

# Kvartalsrapport

## 2. kvartal 2010

### RESUME

#### **Økonomiske Udsigter**

Verdensøkonomien har i 2. kvartal 2010 og samlet for 1. halvår af 2010 udviklet sig bedre end forventet, men det er i den vestlige verden sket på baggrund af lånte penge, som nu skal betales tilbage. I Emerging Markets har væksten været så høj, at der nu er indført vækstbegrænsende tiltag. Verdensøkonomien vil i den nærmeste fremtid komme ned i et lavere gear, spørgsmålet er kun hvor meget? Og har vi i det seneste år bare været vidne til et falsk økonomisk opsving i den vestlige verden?

#### **Aktiemarkedet**

Festen på aktiemarkedet fortsatte ikke i 2. kvartal 2010.

Det er vores vurdering, at aktieanalytikeres forventninger til selskabers indtjeningsfremgang i perioden 2010 til 2014 kan skuffe. Derfor bør aktieinvestorer undervægte aktieporteføljen, således at der bliver plads til at købe op på billigere niveauer.

#### **Obligationsmarkedet**

Vi frygter fortsat ikke, at centralbankerne på den korte bane vil gennemføre renteforhøjelser. Men på baggrund af den seneste tids rentefald anbefaler vi ikke obligationsinvestorer at øge varigheden på deres obligationsportefølje yderligere.



FORMUE- & INVESTERINGSPLEJE A/S  
Fondsmæglerselskab

Udvikling i 2. kvartal 2010					
Aktieindeks	Værdi	Værdi	Ændring i 2.kvt.	Afkast i 2.kvt.	Afkast i 2010
	31.03.10	30.06.10			
OMX CPH*	339,95	344,41	4,46	1,31%	14,32%
OMX C20*	383,04	393,02	9,98	2,61%	16,73%
MSCI World*	6.630,77	6.320,83	-309,94	-4,67%	4,23%
MSCI USA*	6.149,29	5.947,90	-201,39	-3,27%	8,00%
MSCI Europa*	7.779,66	7.144,54	-635,12	-8,16%	-4,55%
MSCI Japan*	13.050,01	12.886,51	-163,50	-1,25%	12,77%
*opgjort i DKK ex. udbytte					
Renteudvikling i Danmark	Rente	Rente	Ændring i 2.kvt.	Afkast i 2.kvt.	Afkast i 2010
	31.03.10	30.06.10			
Rente på indskudsbeviser	0,70	0,50	-0,20	0,21%	0,36%
Cibor 1 år rente	1,80	1,73	-0,07	0,46%	0,90%
4% STAT 2010	0,77	0,55	-0,22	0,53%	0,86%
4% STAT 2015	2,61	1,84	-0,77	4,38%	7,61%
7% STAT 2024	3,74	2,96	-0,78	7,93%	12,41%
4% NYK 2038	4,53	4,13	-0,40	4,99%	7,69%
EFFAS 1-5**				1,92%	3,94%
**: 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 2010
	31.03.10	30.06.10			
USD/DKK	5,52	6,07	0,55	9,90%	16,96%
EUR/DKK	7,44	7,45	0,01	0,13%	0,13%
JPY/DKK	0,059	0,068	0,009	15,25%	21,43%

## Udviklingen på de finansielle markeder i 2. kvartal 2010

### Aktiemarkedet

Festen på aktiemarkedene fortsatte ikke i 2. kvartal 2010. Målt i DKK var det i 2. kvartal alene det danske aktiemarked, der, jf. skemaet oven for, kunne vise positivt afkast. MSCI World faldt 4,67% og MSCI Europa 8,16%. Tilsvarende er det i BRIK landene, jf. skemaet på næste side, kun de indiske aktier, som har givet et positivt afkast.

”Den græske syge” spredte sig til flere andre lande i Europa. Hvor vidt de enkelte lande i den udviklede del af verden havde en for stor gæld og for store budgetunderskud kom i 2. kvartal for alvor på investorenes nethinder, og konklusionen var ikke opmuntrende. Underskuddene var alt for store og skal nedbringes snarest for at investorerne ikke mister tilliden til om de enkelte lande kan klare deres forpligtigelser. I Grækenland blev usikkerheden så stor, at de korte græske renter steg til over 20%, hvorfor IMF og ECB måtte træde til med en stor hjælpepakke i kombination med, at den græske regering vedtog massive besparelser. Dette var kortvarigt med til at berolige de finansielle markeder, men investorerne er fortsat i tvivl om den græske regering kan tilbagebetale den store statsgæld uden en eller anden form for akkordordning, hvorfor renten på de græske statsobligationer handles til en markant merrente i forhold til renten i andre lande tilknyttet euroen. Således er den græske 2 årige statsrente aktuelt omkring 9,5%, hvor den tilsvarende tyske statsrente er på 0,7%.

Frygten for at gældsproblemerne i den vestlige verden skulle blive for store har resulteret i, at G20-landene har lovet, at de i løbet af de næste 3 år mindst vil halvere de enkelte landes budgetunderskud. Dette har ført til massive besparelser i bl.a. Spanien, Frankrig og ikke mindst England. Disse massive besparelser i kombination med, at diverse subsidier til væksten gradvist udfases i løbet af 2010 samt at Kina og andre Emerging Lande har lavet vækstdæmpende tiltag, har medført, at investorerne (med rette) blev nervøse for, hvorvidt det økonomiske opsving nu også var så selvkørende og kraftigt, som de ellers forventede. Og måske var aktiekurserne derfor også steget for meget, og måske var indtjeningsforventningerne til selskaberne for optimistiske? Synspunkter som vi netop fremførte i den forgangne kvartalsrapport.

På denne baggrund har der i 2. kvartal været store udsving på de finansielle markeder. Risikovilligheden har været aftagende, hvilket har ført til faldende aktiekurser, styrkelse af de traditionelle finansieringsvalutaer CHF og JPY og faldende obligationsrenter. Det er imidlertid værd at bemærke, at de danske aktier i 2. kvartal har klaret sig rigtig godt, men det kan i overvejende grad henføres til de indekstunge selskaber Novo Nordisk og AP Møller Mærsk (som vægter med knapt 50% i OMX C20 indekset) hver har oplevet en fremgang på ca. 16%. Uden kursstigningerne i disse 2 selskaber ville de danske aktieindeks også være faldet.

Land	Aktieindeks	Afkast i DKK i Q2 2010	Afkast i DKK i 2010
Brasilien	Bovespa	-6,66%	0,88%
Rusland	Micex	-5,00%	8,78%
Indien	Sensex 30	8,70%	19,76%
Kina	Shanghai	-13,25%	-12,79%

## Obligationsmarkedet

Uroen på de finansielle markeder førte i 2. kvartal til at investorerne søgte ly på obligationsmarkedet med rentefald til følge uden at det dog i alle lande har resulteret i rentefald. Som tidligere beskrevet steg renterne i Grækenland. Det at være medlem af euroen bliver således ikke længere betragtet som en garanti for, at landene med "statsgaranti" lever op til deres forpligtigelser eller at eurolandene hæfter solidarisk. Nej, nu ses der på de enkelte landes kreditværdighed, hvilket også burde være en selvfølge. Investorerne er igen begyndt at forholde sig til kreditrisikoen ved de enkelte lande.

Gældsproblematikken i Danmark er af langt mindre omfang end i de fleste andre europæiske lande. Derfor faldt renterne i kvartalet faktisk ganske pænt på de danske obligationer, idet investorerne søgte mod danske obligationer, fordi Danmark betragtes som en meget kreditværdig nation. Det er ikke mere end 1½ år siden, at vi i Danmark oplevede det modsatte, hvor danske obligationer under Finanskrisen pludselig blev vurderet som meget lidt kreditværdige, idet vi ikke var medlem af euroen. Det viser, hvor hurtigt og uforudsigeligt stemningen kan skifte på de finansielle markeder. Investorer skal forsøge at se igennem disse "luner" og i stedet fokusere på de fundamentale forhold bl.a. hvor kreditværdig vurderes de enkelte lande/obligationsudstedere. Og her er både de danske stats- og realkreditobligationer efter vores vurdering fortsat blandt de absolut mest kreditværdige.

Afkastene på de danske stats- og realkreditobligationer har derfor i 2. kvartal 2010 været ganske pæne, hvor obligationsafkastet har været højest på de lange obligationer. Således har den lange statsobligation 7% STAT 2024 givet et afkast på hele 7,93%, medens den lange realkreditobligation 4% NYK 2038 har

givet et afkast på 4,99%. EFFAS 1-5, som er et benchmark for danske statsobligationer med en løbetid på 1-5 år, har i 2. kvartal 2010 givet et afkast på 1,92%, hvilket set i forhold til det meget lave renteniveau er ganske pænt.

## **Valutamarkedet**

De massive gældsproblemer i mange af de europæiske lande førte i løbet af 2. kvartal til en markant svækkelse af euroen. Således faldt euroen og dermed også DKK med 9,9% over for USD og 15,25% over for JPY. Euroen og DKK blev også svækket markant over for CHF, idet CHF blev styrket med hele 8% over for euro/DKK. CHF har været en yndet finansieringsvaluta for mange låntagere, hvorfor den markante styrkelse af CHF givet vis har ramt mange investorer hårdt.

Valutabevægelserne har i løbet af 1. halvår af 2010 været markante, idet JPY er steget med 21,43% over for DKK og euro, medens USD i samme periode er steget med 16,96 over for euro og DKK. Valutakursbevægelsen ser vi som et udtryk for, at mange investorer har mistet tilliden til euroen, idet flere af eurolandene ikke kun har store gældsproblemer, men også strukturelle problemer som gør, at landene ikke længere er særligt konkurrencedygtige. De enkelte eurolandes økonomiske situation er meget forskellig. I Tyskland går det økonomisk fornuftigt, medens den økonomiske situation i såvel Grækenland som Spanien er ganske deprimerende. Frankrig befinder sig et sted midt imellem. Med så store forskelle i den økonomiske situation mellem de enkelte lande, og netop det faktum at landene har den samme valuta, udstilles euroens svaghed og flere økonomer er nu begyndt at tvivle på euroens fremtid. Dette har ført til den markante eurosvækkelse i løbet af 1. halvår af 2010.

## **Den økonomiske udvikling i 2. kvartal 2010**

Det er faktisk gået ganske godt for verdensøkonomien i løbet af det forgangne kvartal og i hele 1. halvår af 2010. Således har IMF netop opjusteret vækstforventningerne for hele 2010 fra en vækst på 4,2% til nu 4,6%, netop på baggrund af, at det er gået ekstra godt i 1. halvår af 2010. Det er fortsat Emerging Markets, som vækster ganske pænt, men væksten har faktisk også overrasket positivt i USA, Japan og Euroland. De vækstpakker, der blev lanceret i 2009, har således haft den ønskede effekt, men det springende punkt er selvfølgelig, hvad der vil ske med verdensøkonomien fremadrettet, hvor den vestlige verden skal på "slankekur" og vækstpakkerne udfases, medens der bliver indført vækstdæmpende tiltag i Emerging Markets. Dette vil vi behandle under "Forventninger".

## **Europa**

Den økonomiske vækst i Euroland forventes i 2. kvartal 2010 sammenlignet med 1. kvartal 2010 at have været på 2,4% p.a. Dette er en ganske pæn og bedre end forventet vækstfremgang. Så umiddelbart virker alt rosenrødt, men der er en del malurt i bægeret. En stor del af fremgangen er netop skabt af diverse vækstoffremmende tiltag fra regeringernes side, som har betydet, at de enkelte lande har opereret med ganske pæne budgetunderskud i såvel 2009 som 2010 og øget offentlig gældssætning. Dette har skabt tvivl om flere landes evne, i særdeleshed Portugal, Italien, Grækenland og Spaniens (som efter deres for bogstaver ofte benævnes PIGS landene), til at honorere deres fremtidige forpligtigelser. Derfor har de fleste europæiske lande nu fremlagt diverse spareplaner, som skal bringe deres offentlige finanser i bedre balance. Som tidligere skrevet har G20 vedtaget, at landene skal halvere budgetunderskuddet senest i 2013. Og det er markante besparelser, der nu sættes i værk, og disse besparelser rammer økonomierne fremadrettet. Som eks. kan nævnes, at den spanske plan indeholder besparelser på 15 mia. euro, hvilket bl.a. sker via en lønnedgang på 5% eller mere for offentligt ansatte og en fastfrysning af pensionerne. Dette skulle reducere Spaniens budgetunderskud fra 11,2% af BNP i 2009 til 9,5% i 2010

og 6% i 2011. Og da ECB opererer med, at et Euroland maksimalt må have et underskud på 3% af BNP, så venter der sikkert flere besparelser. Grækenland er kommet på en lignende hård ”slankekur”, og der er lavet planlagte besparelser i stort set alle europæiske lande. Den økonomiske aktivitet i løbet af 2. kvartal 2010 er således delvist skabt for lånte penge, som nu skal betales tilbage.

Inflationen er i de seneste måneder steget en kende, så den for maj måned 2010 var på 1,6% i Euroområdet, men dette er stadig under ECB’s målsætning om at have en inflation i niveauet 2%. Der er således fortsat ikke noget inflationært pres i Europa.

### Inflationen i euroområdet



Kilde: Eurostat

### USA

Der har i 2. kvartal 2010 også været en pæn økonomisk vækst i USA. Fremgangen forventes sammenlignet med 1. kvartal 2010 at have været på 2,4% p.a. Problemstillingen i USA er dog den samme som i Europa, nemlig at fremgangen i høj grad er skabt for lånte penge, som snart skal betales tilbage. USA skal også til at nedbringe sit store budgetunderskud. Det vil dog iflg. Præsident Obama ske i et langsommere tempo end i Europa, da det frygtes, at for store besparelser kan få den økonomiske vækst til at gå i stå igen.

Inflationen er fortsat begrænset i USA, idet den seneste måling for maj måned udviste en stigning på 2,0% p.a., medens kerneinflationen (prisudviklingen renset for fødevarer og energi) kun udviste en stigning på 0,9% p.a.

## Japan

Den økonomiske udvikling i Japan har fulgt tendens som i Euroland og USA. Væksten forventes i 2. kvartal 2010 sammenlignet med 1. kvartal 2010 at have været på 2,6%, og der er fortsat et deflationært pres i Japan, idet priserne i løbet af 2. kvartal 2010 faldt med 1% p.a.

Den japanske regering har fremlagt en plan, som i 2021 skal skabe balance på statsbudgettet. Dette indebærer bl.a., at det offentlige forbrug over de kommende 3 år skal skæres ned med 781 mia. USD.

## BRIK landene

### *Brasilien*

Der har været gang i den økonomiske vækst i Brasilien i løbet af 1. halvår af 2010. Således var væksten på hele 9% p.a. i 1. kvartal 2010 sammenlignet med samme periode i 2009. Der forventes også at have været gang i den økonomiske vækst i løbet af 2. kvartal 2010, om end på et lidt lavere niveau. Det er i overvejende grad den indenlandske efterspørgsel, som trækker væksten med fokus på et højt investeringsniveau i bl.a. boliger.

Den seneste måling for inflationen for juni måned viste en stigning på 4,84%, hvilket er lidt over centralbankens mål på en inflation i niveauet 4,5%. Forventningen er, at inflationen vil tiltage i de kommende måneder.

Som følge af den meget høje vækst i den brasilianske økonomi og med forventning om en stigende inflation, har den brasilianske centralbank (BCB) hævet den ledende rente (benævnt Selic renten) med 0,75% point til nu 10,25%. Og der kan forventes yderligere renteforhøjelser, hvis ikke både vækst- og inflation aftager i løbet af 2. halvår 2010.

### *Rusland*

Der har i løbet af 1. halvår af 2010 været knap så meget gang i den økonomiske vækst som forventet, idet væksten "kun" var på 2,9% p.a. i 1. kvartal 2010 sammenlignet med samme periode året før. Væksten forventes at have været på et lidt højere niveau i 2. kvartal 2010.

Inflationen har været kraftigt aftagende i løbet af det seneste år, og inflationen var i juni måned på kun 5,8%, hvilket er under centralbankens målsætning på en inflation i niveauet 7-8% i 2010. Den relativt lave vækst og inflation har ført til, at den russiske centralbank (CBR) har sænket renten med 2 x 0,25% point i 2. kvartal 2010, så den ledende russiske rente nu er på 7,75%. CBR har samtidig gjort det klart, at der ikke skal forventes yderligere rentenedsættelser.

### *Indien*

Der har i løbet af 1. halvår af 2010 været fuld tryk på væksten i den indiske økonomi. Væksten var på 8,9% p.a. i 1. kvartal 2010 sammenlignet med samme periode året før, og væksten forventes at have været på et lidt højere niveau i 2. kvartal 2010. Inflationen er fortsat et problem i Indien, idet denne var på 10,16% p.a. i maj måned, og fødevareinflationen var på hele 16,44%.

De høje vækst- og inflationsrater har bevirket, at den indiske centralbank gradvist er begyndt at hæve renten flere gange á 0,25% point, så den aktuelt er på 4%. Og der forventes yderligere rentestigninger i løbet af 2. halvår 2010.

### *Kina*

Den økonomiske vækst i Kina har igen vist sig at blive højere end forventet. De kinesiske myndigheder har meldt ud, at den økonomiske vækst blev på 9,1% i 2009 mod tidligere oplyst 8,7%. Væksten har også været forbavsende høj i 1. halvår af 2010, hvor den økonomiske vækst var på 12,2% i 1. kvartal 2010 sammenlignet med samme periode året før, og væksten i 2. kvartal 2010 forventes at have været på et næsten tilsvarende niveau. Inflationen vurderes at have været på lidt over 3% i 2. kvartal 2010 - en relativt begrænset inflation.

De kinesiske myndigheder er begyndt at blive bekymrede over de meget høje vækstrater. De frygter, at det kan skabe bobler, bl.a. på boligmarkedet. Derfor er myndighederne begyndt at lave vækstdæmpende tiltag, såsom at hæve reservekravene til bankerne og begrænse lånemulighederne til boligkøb. Og sidst men ikke mindst, har man nu officielt sagt, at man vil droppe den kinesiske valutas (CNY) binding til den amerikanske dollar. Man vil nu acceptere en opskrivning af CNY, om end det sandsynligvis vil ske i et moderat og kontrolleret tempo. Disse tiltag vil i kombination med rentestigninger fra centralbankens side sandsynligvis i løbet af 2. halvår af 2010 bringe vækstraterne ned.

### **Samlet omkring den økonomiske udvikling i 2. kvartal 2010**

Verdensøkonomien har i 2. kvartal 2010 og samlet for 1. halvår af 2010 udviklet sig bedre end forventet, men det er i den vestlige verden sket på baggrund af lånte penge, som nu skal betales tilbage, og der er annonceret betydelige besparelser i mange lande. I Emerging Markets har væksten været så høj, at der nu er indført vækstbegrænsende tiltag. Det bliver interessant at følge, hvorledes verdensøkonomien vil reagere på disse tiltag. Men ingen tvivl om, at vi nu skal indstille os på lavere vækstrater, hvilket vi vil behandle i det følgende.

## Forventninger

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

Kilde: Danske Bank og Dansk FI

### Økonomi

Ud fra et økonomisk/akademisk synspunkt går vi nu en meget spændende periode i møde. De vestlige økonomier står over for massive besparelser for at nedbringe de enkelte landes gælds niveau til et mere holdbart niveau. Dette skal ske på et tidspunkt, hvor der kun lige er kommet gang i verdensøkonomien igen, men samtidig er væksten nu så høj i Emerging Markets, at der her er lavet vækstdæmpende tiltag. Verdensøkonomien kommer således ned i gear, spørgsmålet er ”blot”, hvor langt ned i gear verdensøkonomien skal og i hvor lang tid? De førende økonomer er dybt uenige, og synspunkterne går lige fra, at vi er på vej ind i en ny depression a-la den vi så fra 1929-1931 til at vi blot ser et midlertidigt dyk i verdensøkonomien, og så er vi hurtigt på sporet igen. Vi vil behandle nogle af de synspunkter/udfordringer, som vi ser, men vi lægger ikke skjul på, at vi fortsat er meget skeptiske på den fremtidige økonomiske udvikling.

#### *Paul Krugman mener vi er på vej ind i den tredje depression*

Den amerikanske nobelprismodtager i økonomi, Paul Krugman, frygter, at verdensøkonomien er på vej ind i den tredje depression i nyere historie. Den første udviklede sig fra 1873-1895, medens den anden udspillede sig fra 1929-1931. Paul Krugman mener, at det reelle problem for verdensøkonomien på nuværende tidspunkt er risikoen for deflation og massearbejdsløshed, medens politikerne har sat inflationsbekæmpelse og budgetstramninger på dagsordenen. Det er i særdeleshed i Europa og i USA, at Krugman er nervøs for denne udvikling. De annoncerede besparelser vil givet vis føre til yderligere ledighed, og dette vil specielt være katastrofalt for lande som Spanien, hvor arbejdsløsheden i forvejen er tårnhøj med en arbejdsløshedsprocent på omkring 20.

I USA fokuseres der meget på, at det nu er forbrugerne, der skal trække det økonomiske opsving. Virksomhederne har nu fået bragt lagrene op på et mere holdbart niveau, så den fremtidige produktion vil i højere grad modsvarer det faktiske forbrug. Og i den forbindelse er en forbedring på jobmarkedet en væsentlig faktor, idet beskæftigede har større disponibel indkomst til forbrug end arbejdsløse. Den amerikanske præsident er også bekymret for netop dette scenarie, hvorfor Obama har annonceret, at regeringen kun gradvist vil indføre besparelser. Obama frygter sandsynligvis at hurtige besparelser kan sende økonomien ud i en ond cirkel, med højere arbejdsløshed og dermed færre penge til forbrug som igen fører til lavere økonomisk vækst, og dermed ende i den depression, som Krugman frygter.



Og det er ikke kun Paul Krugman, som er nervøs for, at vi er på vej ind i den tredje depression. Storspekulanten, George Soros, deler faktisk nervøsiteten, så der er al mulig grund til at tage advarslen alvorligt.

#### *Euroland står over for en kæmpemæssig udfordring*

Det er absolut ikke uden grund, at der i det seneste kvartal har været skrevet meget om euroens endeligt. Euroland står nemlig over for en kæmpemæssig udfordring. Ifølge EU Kommissionen skal lande som Grækenland og Irland i perioden fra 2010 til 2014 spare det, som svarer til 10% af de enkelte landes bruttonationalprodukt. Spanien skal i samme periode spare 6% og Portugal ca. 5%, medens Tyskland skal spare under 2%. Med en arbejdsløshedsprocent primo 2010 på ca. 20 i Spanien og ca. 14% i Irland samt ca. 10% i Portugal vil massive besparelser i disse lande medføre en endnu højere arbejdsløshed. Det er uforudsigeligt hvorledes vælgerne i disse lande vil reagere på så høj en arbejdsløshed. Til sammenligning er arbejdsløsheden i Tyskland ”kun” 7,7%, og arbejdsløsheden forventes endog at falde her, idet den tyske økonomi er domineret af store globale eksportorienterede virksomheder, som har haft god gavn af den svage euro til at øge eksporten udenfor euroområdet. Den spanske, græske og portugisiske industri er ikke af samme karakter som den tyske. Disse lande er i høj grad afhængig af turisme og afsætning af varer til de øvrige europæiske lande. Og de har et ufleksibelt arbejdsmarked med lav produktivitet. Økonomierne i Euroland er således af meget forskellig karakter, hvilket er et stort problem for Euroland, idet landene har den samme valuta. Før euroen kunne den tyske valuta stige over for de førnævnte valutaer for at udligne forskellen i produktiviteten, men dette er nu ikke en løsning. Derfor er prisen for at være med i euroen, at der må accepteres en højere arbejdsløshed eller gøre sig konkurrencedygtig på en anden måde, hvilket kunne være ved at sænke lønniveauet. Det er gjort i Spanien og Grækenland, men er der villighed til at sænke lønniveauet yderligere for at få sænket arbejdsløsheden? Det er langt fra sikkert, og det kan resultere i et opgør i disse lande om det fordelagtige i at beholde euroen. Ved at forlade euroen bliver der bedre muligheder for at restrukturere gæld, altså en form for statsbankerot, hvilket ikke er utænkeligt for Grækenland.

Konkurrenceevnemæssigt har Europa i de senere år tabt væsentligt til Emerging Markets, og Europa skal antagelig vænne sig til, at der skal arbejdes længere for bare at bevare det nuværende velstandsniveau. De første tiltag er sket fra fransk side, hvor pensionsalderen er hævet fra 60 til 62 år, og det er givet vis ikke det sidste tiltag, vi på denne front har set i Europa.

Så ingen tvivl om, at Euroland og euroen går en svær fremtid i møde. Udfordringerne er betydelige, og det er nu fællesskabet bliver testet. Det virker som om, at vi enten er på vej mod Europas Forenede Stater eller euroens endeligt.

#### *Oplever vi et falsk opsving i den vestlige verden?*

Er de økonomiske nøgletal (igen) er ved at spille økonomerne et puds? De økonomiske nøgletal indikerer, at vi generelt oplever et økonomisk opsving i verdensøkonomien, men opsvinget i de vestlige økonomier er ikke skabt som følge af en strukturel ”sund” efterspørgsel, men i høj grad som følge af diverse hjælpepakker, som har stimuleret efterspørgslen. Så vi kan frygte, at det vi oplever, er et falskt opsving, som vil dø ud i takt med at hjælpepakkerne udfases og bliver afløst af budgetstramninger. Niels Smedegaard fra A.P. Møller-Mærsk har til Dagbladet Børsen udtalt, at han frygter netop dette scenarie.

#### *Skal vi frygte inflation?*

Der har været en frygt for, at det store amerikanske budgetunderskud skulle få den amerikanske regering til at føre en politik, som indebærer en stigende inflation for på den måde at udhule realværdien af den gæld, man skal betale. Hvis man har en langsigtet forpligtigelse til en fast rente, så

ville dette absolut være en mulighed. Det vil svare til, at man som husejer har et 4% fastforrentet 30 årigt kreditforeningslån, og hvis inflationen og dermed renten stiger, så falder kursen på kreditforeningslånet, hvorved man reelt får en lavere gæld. Men har man derimod som husejer et kort Flexlån, så vil det være noget skidt, hvis renten stiger, idet man så stadig har den samme gæld og endda til en højere rente! Hvis man ser på den amerikanske statsgæld, så minder strukturen mere om et Flexlån end om en 4% fastforrentet kreditforeningslån, idet løbetiden på statsgælden i gennemsnit er omkring 4 år, så en stigende inflation og dermed et stigende renteniveau, vil ikke hjælpe det amerikanske budgetunderskud, tværtimod vil det gøre det værre. Derfor skal man ikke frygte nogen bevidst høj inflationær politik fra den amerikanske regering.

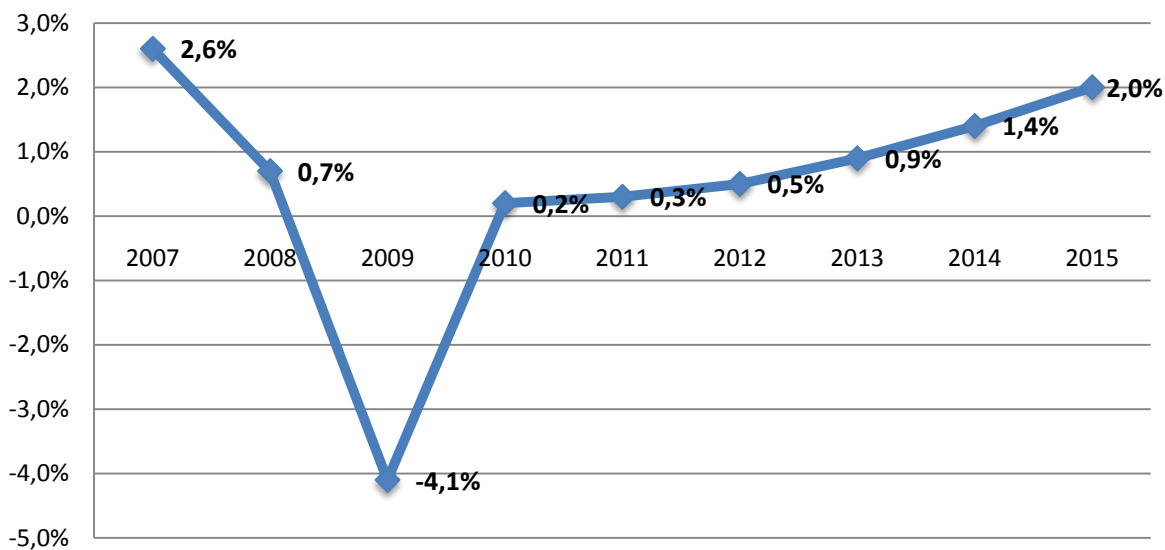
En evt. stigende inflation skal derfor komme som følge af en stigende underliggende efterspørgsel, men med besparelser i den vestlige verden og en vækstdæmpende politik i Emerging Markets, er det på den korte bane vanskeligt at forestille sig det store inflationære pres. Og som det fremgår af grafen på næste side, har råvarepriserne, her udtrykt ved CRB Raw Industrials i USD, i de seneste måneder vist en faldende tendens.

### **Vores vurdering**

Vi er ikke i tvivl om, at væksten i verdensøkonomien er på vej ned, og at vi er på vej ind i en periode, som er utrolig svær at forudsige. Vi har ikke oplevet et lignende fortilfælde, og det gør det særdeles svært at gisne om udfaldet. Efter vores vurdering er spørgsmålet, hvor slemt det bliver i den vestlige verden og i Europa i særdeleshed, og der er ikke udsigt til nogen hurtig og nem løsning. Vi fastholder således vores scenarie jf. skemaet på næste side, med en vækst i Euroland i de næste 3-5 år i krybesporet, men risikoen er efter vores vurdering, at det kan gå værre endnu, så der er al mulig grund til fortsat at føre en forsigtig investeringspolitik.

Som dansk investor vil man sandsynligvis også få fordel af at have placeret en del af sin formue uden for euroområdet. Selvom væksten i Emerging Markets også er på vej ned, så er vækstbetingelserne markant bedre her end i Europa. Det er absolut heller ikke utænkeligt, at vi vil se en fortsat svækkelse af euroen over for valutaer i udvalgte Emerging Markets så som Brasilien, Indien og Kina, hvilket vil give en valutakursgevinst på investeringen, hvis euroen og dermed DKK svækkes over for de valutaer, der er investeret i.

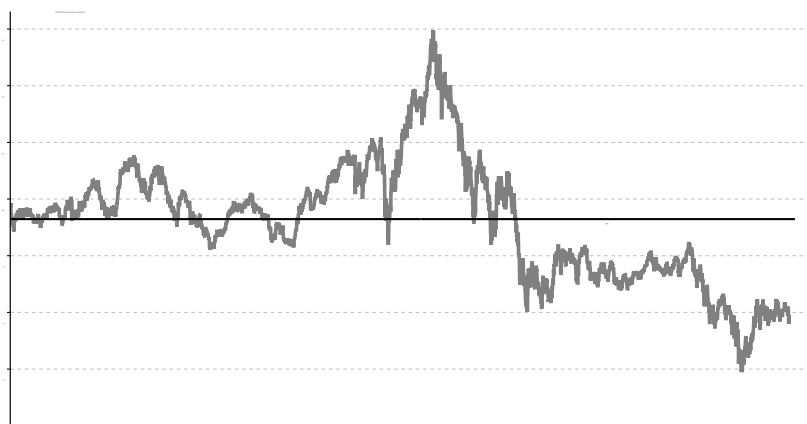
## Vækst i Euroland



Kilde: Eurostat og Dansk FI

## Aktier

Grafen på næste side indikerer, at aktierne er billigt prisfast på det nuværende niveau, men vi er fortsat af den opfattelse, at der er indeholdt alt for positive indtjeningsforventninger til selskaberne i S&P 500 indekset. Ifølge analyseinstituttet IBES, som indsamler aktieanalytikernes forventninger til selskabernes indtjening, så forventer aktieanalytikerne i gennemsnit, at selskaberne i S&P 500 indekset i perioden fra 2010 til 2014 vil opleve en årlig gennemsnitlig indtjeningsfremgang på 10,6% p.a. Det er efter vores vurdering alt for optimistisk set i lyset af de betydelige udfordringer, som økonomierne i den vestlige verden står over for.



Kilde: Nykredit

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

## **Obligationer**

På baggrund af de betydelige udfordringer som verdensøkonomien står over for, forventer vi ikke i den nærmeste fremtid renteforhøjelser fra hverken den europæiske eller amerikanske centralbank. Vi frygter heller ikke på den korte bane noget nævneværdigt inflationspres, hvorfor renterne sandsynligvis i den nærmeste fremtid vil holde sig på et lavt niveau. Vi er dog opmærksomme på, at med den seneste tids rentefald på specielt de lange obligationer, er risikoen ved at investere i disse også forøget, hvis renteutviklingen skulle udvikle sig anderledes end forventet. Set ud fra et afkast/risiko betragtning, anbefaler vi derfor ikke at øge varigheden på obligationsbeholdningen, men anbefaler at fastholde en placering i 5% 2041 samt korte/mellemlange realkreditobligationer.

Højrente- og 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.

14. juli 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.