

# Kvartalsrapport

## 1. kvartal 2010

### RESUME

#### **Økonomiske udsigter**

Det er fortsat vores vurdering, at de fleste lande i 1. og 2. kvartal vil opleve pæne økonomiske vækstrater bl.a. fordi sammenligningstallene for sidste år er lave. Mere usikre er vi omkring 2. halvår 2010. Vi frygter, at den økonomiske aktivitet vil falde fordi den underliggende forbrugsefterspørgsel fortsat vil blive beskeden samtidig med at diverse hjælpepakker udløber. Desuden skal hele den vestlige verden på en moderne kartoffelkur, hvor gælden og budgetunderskud skal nedbringes. Forhold der samlet gør, at den økonomiske vækst i de kommende 3-5 år vil blive relativ beskeden.

Investorerne vurderes for nærværende at være meget optimistiske omkring den økonomiske udvikling samt afkastmulighederne for risikofyldte aktiver. Derfor er der stor risiko for, at den kommende periode kan byde på skuffelser, når det går op for investorerne, at de er for optimistiske. Så en forsigtig investeringsstrategi tilrådes.

#### **Aktiemarkedet**

Det er vores vurdering, at forventninger til fortsat økonomisk vækst og indtjening kan skuffe. Derfor bør aktieinvestorer undervægte aktieporteføljen, således at der bliver plads til at købe op på billigere niveauer.

#### **Obligationsmarkedet**

Hvis den økonomiske vækst går i stå igen i løbet af 2. halvår af 2010 i den vestlige verden vil centralbankerne sandsynligvis være mindre tilbøjelige til at hæve de ledende renter. Derfor anbefaler vi investorerne at udnytte de nuværende renteforventninger til at øge varigheden på obligationsporteføljen.

Udvikling i 1. kvartal 2010					
Aktieindeks	Værdi	Værdi	Ændring i 1.kvt.	Afkast i 1.kvt.	Afkast i 2010
	31.12.09	31.03.10			
OMX CPH*	301,26	339,95	38,69	12,84%	12,84%
OMX C20*	336,69	383,23	46,54	13,82%	13,82%
MSCI World*	6.064,47	6.630,77	566,30	9,34%	9,34%
MSCI USA*	5.507,38	6.149,29	641,91	11,66%	11,66%
MSCI Europa*	7.484,77	7.779,66	294,89	3,94%	3,94%
MSCI Japan*	11.426,93	13.050,01	1623,08	14,20%	14,20%
*opgjort i DKK ex. udbytte					
Renteudvikling i Danmark	Rente	Rente	Ændring i 1.kvt.	Afkast i 1.kvt.	Afkast i 2010
	31.12.09	31.03.10			
Rente på indskudsbeviser	0,95	0,70	-0,25	0,21%	0,21%
Cibor 1 år rente	1,86	1,80	-0,06	0,46%	0,46%
4% STAT 2010	1,24	0,77	-0,47	0,33%	0,33%
4% STAT 2015	3,07	2,61	-0,46	3,10%	3,10%
7% STAT 2024	3,98	3,74	-0,24	4,15%	4,15%
4% NYK 2038	4,66	4,53	-0,13	2,57%	2,57%
EFFAS 1-5**				1,89%	1,89%
**: 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 2010
	31.12.09	31.03.10			
USD/DKK	5,19	5,52	0,33	6,42%	6,42%
EUR/DKK	7,44	7,44	0,00	0,00%	0,00%
JPY/DKK	0,056	0,059	0,003	5,36%	5,36%

## Udviklingen på de finansielle markeder i 1. kvartal 2010

### Aktiemarkedet

Festen på aktiemarkedene fortsatte i 1. kvartal 2010. Så kort kan den stemning, der har præget langt de fleste aktiemarkeder beskrives. Som det kan ses af skemaet oven for varierer afkastet fra knap 4% på MSCI Europa til lidt over 14% på MSCI Japan. Den amerikanske dollar og den japanske yen er i første kvartal steget med henholdsvis 6% og 5% over for euro. Selv isoleret for disse stigninger er afkastene der pæne. Den samme gode stemning har også præget aktiemarkedene i BRIK landene. Som det fremgår af skemaet på side 2, er det kun Kina, der viser et beskedent afkast i 1. kvartal 2010. De andre lande har opnået et afkast på mellem 6,5 og 14,5%.

Aktieinvestorer må spørge, om den globale økonomiske krise/finanskrisen er overstået? Grækenland og andre lande har store budgetunderskud, hvorfor det umiddelbart kan undre, at aktiemarkedene har fortsat den positive tendens fra 2009. Om det er utryk for at finanskrisen er overstået, vil vi i denne kvartalsrapport give vores vurdering af.

Land	Aktieindeks	Afkast i DKK i Q1 2010	Afkast i DKK i 2010
Brasilien	Bovespa	6,53%	6,53%
Rusland	Micex	14,51%	14,51%
Indien	Sensex 30	10,17%	10,17%
Kina	Shanghai	0,54%	0,54%

## Obligationsmarkedet

Den europæiske centralbank (ECB) har i 1. kvartal 2010 fastholdt refinansieringsrenten på 1% og Nationalbanken har siden 15. januar 2010 valgt at holde den tilsvarende danske udlånsrente på 1,05%.

Den økonomiske vækst i Euroland blev i 4. kvartal 2009 beskeden, hvilket også forventes at blive tilfældet for 1. kvartal 2010. Dette har været en medvirkende årsag til de pæne obligationsafkast i 1. kvartal 2010 til trods for, at inflationen har været tiltagende, om end den fortsat befinder sig under ECB's grænse på 2%. Aktuelt viste seneste måling i Euroland for marts en inflation på 1,5% p.a. Til sammenligning viste inflationen for december 2009 en stigning på 0,9% p.a. Obligationsafkastene jf. skemaet på side 1 varierer fra et positivt afkast på 0,21% på Nationalbankens indskudsbeviser (den rente som pengeinstitutter kan få for deres likviditet på daglig basis) til et positivt afkast på 4,15% på 7% STAT 2024.

1. kvartal 2010 bød således også på pæne afkast på obligationsmarkedet.

## Valutamarkedet

Den japanske yen og den amerikanske dollar er i 1. kvartal over for euro og DKK steget med henholdsvis 5,3% og 6,4%. Baggrunden for denne stigning har været de noget skuffende økonomiske udsigter for den økonomiske vækst i Euroland, medens det ser ud til, at det går lidt bedre i såvel Japan som USA. Herudover har der været stor fokus på de store budgetunderskud i flere af Eurolandene, herunder i særdeleshed i Grækenland. Denne fokus har ført til en generel svækkelse af euroen over for andre toneangivende valutaer.

### Den økonomiske udvikling i 1. kvartal 2010

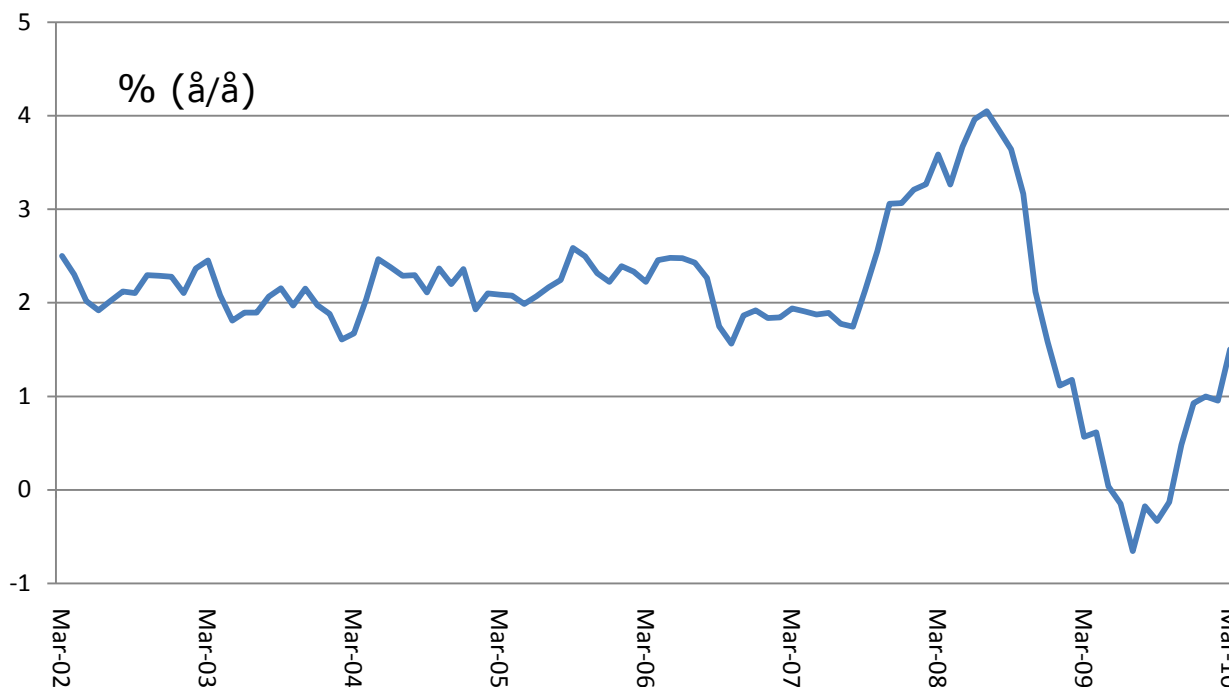
Verdensøkonomien har bedret sig i løbet af kvartalet, men udviklingen har været noget uens i regionerne. Emerging Markets klarer sig fortsat godt og det er gået lidt bedre i både USA og Japan, men lidt værre i Europa. Og vi har fået den første advarsel om, hvad det kan betyde for et land (Grækenland), hvis det har for stor gæld kombineret med stort budgetunderskud. Så kan det blive særdeles dyrt at refinansiere statsgæld. Det vil givet vis føre til, at andre regeringer i den vestlige verden ser ekstra kritisk på markante budgetunderskud og de finansieringsomkostninger, der kan blive følgen. Denne problematik vil vi behandle uddybende under "Forventninger".

## Europa

Økonomien i Euroland har sammenlignet med det forgangne kvartal i 4. kvartal 2009 udvist en fremgang på blot 0,5% p.a. Stigningen forventes at have været på 0,4% p.a. fra 4. kvartal 2009 til 1. kvartal 2010. Der er fortsat primært de sydeuropæiske økonomier, som har det svært, men også den tyske økonomi har udviklet sig værre end forventet.

Inflationen er begyndt at kravle op igen og blev i marts måned 1,5%. Stigningen er fortsat under ECB's målsætning med en inflation omkring de 2%, hvorfor der på nuværende tidspunkt ikke er grund til at bekymre sig nævneværdigt om inflationen.

### Inflationen i euroområdet



Kilde: Eurostat

### USA

Der har været gang i den økonomiske vækst i USA i løbet af 4. kvartal 2009, idet væksten sammenlignet med det forgangne kvartal forventes at have været på 5,9% p.a. I 1. kvartal 2010 sammenlignet med 4. kvartal 2009 forventes væksten at have udgjort 2,1% p.a. Den amerikanske økonomi har i de forgangne 6 måneder således bevæget sig frem i et mere hastigt tempo end økonomien i Euroland. Men fremgangen kommer fra et meget lavt niveau. Der er derfor endnu ingen grund til jubelscener.

Den seneste måling for inflationen i USA sammenlignet med året før udviste for februar måned en stigning på 2,1% p.a. Justeres der for fødevarer og energi (benævnes kerneinflationen) har stigningen kun været på 1,3%, hvilket illustrerer, at inflationspresset også i USA er meget behersket.

### Japan

Den japanske vækst har overrasket positivt, idet væksten i 4. kvartal 2009 sammenlignet med det forgangne kvartal har været på 3,8% p.a., medens væksten i 1. kvartal 2010 sammenlignet med 4. kvartal 2009 forventes at være aftaget til 1,1% p.a.

Der er absolut ikke noget inflationært pres i Japan, tværtimod er der deflation (negativ inflation) på henholdsvis 2,0% i 4. kvartal 2009 og 1,4% i 1. kvartal 2010.

## **BRIC landene**

### *Brasilien*

Den brasilianske økonomi udviklede sig i 4. kvartal 2009 svagere end de fleste økonomer havde forventet. Sammenlignet med samme kvartal året før blev væksten kun omkring 2%. I 1. kvartal 2010 forventes væksten sammenlignet med samme kvartal i 2009 at have været på omkring 3-4%. I de kommende kvartaler forventes væksten at blive noget højere.

Inflationen er igen steget og blev for marts 2010 4,9%. Det er en anelse over middelværdien på 4,5% i det udsvingsbånd på 2,5 – 6,5% som Central Bank of Brazil (CBB) har fastsat. Stigningen i inflationen har endnu ikke fået CBB til at hæve den ledende rente fra de nuværende 8,75%, men en snarlig renteforhøjelse forudses.

### *Rusland*

Den økonomiske vækst i Rusland viste i slutningen af 2009 fremgang, men faldt fra 2008 til 2009 med 7,9%. Den fremgang russerne så i slutningen af 2009 er fortsat ind i 2010, hvor væksten i 1. kvartal sammenlignet med året før forventes at have ligget på 4-6%. Den russiske økonomi er i høj grad afhængig af prisen på olie, og med den seneste tids kraftige prisstigninger herpå, er der en hjælpende hånd på vej til russerne.

Den russiske inflation, som toppede på over 15% midt i 2008, har heldigvis i løbet af det seneste års tid vist en faldende tendens. Således viste den seneste måling i marts 2010 ”kun” en stigning på 6,5%, hvilket er meget tilfredsstillende set i russisk målestok. Det har betydet, at den russiske centralbank har kunnet nedsætte renten løbende, så den aktuelt er på 8,25%.

### *Indien*

Den finansielle krise påvirkede kun i begrænset omfang Indien. Og økonomien er allerede i fuldt gear igen. Således forventes den økonomiske vækst i 2010 at blive på mellem 7 og 9%. Inflationen er som følge af flere naturkatastrofer, bl.a. tørke, ved at blive et problem for inderne. Den seneste måling af inflationen for februar 2010 viste en stigning på hele 9,9%, godt trukket op af en fødevarer-inflation, som i marts måned har ligget omkring 16-18% p.a. En så høj inflationsrate kan føre til rentestigninger, hvilket også har været tilfældet, idet den indiske centralbank hævdede de ledende renter med 0,25% point i marts.

### *Kina*

I Kina forventes væksten i 1. kvartal 2010 sammenlignet med 1. kvartal 2009 at have været på hele 12%. En meget høj vækst selvom sammenligningsgrundlaget er den økonomiske ”bund” i Kina. Inflationen er begyndt at vise en stigende tendens og forventes i 1. kvartal 2010 at have ligget på mellem 2 - 2,5%. I kvartalet før var inflationen negativ.

Der er ingen tvivl om, at kineserne frygter, at den kraftige vækst skal føre til aktivbobler, hvilket måske allerede i de store byer er tilfældet på ejendomsmarkedet. Her er priserne fortsat med at stige med raket fart. Seneste måling af ejendomspriserne for marts 2010 viste, at ejendomspriserne i gennemsnit i de 70 største byer i Kina på årsbasis er steget med 11,7%. Kina erkender problemet og har i 1. kvartal 2010 2 gange hævet reservekravene til landets banker. Bankerne må som følge heraf begrænse deres udlånsvækst og/eller få mere ansvarlig kapital. Kina forventes også i de kommende kvartaler at lancere vækstdæmpende tiltag.

## Samlet omkring den økonomiske udvikling i 1. kvartal 2010

Verdensøkonomien har i 1. kvartal 2010 udviklet sig lidt bedre end forventet, men udviklingen i de enkelte regioner er stadig meget uens. I den vestlige verden forekommer opsvinget skrøbeligt. Det går lidt bedre i USA og Japan og lidt dårligere i Europa. I BRIK landene er der ved at være godt gang i væksten igen, og i flere lande har vækstdæmpende tiltag været nødvendige. Bobler, især på boligmarkedet i Kina, søges undgået.

### Forventninger

Økonomiske nøgletal						
	2009e		2010e		2011e	
Region	BNP Vækst	Inflation	BNP Vækst	Inflation	BNP Vækst	Inflation
USA	-2,40%	-0,30%	3,20%	2,00%	3,00%	1,70%
Euroland	-3,90%	0,30%	1,80%	1,00%	2,20%	1,50%
Japan	-5,10%	-1,30%	2,70%	-0,70%	2,10%	0,30%
Danmark	-4,90%	1,30%	1,80%	2,00%	1,90%	1,80%
Brasilien	0,20%	4,90%	5,80%	4,60%	4,50%	5,00%
Rusland	-7,90%	11,70%	5,30%	6,50%	2,80%	8,70%
Indien	6,00%	10,80%	8,50%	10,10%	8,40%	6,70%
Kina	8,70%	1,00%	11,00%	4,00%	9,00%	3,50%

Kilde: Danske Bank og Dansk FI

### Økonomi

Vi er i øjeblikket vidne til en 2-delning af det økonomiske opsving. I den vestlige gældsplagede verden gennemlever vi efter den værste økonomiske krise siden 1930'erne et skrøbeligt økonomisk opsving, mens mange lande i Emerging Markets (herunder Kina, Indien og Brasilien) forsøger at undgå en overophedning af deres respektive økonomier. Det illustrerer det regimeskifte, der er ved at ske i verdensøkonomien. De vestlige og gældsplagede økonomier skal i gang med en "moderne kartoffelkur", hvor de skal have nedbragt belåningen (gearingen) og spare mere op, medens økonomierne i Asien og Latinamerika skal trække væksten i verdensøkonomien, hvorved disse regioner gradvist vil få en større betydning for udviklingen i verdensøkonomien. Vi må så blot håbe, at gældsafviklingen i den vestlige verden kommer til at foregå i et kontrolleret tempo, således at verdensøkonomien ikke kommer til at lide for meget.

#### *Udsigt til nedbringelse af gæld og budgetunderskud vil bremse den økonomiske vækst*

I løbet af 1. kvartal 2010 har der været megen fokus på Grækenlands store gæld og store budgetunderskud på 12-13% af BNP. Grækenland har set landets 10 årige statsrente stige til aktuelt 7,35%, medens den tilsvarende tyske statsrente er på 3,25%. Det betyder, at grækerne skal betale 4,1% point mere for at finansiere deres statsgæld til trods for, at Grækenland er medlem af euroen, hvorfor renteutviklingen burde være mere ensartet. Det betyder, at investorerne ser en reel risiko for, at Grækenland går statsbankerot, og for at påtage sig denne risiko skal långiver aktuelt have en merrente på 4,1% point. Dette til trods for, at Grækenland for nylig fik en hjælpepakke i form af et 3 årigt lån på 45 mia. euro til 5% i rente fra de andre lande i eurozonen og IMF. End ikke dette lån samt talrige udtalelser fra ECB's centralbankchef om, at man ikke vil se Grækenland gå statsbankerot, har været

tilstrækkeligt til at berolige investorerne og sende de græske statsrenter ned. Det er tankevækkende, og det må skræmme andre lande med store budgetunderskud (Spanien, Portugal, England og Irland). Kan de være de næste lande, som skal til at finansiere deres statsgæld til en skyhøj rente? Mon ikke disse lande nu er mere villige til at få nedbragt deres budgetunderskud, så de ikke bliver de næste lande, som bliver smittet af ”den græske syge”? Det tror vi bliver tilfældet, og det blev underbygget på en konference for de europæiske centralbankchefer i København, hvor præsidenten for den tyske forbundsbank, Axel A. Weber udtalte, at Europa, for at skabe grundlaget for en ny økonomisk fremgang, skal på en hård kur bestående af offentlige besparelser, reformer og lav lønvækst. Det er vi 100% enige med ham i, hvilket vi i tidligere Kvartalsrapporter har argumenteret for. Og med den græske erfaring in mente, vil der uden tvivl blive ekstra fokus på at få nedbragt budgetunderskuddene i den vestlige verden til mere tålelige niveauer.

Det er ikke kun de offentlige underskud og gæld, der skal nedbringes. Den private gæld er også for høj, så der er tale om, at hele samfund skal nedgøres. Det er ikke første gang i historien, at der har været skabt for store gældsbyrder. McKinsey Global Institute har foretaget en undersøgelse af, hvordan forskellige landes økonomier har udviklet sig, når et land har været igennem en nedgearing af deres økonomi. Der er 32 historiske eksempler i undersøgelsen, hvoraf nogle landes gældsproblem enten er blevet løst ved, at inflationen er løbet løbsk, eller landet er gået statsbankerot. Hvis vi ser bort fra de 2 førnævnte alternativer, er der ca. halvdelen af tilfældene tilbage i undersøgelsen. I disse tilfælde kom landene på en kartoffelkur, hvor landene sparede mere op end der blev forbrugt, og kreditterne blev skåret ned. I disse tilfælde startede nedgearingen ca. 2-3 år efter at krisen opstod, og selve nedgearingen varede omkring 6-7 år, hvor økonomierne led særdeles hårdt i de første 2-3 år med en decideret økonomisk tilbagegang. Så er det dette scenarie, som venter os? Efter vores opfattelse er det et tilnærmelsesvis scenarie, som vi skal igennem. Vi kom dog ikke til at opleve 2-3 år med økonomisk tilbagegang, idet vi fra staternes sider fik adskillige hjælpepakker til økonomierne, men disse hjælpepakker udfases gradvist nu, og med førnævnte budgetunderskud in mente, bliver hjælpepakkerne ikke fornyet. Tværtimod kommer der besparelser. Det vil efter vores overbevisning føre til, at vi får en økonomi i de kommende 3-5 år som vil befinde sig i krybsporet. Forhåbentligt skal vi ikke for langt ned at vende i denne proces, men vi må indstille os på en meget vanskelig tid, som forhåbentlig kan skabe grobund for en mere sund økonomi og et bæredygtigt økonomisk opsving. Og kan vi udnytte krisen til at få gennemført nødvendige strukturelle reformer, så vi bliver mere konkurrencedygtige over for vækstøkonomierne, så vil vi om 3-5 år stå ganske stærkt. Men indtil da må vi spænde livremmen ind, og vi skal ikke blive for overoptimistiske over den opblomstring, der har vist sig i starten af 2010. Den kommer desværre på en billig baggrund, idet sammenligningstalt for 1 år siden var særdeles lavt i kombination med, at en del af opsvinget er skabt på grund af diverse hjælpepakker, der ikke bliver fornyet. Så dette formodentlig korte miniopsving skal bruges til at rebe sejlene og gøre skuden klar til de kommende års udfordringer.

#### *Små og mellemstore virksomheder oplever ikke noget opsving*

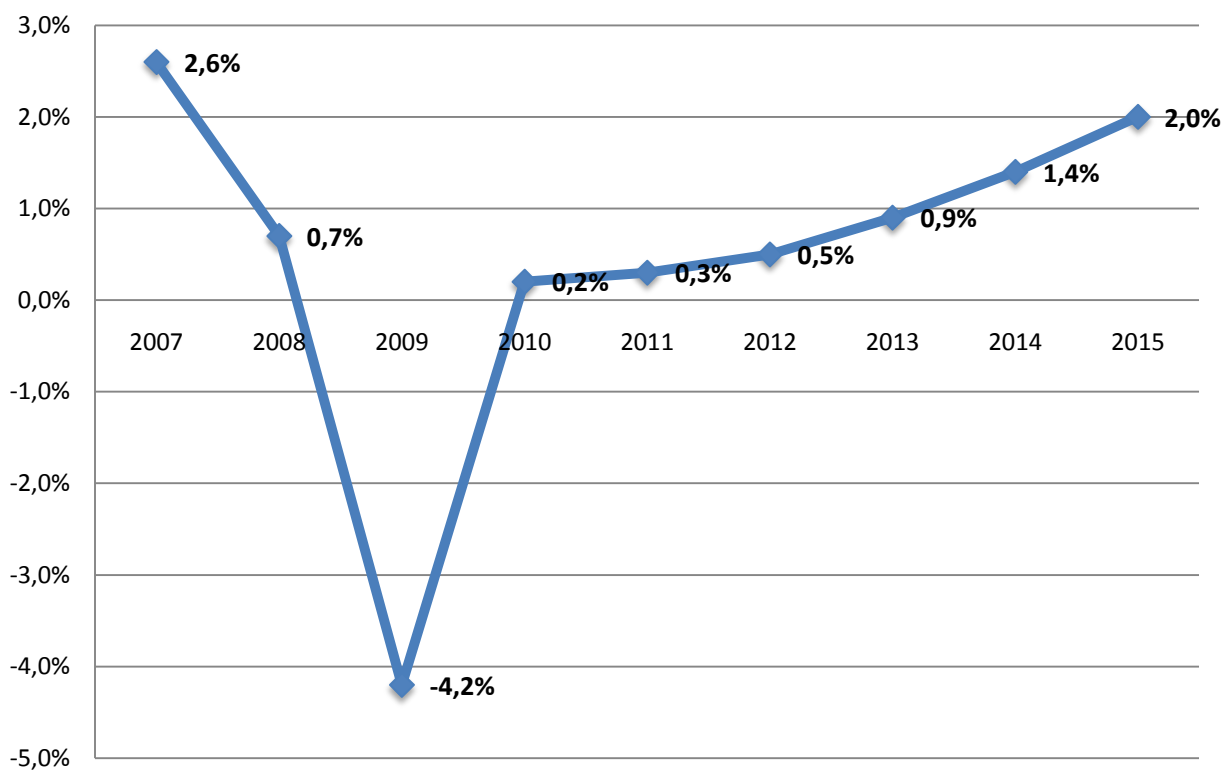
I Kvartalsrapport for 4. kvartal 2009 nævnedes vi, at de mindre og mellemstore virksomheder i såvel USA som Europa lider. Situationen er i det seneste kvartal desværre ikke blevet bedre, tværtimod tegner den seneste rapport fra NFIB Small Business Economic Trends et mere dystert billede af de mindre virksomheders (I USA defineres en mindre virksomhed som en virksomhed med mindre end 250 ansatte) situation end for 3 måneder siden. Tillidsindekset i rapporten er i marts måned 2010 faldet tilbage til niveauet fra sommeren 2009, hvilket svarer til en økonomi, som fortsat er i dyb recession. Det er især bekymrende for den amerikanske økonomi, idet de små og mellemstore virksomheder tegner sig for ca. 50% af den amerikanske beskæftigelse. Og der er heller ikke megen optimisme at hente blandt de små- og mellemstore virksomheder i Europa. De har fortsat vanskelige finansieringsvilkår og salgsmuligheder. Finansieringsmulighederne forventes ikke at blive nemmere

fremover, idet pengeinstitutterne (som er de mindre og mellemstore virksomheders primære finansieringskilde) kan forventes at skulle slanke deres balancer yderligere som følge af strammere krav til kapitalisering og gearing. Spørgsmålet er om de mindre og mellemstore virksomheder overhovedet når at opleve ”miniopsvinget”, inden der kommer nye udfordringer?

#### *Udsigt til flere år med lav økonomisk vækst i den vestlige verden*

Som det fremgår, er vi bekymrede og usikre over for den økonomiske udvikling i de vestlige økonomier i de kommende år. Vi fastholder vores skepsis og tror på, at vi vil se økonomien i Euroland (og i resten af den gældsplagede vestlige verden) i krybesporet frem til 2015. Det har vi illustreret i grafen neden for. Emerging Markets økonomierne forventes fortsat at opleve pæne vækstrater, omend den lave efterspørgsel fra den vestlige verden også vil lægge en dæmper på vækstraterne her.

### Vækst i Euroland



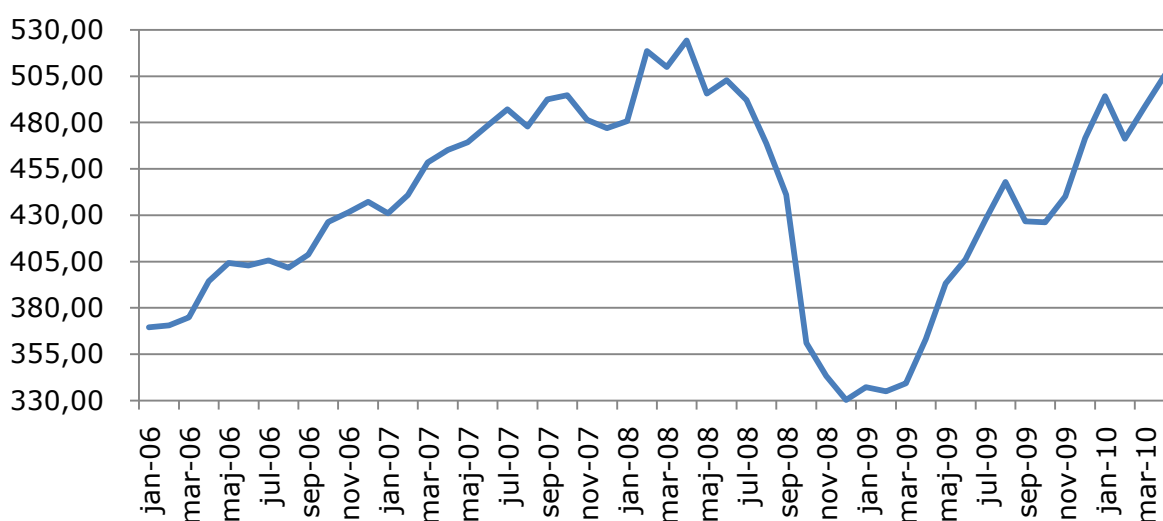
Kilde: Eurostat og Dansk FI

#### *Råvarepriserne er steget markant – og det er mange risikofyldte aktiver også. Ny boble på vej?*

Som det fremgår af grafen på næste side har inflationen på det seneste vist en stigende tendens godt trukket af nogle pæne råvareprisstigninger.



## CRB Raw Industrials i USD



Kilde: Economagic

Vi er nu snart tilbage på de meget høje prisniveauer, som vi så i slutningen af 2007 og starten af 2008 lige inden, det hele bristede. Godt nok er verdensøkonomien kommet ud af recessionen og tilbage på vækstsporet, men de meget kraftige prisstigninger kan også være et tegn på, at der igen er kommet mange finansielle investorer tilbage i råvaremarkedet, som spekulerer i stigende priser. Vi er derfor med de tidligere nævnte udsigter for økonomien skeptiske over for den seneste tids prisstigninger. Vil vi snart se faldende råvarepriser igen?

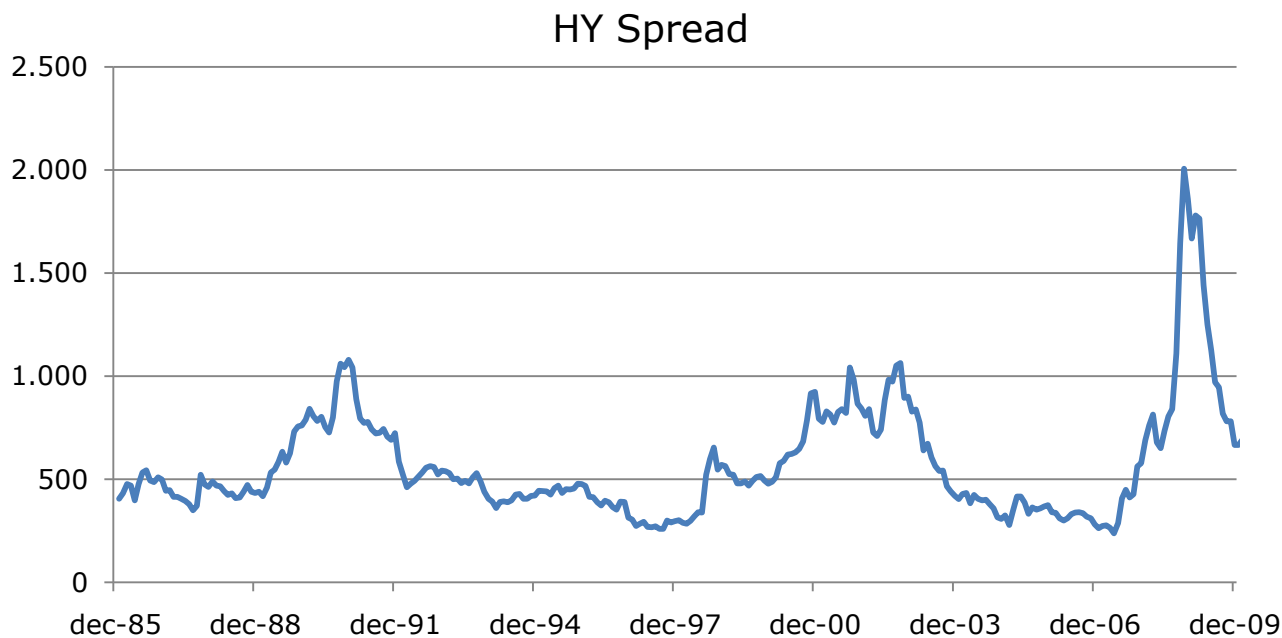
Flere andre aktiver er også prisfaste som om Finanskrisen er passé. Det er måske korrekt, at Finanskrisen er overstået, men det er vores vurdering, at Finanskrisen kun var første del af en strukturel krise. Nu skal gældssætningen i den vestlige verden nedbringes gerne i kombination med større konkurrencedygtighed. Så "krisen" er langt fra slut!

Ser vi på investorernes forventninger, så har vi nu en risikovillighed, der er på højde med den vi så i sommeren 2007 lige inden det hele gik galt. Morgan Stanley har foretaget en undersøgelse af investorernes forventninger til afkastene på de forskellige afkastklasser. Mellem 60-70% af investorerne er positive på risikofyldte aktivklasser såsom aktier, olie og råvarer, medens kun 11% er positive på afkastudviklingen på 10 årige amerikanske obligationer. Det er for os et tydeligt tegn på, at investorerne er meget optimistiske i øjeblikket.

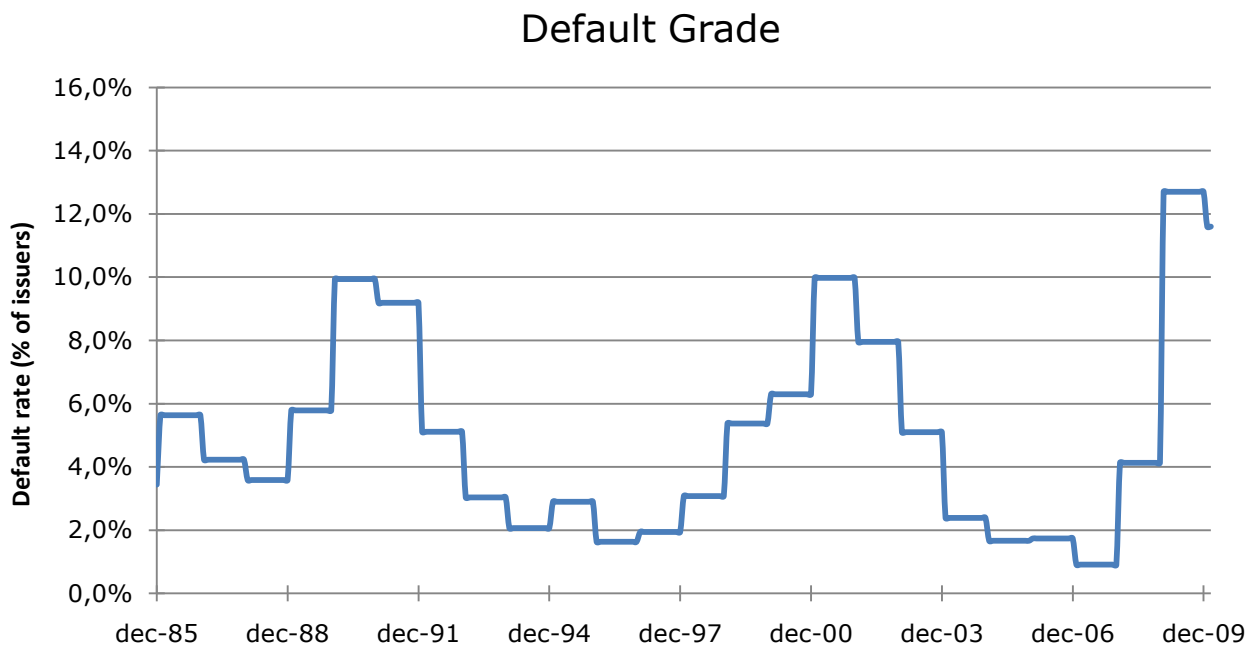
Vender vi blikket mod aktiemarkedet, så forventer aktieanalytikerne ifølge Datastream (som indsamler estimater på selskabsindtjeningen fra aktieanalytikere), at indtjeningen hos de 500 største amerikanske virksomheder vil vokse med 27% i 2010 og yderligere 20% i 2011. Det vil med andre ord sige, at virksomhedsindtjeningen allerede i 2011 skulle blive over 10% højere, end den tidligere top indtjening, som S&P 500 selskaberne opnåede i rekordåret 2007. Det tror vi er ren ønsketænkning, og vi er ikke i tvivl om, at aktieanalytikerne er alt for optimistiske. Og bliver optimismen ikke opfyldt, er der stor risiko for kursfald.

Betragter vi prisfastsættelsen på de mest risikable virksomhedsobligationer, så handles de aktuelt med en merrente i forhold til 10 årige amerikanske statsobligationer på omkring 6,5-7,0%. Men

konkursraten blandt virksomhederne er ca. 12%. Det betyder, at det tydeligvis er en stor underskudsforretning at investere i disse typer af obligationer, medmindre konkursraten falder markant fra de nuværende 12%. Aktuelt forventer analytikerne, at konkursraten om 1 år skal falde fra de nuværende 12% til omkring 3-4%. Det er et markant fald, og bliver det ikke tilfældet, er der risiko for kursfald på disse obligationer.



Forklaring til grafen: Figuren viser hvilken merrente i forhold til 10 årige amerikanske statsobligationer som man aktuelt kan få ved at investere i et indeks (ML Global HY Index) af de mest risikable virksomhedsobligationer. Et niveau på 500 svarer til 5% point i merrente. Kilde: Alfred Berg



Forklaring til graf: Figuren viser hvad den aktuelle konkursrate er blandt virksomhederne i ML Global HY Index. Et niveau på 10% svarer at til at 10% af alle virksomheder går konkurs. Kilde: Alfred Berg

Hvis vi betragter den merrente, man aktuelt kan få ved at investere i obligationer fra Emerging Markets obligationer i forhold til 10 årige amerikanske statsobligationer (se graf neden for), så er merrenten nu faldet så meget, at den er tilbage til det lave niveau, som var gældende før Finanskrisen opstod.



#### *Samlet vurdering af de økonomiske udsigter*

Det er vores vurdering, at de vestlige økonomier for en længere periode skal spænde livremmen ind. Det vil betyde, at den økonomiske vækst kan forventes at blive relativ beskeden. De store budgetunderskud og læren af ”den græske syge” gør, at landene skal se at få lagt en troværdig plan for, hvordan de kan nedbringe såvel budgetunderskud som gæld. Alternativet er samme refinansieringsproblemer som Grækenland oplever. Så der vil givet vis være stor fokus på, hvordan de vestlige lande i de kommende år vil nedbringe deres budgetunderskud.

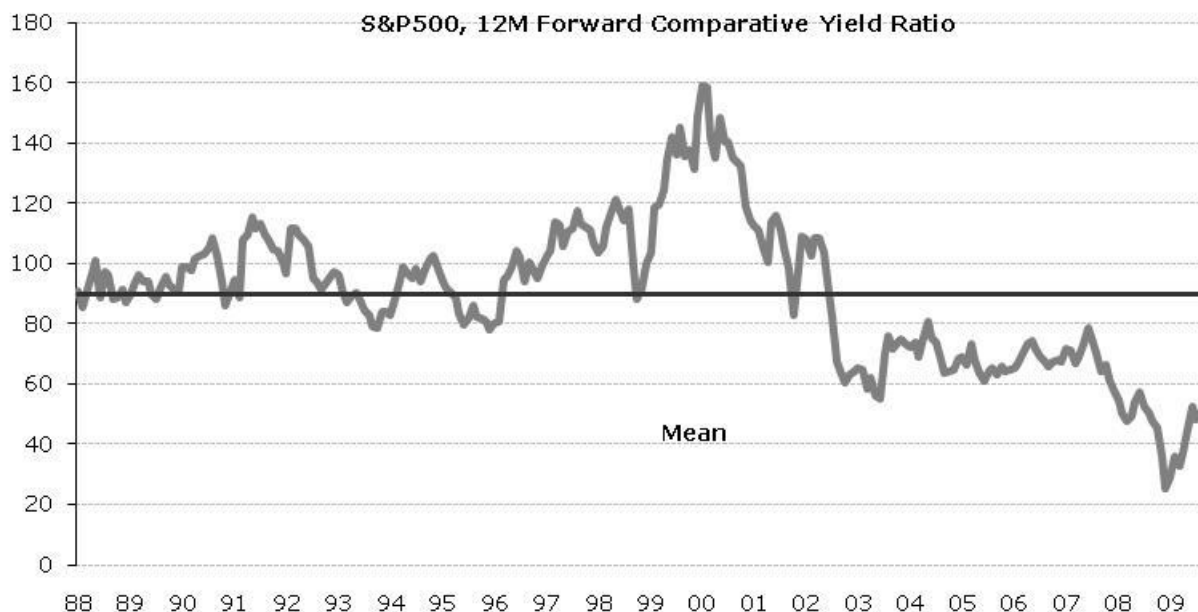
Ser vi på investorenes forventninger, så er der indeholdt meget positive forventninger til den økonomiske udvikling i de næste 1-2 år. Mange aktiver er nu prisfastsat, som om krisen er et overstået kapitel. Vi deler langt fra denne betragtning, og vi frygter, at der i den nærmeste fremtid kan komme ubehagelige overraskelser, når det går op for investorerne, at krisen langt fra er overstået. Vi er samtidig også nervøse for, at den lave rente har fået mange investorer til at søge ukritisk over i risikofyldte aktiver, hvor de helt har glemt risikoaspektet. Disse investorer vil formodentlig være hurtige til at sælge, hvis kurserne pludselig skulle vise sig at bevæge sig modsat det ønskede. Det kan i løbet af kort tid resultere i forholdsvis store kursfald.

Derfor tænder vi for alvor advarselsslamperne og plæderer for en meget forsigtig investeringsstrategi.

#### **Aktier**

Aktier synes umiddelbart billige set i forhold til den 10 årige amerikanske rente. Men som beskrevet i afsnittet oven for, er der indeholdt meget positive indtjeningsforventninger til virksomhedsindtjeningen i både 2010 og 2011. Det er således vores vurdering, at grafen på næste side tegner et for lyst billede af

potentialt på aktiemarkedet. Vi er tværtimod af den opfattelse, at der kan komme et større salgspres, når det går op for investorerne, at virksomhederne ikke kan leve op til de meget høje indtjeningsforventninger.



Kilde: Nykredit

Derfor anbefaler vi, at investorer undervægtter deres aktiebeholdning, så der er plads til at købe op på tilbagefald på aktiemarkedet.

## Obligationer

Der er i for tiden en relativ stor forskel mellem den korte og den lange rente. Det betyder, at der i den nuværende rentestruktur er indeholdt en forventning om, at renten i de kommende år gradvist vil blive forhøjet. Men med udsigt til en beskeden økonomisk vækst i de næste 3-5 år i de vestlige økonomier og en inflation, der forventes at blive beskeden, er vi af den opfattelse, at renteforhøjelserne vil komme i et langsommere tempo end forventet. Derfor anbefaler vi investorer at øge varigheden på obligationsbeholdningen, f.eks. ved at øge andelen af 5% 2041 realkreditobligationer.

Højrente- og virksomhedsobligationer vurderer vi generelt ikke som interessante, da det forventede afkast ikke står mål med den risiko, der efter vores vurdering er ved at investere i disse obligationer.

16. april 2010

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.