lavet en beregning på, hvad tallene er, hvis den 10 årige rente er hele 1,8% point højere. Ved denne forventning er der stadig indeholdt en indtjeningstilbagegang på hele 25% i prisfastsættelsen af aktierne i S&P 500! Laver man en tilsvarende beregning for prisfastsættelsen af de europæiske aktier, får vi tilsvarende resultater.

Vi kan derfor konkludere, at der på nuværende kursniveau både er indeholdt meget negative forventninger til indtjeningsudviklingen i aktieselskaberne samt en pæn stigning i den 10 årige rente. Der skal derfor ske en markant forværring af den økonomiske situation og/eller en markant rentestigning til for at kunne retfærdiggøre yderligere kursfald på aktiemarkedet. Vi anbefaler derfor, at investorerne gradvist øger deres aktieandel.

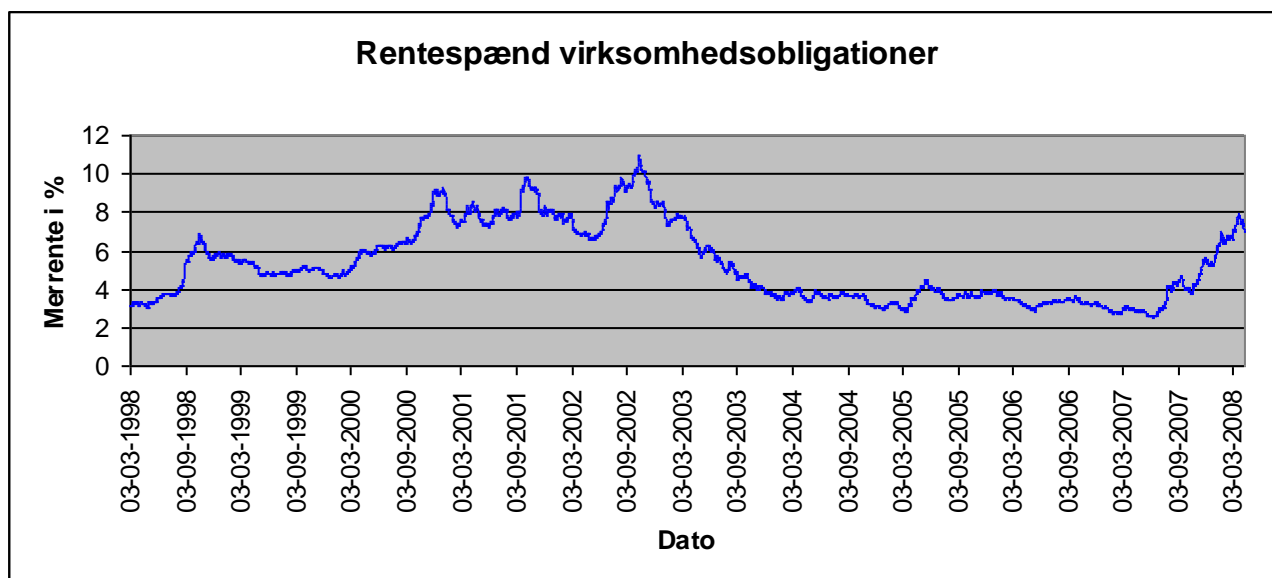
Obligationer

Med udsigt til en aftagende økonomisk vækst og et underliggende inflationspres er det vanskeligt at vurdere, hvorvidt den næste rentebevægelse i Europa bliver op eller ned, idet ECB udelukkende fokuserer på inflationsrisikoen. I USA har den amerikanske centralbank indikeret, at rækken af rentenedsættelser er ved at være slut, og rentenedsættelser ikke alene løser krisen. Som vi har beskrevet i vedlagte Analyse, kan der godt komme alternative indgreb for at løse krisen.

Det er samtidig vanskeligt at vurdere, hvor stor en andel af råvare- og fødevarerprisernes stigning, der skyldes ren spekulation. Begynder der at komme tvangssalg og/eller salg af råvarer og fødevarer som følge af, at man f.eks. ikke længere er nervøs for den amerikanske dollar, kan det resultere i faldende priser og dermed aftagende inflation. Vi kan altså komme i en situation, hvor væksten i USA og verdensøkonomien peger opad, medens inflationen falder.

Vi anbefaler derfor en relativ forsigtig investering i traditionelle obligationer, hvor der for frie midler kan købes et mix af korte og mellemlange obligationer, medens der for pensions- og selskabsmidler kan købes et mix af variable obligationer og højt forrentede realkreditobligationer.

Desuden vil vi anbefale, at der for obligationsinvesteringernes vedkommende købes virksomhedsobligationer via en investeringsforening, idet renteforskellen mellem virksomhedsobligationer og statsobligationer er steget til et attraktivt niveau (se grafen neden for). Renteforskellen er i niveauet 7,5-8,0% i forhold til den 10 årige amerikanske rente. Der er således for tiden meget negative forventninger til virksomhedernes betalingsevne. Det står i stærk kontrast til, at den aktuelle konkursrate er historisk lav (ca. 1,6% ifølge Moody's). Der er dog ingen tvivl om, at konkursraten vil stige, men vi vurderer ikke, at konkursraten stiger så meget, som den nuværende prisfastsættelse indikerer.



10. april 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.