

# Kvartalsrapport

## 3. kvartal 2010

### RESUME

#### **Økonomiske udsigter**

Væksten i verdensøkonomien er fortsat i gang med at aftage. Og på grund af risiko for overophedning i Emerging Markets skal vi i den vestlige verden næppe derfra forvente en håndsækning til fornyet vækst. Det er derfor vores vurdering, at der er risiko for en hård og langvarig opbremsning i verdensøkonomien.

#### **Aktiemarkedet**

De fleste aktiemarkeder steg i 3. kvartal 2010, og det er fortsat vores vurdering, at aktieanalytikeres forventninger til selskabers indtjeningsfremgang kan skuffe. Derfor bør aktieinvestorer uændret undervægte aktieporteføljen.

#### **Obligationsmarkedet**

På trods af de dystre forventninger til udviklingen i verdensøkonomien og en ikke eksisterende frygt for inflation, anbefaler vi ikke obligationsinvestorer at øge obligationsporteføljens varighed.

For et år siden kunne man opnå 2,65% i effektiv rente før skat på en statsobligation med en restløbetid på 3 år og 3 måneder. I dag skal man købe en statsobligation med 13 år og 3 måneders restløbetid, for at opnå samme rente. I jagten på afkast på obligationsbeholdningen, og for ikke at øge løbetiden som beskrevet ovenfor, søger mange derfor mod virksomhedsobligationer med en højere kreditrisiko til følge. Dette finder vi heller ikke attraktivt.



FORMUE- & INVESTERINGSPLEJE A/S  
Fondsmæglerselskab

Udvikling i 3. kvartal 2010					
Aktieindeks	Værdi	Værdi	Ændring i 3.kvt.	Afkast i 3.kvt.	Afkast i 2010
	30.06.10	30.09.10			
OMX CPH*	344,41	361,09	16,68	4,84%	19,86%
OMX C20*	393,02	416,96	23,94	6,09%	23,84%
MSCI World*	6.320,83	6.438,40	117,57	1,86%	6,17%
MSCI USA*	5.947,90	5.936,87	-11,03	-0,19%	7,80%
MSCI Europa*	7.144,54	7.639,50	494,96	6,93%	2,07%
MSCI Japan*	12.886,51	12.165,55	-720,96	-5,59%	6,46%
*opgjort i DKK ex. udbytte					
Renteudvikling i Danmark	Rente	Rente	Ændring i 3.kvt.	Afkast i 3.kvt.	Afkast i 2010
	30.06.10	30.09.10			
Rente på indskudsbeviser	0,50	0,50	0,00	0,13%	0,49%
Cibor 1 år rente	1,73	1,75	0,02	0,46%	1,33%
4% STAT 2010	0,55	0,68	0,13	0,08%	0,99%
4% STAT 2015	1,84	1,70	-0,14	1,20%	8,78%
7% STAT 2024	2,96	2,62	-0,34	3,85%	16,97%
4% NYK 2038	4,13	3,98	-0,15	2,68%	10,50%
EFFAS 1-5**				0,93%	5,42%
**: Udtrykker markedsafkastet for danske statsobligationer med en løbetid på 1 - 5 år					
Valutakurser	Værdi	Værdi	Ændring i 3.kvt.	Afkast i 3.kvt.	Afkast i 2010
	30.06.10	30.09.10			
USD/DKK	6,07	5,46	0,55	-10,05%	5,20%
EUR/DKK	7,45	7,45	0,01	0,00%	0,13%
JPY/DKK	0,068	0,066	0,009	-2,94%	17,86%

## Udviklingen på de finansielle markeder i 3. kvartal 2010

### Aktiemarkedet

Aktieinvestorerne synes i 3. kvartal at have draget et lettelsens suk, i hvert fald på kort sigt, over, at det ikke står værre til med den økonomiske udvikling. Det er nu en realitet, at vi ser en opbremsning i verdensøkonomien og i særdeleshed i USA, hvilket har resulteret i et mærkbart fald i dollarkursen over for euro og yderligere rentefald, men dette har ikke fået aktierne til at falde, tværtimod er aktierne i langt de fleste regioner steget.

Således er de danske aktieindeks jf. skemaet oven for steget med ca. 5-6%. MSCI Europa er steget knapt 7%, medens de amerikanske aktier faldt en kende, hvilket udelukkende kan henføres til at den amerikanske dollar i 3. kvartal 2010 blev svækket med ca. 10% over for euro og DKK. De japanske aktier har klaret sig dårligt, idet MSCI Japan målt i DKK i samme periode faldt med 5,59%.

Som det ses af skemaet på side 2, har der været positive afkast, målt i DKK, i alle i de skemaet viste Emerging Markets. Bedst er det gået i Brasilien, hvor aktieindekset Bovespa steg med knapt 9%, medens der kun er svagt positive afkast i såvel Rusland som Kina, alle målt i DKK. Det indiske indeks Sensex 30 er, ligeledes målt i DKK, i 3. kvartal 2010 oppe med knapt 6%

Land	Aktieindeks	Afkast i DKK i Q3 2010	Afkast i DKK i 2010
Brasilien	Bovespa	8,78%	9,74%
Rusland	Micex	1,13%	11,71%
Indien	Sensex 30	5,82%	28,39%
Kina	Shanghai	1,64%	-10,94%

## Obligationsmarkedet

I 2. kvartal 2010 var der megen fokus på gældsproblematikken i specielt de sydeuropæiske lande. Det har ikke været så udtalt i 3. kvartal. Fokus er der nu på om verdensøkonomien igen er på vej ned i gear. Dette har resulteret i, at renterne generelt er faldet yderligere. De korte danske renter er imidlertid steget en kende. Således varierer afkastene i 3. kvartal 2010 fra 0,08% på 4% STAT 2010 til 3,85% på 7% STAT 2024.

Årsagen til at de korte danske renter er steget en kende er, at der er en del udenlandske investorer, som er begyndt at trække penge ud af Danmark. Der blev i løbet af 2. kvartal 2010 placeret betydelige ”korte” penge i danske obligationer. Danmark blev vurderet som et af de få lande, hvor gældsproblematikken ikke var alvorlig, hvorfor mange investorer betragtede Danmark som et sikkert land at placere sine korte obligationspenge i. Nu hvor fokuseringen på gældsproblematikken er faldet lidt i baggrunden, er de kortsigtede investorer begyndt at trække deres penge ud af landet igen, hvilket har fået de korte renter til at stige. Nationalbanken nedsatte i løbet 2. kvartal 2010, i takt med at udenlandske investorer købte stort op i danske obligationer og dermed styrkede den danske krone, renten på indskudsbeviser med 0,2% point. Det er nu den modsatte strøm af valuta, vi er vidne til. Endnu en forhøjelse af Nationalbankens indskudsbevisrente kan derfor ikke udelukkes.

## Valutamarkedet

Der har i løbet af 3. kvartal 2010 været et markant fald i den amerikanske dollar over for euro. Således er USD faldet med ca. 10% over for euro. Baggrunden for svækkelsen er, at vi har fået en stribe amerikanske nøgletal som viser, at den amerikanske vækst hastigt er på vej ned, medens den økonomiske vækst i Europa hidtil har kunnet holde stand.

Den japanske yen er i løbet af 3. kvartal over for euro blevet svækket med knap 3%. Den japanske yen er imidlertid over for euro i løbet af de første 3 kvartaler af 2010 steget med knap 18%.

## Den økonomiske udvikling i 3. kvartal 2010

Først den ene vej og så den anden vej, det er en beskrivelse, som er meget dækkende for den økonomiske udvikling i 3. kvartal 2010. I vores Kvartalsrapport for 2. kvartal 2010 skrev vi, at forventningerne til væksten i verdensøkonomien i 2010, som følge af en god vækst i 1. halvår af 2010, var blevet opjusteret af bl.a. IMF (Internationale Valutafond). I løbet af 3. kvartal 2010 har vi nu fået en tilsvarende nedjustering af vækstforventningerne, fordi den økonomiske vækst er på vej ned i et hastigere tempo end hidtil antaget.

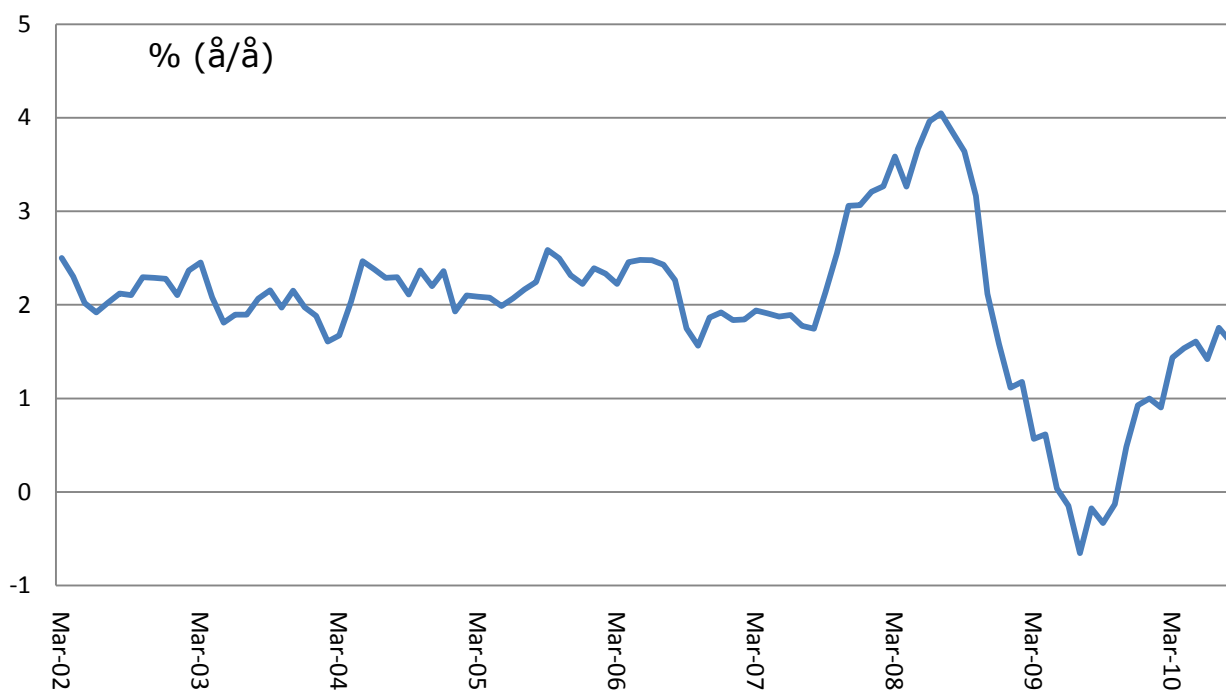
## Europa

I Euroland har der i løbet af det seneste halve år været en pæn vækst. Således steg væksten i 2. kvartal 2010 sammenlignet med 1. kvartal 2010 med hele 3,9% p.a. og væksten forventes i 3. kvartal 2010 sammenlignet med 2. kvartal 2010 at have været på 1,6%. Dette er ganske pæne vækstrater, også selvom tempoet synes på vej ned. Imidlertid dækker fremgangen over en uens udvikling, idet væksten i Tyskland har været imponerende flot, medens væksten i de sydeuropæiske lande skuffer. Det er således absolut ikke tale om en homogen fremgang i Euroland, tværtimod er ulighederne mellem landene blevet mere udtalte.

Det er også værd at bemærke, at de store eksportorienterede virksomheder i Europa, og i særdeleshed i Tyskland, har nydt godt af den markante eurosvækkelse, der fandt sted i 1. halvår af 2010, men svækkelsen over for bl.a. den amerikanske dollar er nu næsten helt forsvundet. Det vil svække vækstudsigterne for den europæiske økonomi yderligere.

Inflationen har i Euroland i flere måneder været stigende, men synes nu at stabilisere sig omkring 1,6%, hvilket er under ECB's målsætning om en inflation i niveauet 2%.

### Inflationen i Euroområdet



Kilde: Eurostat

## USA

Det er i løbet af 3. kvartal blevet mere og mere tydeligt, at opsvinget i den amerikanske økonomi er ved at tabe momentum. Først blev den økonomiske vækst i 2. kvartal 2010 sammenlignet med 1. kvartal 2010 nedjusteret fra en årlig vækstrate på 2,4% til kun 1,6%, men sidenhen kom der en række skuffende amerikanske nøgletal som tyder på, at den økonomiske vækst i 3. kvartal 2010 sammenlignet med 2.

kvartal 2010 kun har udvist en årlig vækstrate på 0,7%. Det viser med al tydelighed, at der er sket en stor opbremsning i væksten.

Inflationen er fortsat ikke et problem i USA, tværtimod er der en stigende frygt for, at der kan komme deflation (prisfald). Den årlige inflationsrate har i 2. kvartal 2010 sammenlignet med samme kvartal året før været på 1,8%, og det forventes at inflationen i løbet af 3. kvartal er aftaget til kun 1,2%.

## **Japan**

Den økonomiske vækst i Japan forventes i 3. kvartal 2010 sammenlignet med 2. kvartal 2010 at have været på 1,2% p.a., hvilket var lavere end forventet. Også i Japan synes væksten at være på vej ned.

Japan har deflation. Således faldt priserne i 3. kvartal 2010 sammenlignet med samme kvartal året før med 1%.

## **BRIK landene**

### *Brasilien*

Væksten i den brasilianske økonomi er fortsat bemærkelsesværdig. Således har den økonomiske vækst været på henholdsvis 9% i 1. kvartal 2010, 8,8% i 2. kvartal 2010 og forventningerne er at væksten i 3. kvartal har været i niveauet 8%, når der sammenlignes med de respektive kvartaler i 2009. Faktisk har den økonomiske vækst været så kraftig, at der har været frygt for en overophedning af den brasilianske økonomi. Centralbanken har derfor siden april gradvist hævet renten med 2% point. Den ledende rente (benævnt Selic renten) er nu på 10,75%. Brasilien har tillige hævet transaktionsskatten på finansielle udenlandske investeringer fra 2% til nu 4%. Alt sammen for at få en mere afdæmpet vækst.

Inflationen er der rimeligt styr på i Brasilien, idet den ligger på ca. 4,5%, hvilket præcist er den værdi, som den Brasilianske Centralbank har sat som mål.

### *Rusland*

Det har været vanskeligt for Rusland at komme helt tilbage på sporet igen efter at den økonomiske vækst faldt med hele 7,9% i 2009. Således vurderes den økonomiske vækst i 1. halvår 2010 at have været omkring 4,2%, men forventes i løbet af 3. kvartal at være aftaget en kende. Den høje arbejdsløshed i niveauet 8% og en fortsat tilbageholdenhed med investeringer, har været en medvirkende årsag til at Rusland ikke har fået en højere vækst i 2010.

Den russiske inflation synes med et aktuelt niveau omkring de 6% at være under kontrol. Inflationen har de senere år haft en tendens til at komme ud af kontrol, så det er vigtigt, at den også fremadrettet holdes under kontrol.

### *Indien*

Også i Indien er den økonomiske vækst fortsat bemærkelsesværdig. Således forventes den indiske økonomi i 2. kvartal 2010 sammenlignet med samme periode året før at være vokset med 8,8%. Den høje vækstrate forventes at være fortsat ind i 3. kvartal 2010. Inflationen i Indien er derimod fortsat problematisk. Således er den samlede inflation i niveauet 11%, medens den seneste måling for fødevarerinflationen for oktober 2010 viser en årlig stigning på 16,2%. Det har resulteret i at den indiske centralbank i september har hævet den ledende rente med 0,5% point til 5,0%. Hvis ikke inflationen kommer yderligere ned, kan der forventes flere renteforhøjelser.

### *Kina*

Det har været et bemærkelsesværdigt kvartal for den kinesiske økonomi. Den kinesiske økonomi har i løbet af 2. kvartal 2010 overhalet den japanske økonomi og nu er verdens 2. største økonomi. Dette manifesterer Kinas store betydning for verdensøkonomien, og landets fremtidige betydning vil blive endnu større. Den økonomiske vækst i Kina var i 2. kvartal 2010 på 10,3%, men forventes i 3. kvartal at være aftaget til et niveau omkring 8-9%. For Kinas vedkommende er der tale om en meget bevidst nedgang i økonomien. Kina har frygtet, at der skulle ske en overophedning af økonomien med en boble på ejendomsmarkedet som følge. Derfor har de kinesiske myndigheder bevidst indført forskellige vækstdæmpende tiltag, såsom at hæve kapitalkravene til landets banker. Disse tiltag begynder nu at vise den ønskede effekt på økonomien, så denne ikke vokser for meget. Det bliver imidlertid spændende at iagttage, hvad der sker på det kinesiske ejendomsmarked, hvis prisudviklingen pludselig bremses kraftigt op. Flere kinesere har nemlig spekuleret i, at priserne vil fortsætte med at stige.

De kinesiske myndigheder har også ganske god kontrol over inflationen. Denne er pt. i et niveau omkring 3,5%, og godt på vej ned mod de 3,0%, som er myndighedernes mål ultimo året.

### **Samlet omkring den økonomiske udvikling i 3. kvartal 2010**

Væksten i verdensøkonomien er i løbet af 3. kvartal 2010 gået ned i tempo. Det paradoksale er, at dette sker, med baggrund i en ønskelig nedgang i den økonomiske vækst i BRIK landene (på nær Rusland), medens der absolut ikke ønskes vækstnedgang hverken i Europa, Japan og i USA. Dette illustrerer meget godt det regimeskifte, som vi i disse år er vidne til. Emerging Markets er gradvist ved at overtage førertrøjen i verdensøkonomien, medens den vestlige verden er på vej til at få en væsentlig mindre indflydelsesrig rolle.

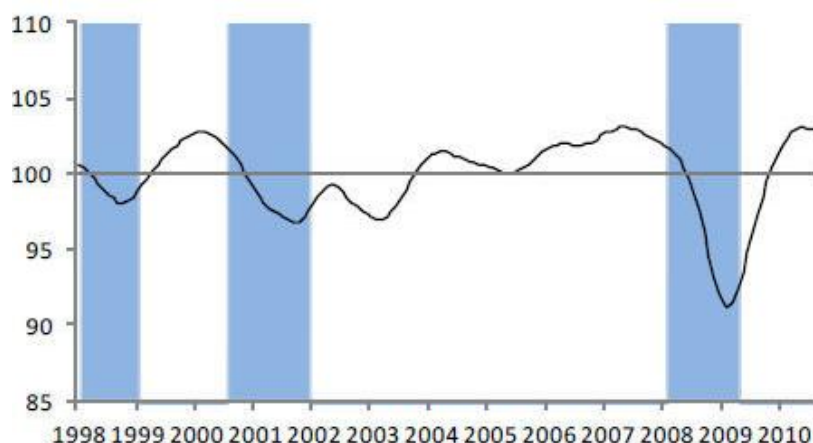
## Forventninger

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

Kilde: Danske Bank og Dansk FI

### Økonomi

Det er en spændende periode, vi er vidne til. Brasilien, Kina og Indien er tydeligvis bange for en overophedning af deres respektive økonomier og har grebet ind med renteforhøjelser, stigende kapitalkrav til bankerne og andre vækstdæmpende tiltag, medens vi i den vestlige verden for at få mere gang i økonomien har gjort det modsatte, på nær at slække kapitalkravene til bankerne. Forskellen på de vestlige økonomier og Emerging Markets kan vel næppe illustreres tydeligere. Problemstillingen for verdensøkonomien er ganske tydelig. De vestlige økonomier er på vej ind i en ufrivillig vækstnedgang, bl.a. forskyldt at flere års overforbrug og gældssætning, medens flere Emerging Markets fører en fornuftig økonomisk politik ved at indføre vækstdæmpende tiltag, når økonomien er ved at overophede. Samlet betyder dette, at verdensøkonomien er på vej ned i gear, hvilket også bekræftes af OECD's ledende indikatorer (en sammenvægtning af nogle økonomiske nøgletal som tilsammen giver et billede af om økonomien forventes at vokse eller aftage, se nedenfor), som tydeligvis viser tegn på, at væksten er aftagende.



Kilde: Børsen

Skal verdensøkonomien op i gear igen, kan dette ske ved, at de vestlige økonomier igen vokser, at Emerging Markets vokser endnu mere eller en kombination heraf. Men Emerging Markets ønsker ikke

at vokse mere, tværtimod er væksten allerede så høj, at flere lande risikerer overophedning, så det er ikke realistisk at tro at Emerging Markets på den korte bane skruer op for vækstniveauet. Derfor skal verdensøkonomen op i gear ved, at det er de vestlige økonomier, som kommer på fode igen. Dette kan dog godt blive hjulpet af, at Emerging Markets tillader deres valutaer at blive styrket i forhold til de vestlige valutaer, således at de vestlige økonomier den vej rundt får en håndsrekning. Det er netop derfor, at flere vestlige lande presser på for at få Kina til at revaluere deres valuta i forhold til såvel USD som euroen, men dette har hidtil været en begrænset succes, og det er tvivlsomt om Kina på den korte bane bliver mere imødekommende. Vi deler i høj grad denne tvivl, så de vestlige økonomier må sandsynligvis i vid udstrækning selv rede sig ud af de problemer, som de har skabt for sig selv. Det er i korte træk:

- Privat og offentlig gældssætning skal ned
- Der skal balance på statsbudgetterne, dvs. indtægter (skatter) op og udgifter ned
- Konkurrenceevnen skal forbedres, dvs. løntilbageholdenhed og højere produktivitet

Den vestlige verden kan derfor godt begynde at indstille sig på en ny og anderledes fremtid. Og jo før der politisk bliver taget hul på de nødvendige tiltag, desto nemmere bliver det at komme igennem krisen. Det bliver en sej omgang, hvor vi må indstille os på en væsentlig lavere økonomisk vækst, end den vi hidtil har været forvænt med. Det er vanskeligt at tro på et snarligt økonomisk opsving, og vi ser flere tegn på, at der i den nærmeste fremtid er større sandsynlighed for, at vi kan blive negativt overrasket end positivt. Det vil vi begrunde i det følgende:

#### *Gældsnedbringelsen i den vestlige verden er først lige påbegyndt*

Den private sektors gæld er allerede blevet nedbragt, men trods massive besparelser i lande som *Spanien, Grækenland, Irland og England fra 2011 og fremefter vil den offentlige gæld først toppe i 2013/14*, for derefter gradvist at blive nedbragt. Disse antagelser bygger endda på en forudsætning om, at der ikke sker en yderligere forværring i verdensøkonomien. Så processen med at få nedbragt gælden er først lige påbegyndt, og den vil vare i mange år endnu. Og det vil givet vis til stadighed skabe uro hos befolkningen i de lande, hvor der i forvejen er en høj arbejdsløshed (bl.a. i Spanien med over 20% arbejdsløse), når økonomien forværres og endnu flere bliver arbejdsløse i kombination med at flere privilegier skæres bort. Det bliver spændende at se, om det politiske system omkring euroen kan holde til det pres, der givet vis vil blive skabt i de kommende år. Så gældsproblematikken vil ligge som en tikkende "bombe" i mange år endnu, og bomben behøver ikke at blive detoneret af et af de lande med de største økonomiske udfordringer (Irland eller Grækenland), bomben kan også blive bragt til sprængning af et land som Frankrig, hvor befolkningen har tradition for at modsætte sig ethvert forsøg på at forringe borgernes privilegier.

#### *Støtteordninger kan ikke vare ved og nu skal forbrugerne føre opsvinget videre*

De mange forskellige støtteordninger, der blev etableret under Finanskrisen, kan ikke forventes at blive opretholdt i samme omfang. Det er der ganske enkelt ikke råd til. Derfor vil alene en gradvis udfasning af de forskellige hjælpepakker føre til, at verdensøkonomien i de kommende år vil skifte fra at have medvind til at få modvind. Den nobelprisvindende økonom, Nouriel Roubini forudser netop dette scenarie. Hvorvidt vi ryger ind i en ny recession, tør han ikke spå om, men han tør godt spå om, at den økonomiske vækst i bedste fald vil blive så svag, at det i de kommende år vil føles som en recession.

Det er også vanskeligt at tro på, at der på nuværende tidspunkt med en høj arbejdsløshed, en privat gældssætning, der skal yderligere nedbringes og en offentlig sektor, der skal skæres ned kan skabes et forbrugsdrevet opsving. En af Præsidents Obama's nu afgående økonomiske toprådgivere, Lawrence



Summers, har sagt, at ingen i den nærmeste fremtid ikke skal regne med, at den amerikanske forbruger vil være i stand til at bane vejen for økonomisk vækst. Det kan vist ikke siges tydeligere.

#### *Stærk tro på at Emerging Markets kan rede væksten i verdensøkonomien*

Flere økonomer er af den opfattelse, at vækstnedgangen i de vestlige økonomier kan blive kompenseret af en modsvarende optur i økonomierne i Emerging Markets. Vi deler ikke helt denne opfattelse. For det første er Emerging Markets ikke på nuværende tidspunkt interesseret i at forøge deres vækst med risiko for overophedning som følge. Dernæst udgør de vestlige økonomier fortsat den væsentligste del af verdensøkonomien. Det er derfor urealistisk at tro på at Emerging Markets allerede nu kan kompensere fuldt ud for nedgangen i de vestlige økonomier. Og endelig er vi af den opfattelse, at globaliseringen har medført, at verdens lande til en vis grad er forbundne kar. Derfor forventer vi, at krisen i de vestlige økonomier også vil medføre en mere afdæmpet vækst i Emerging Markets, om end vi er af den opfattelse, at landene der fortsat vil kunne realisere tilfredsstillende vækstrater.

#### *Det lave renteniveau gør at investorer jagter afkast og glemmer risikoen*

Det meget lave renteniveau har resulteret i, at flere investorer i deres forsøg på at opnå et tilfredsstillende afkast igen er begyndt at glemme risikoelementet. Det har bl.a. ført til en kraftig efterspørgsel efter virksomhedsobligationer, der traditionelt handles til en højere rente end sammenlignelige stats- og realkreditobligationer, hvilket naturligvis skyldes den højere risiko, der er knyttet til disse. På det seneste er den merrente investorer kan få ved at købe virksomhedsobligationer blevet så lav, at der efter vores vurdering betales en alt for lav risikopræmie set i forhold til den forøgede risiko, der trods alt er ved at købe virksomhedsobligationer frem for de mere sikre danske stats- og realkreditobligationer. Som et eksempel fra Danmark kan nævnes, at da Carlsberg for nylig optog et 7 årigt virksomhedslån, blev de underliggende obligationerne solgt til en rente, der svarer til en effektiv rente før skal på 3,375%. En tilsvarende dansk realkreditobligation som 4% NYK januar 2018 blev på samme tidspunkt handlet til en effektiv rente på 2,59%. Det vil sige, at for en obligation udstedt af Carlsberg og som udløber om 7 år, fik investorerne kun 0,7475% p.a. mere i forrentning end for en tilsvarende realkreditobligation. Selv om også vi vurderer Carlsberg som et solidt selskab, så er dette efter vores vurdering ikke en attraktiv merrente. Det er ikke mange år siden, at Carlsberg, på grund af høj lånefinansiering og russiske opkøb, blev betragtet som et mindre sikkert selskab at investere i. Men det har investorerne åbenbart helt glemt.

Som et andet eksempel på stor efterspørgsel efter virksomhedsobligationer kan nævnes, at Bank of America Merrill Lynch indekset for junk bonds (de mest usikre virksomhedsobligationer) ikke har været på et højere niveau siden juni 2007, lige inden kreditkrisen begyndte at sætte ind for alvor.

Så ingen tvivl om, at investorernes risikovillighed i øjeblikket er på et meget højt niveau, hvilket vi vurderer som en væsentlig risikoparameter.

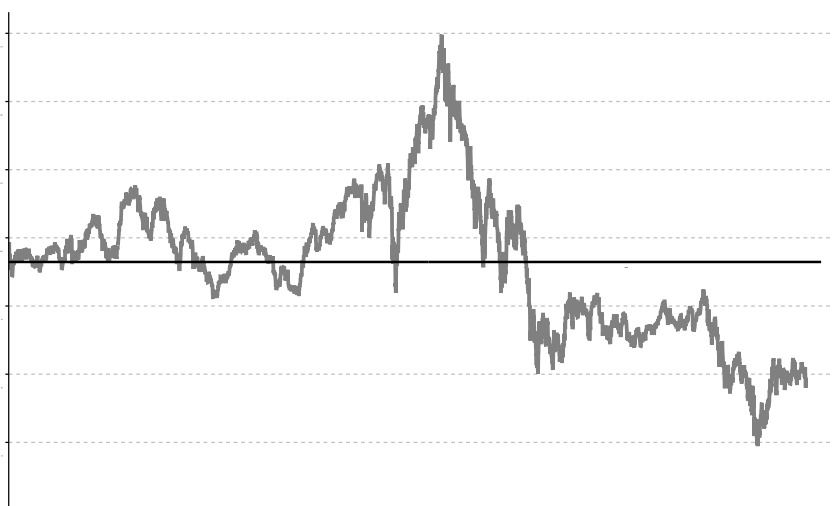
#### **Vores vurdering**

Væksten i verdensøkonomien er nu på vej ned i gear, og i særdeleshed i USA, men det er endnu for tidligt at vurdere, hvor kraftig og hvor lang opbremsningen bliver. De fleste økonomer er ved at indstille sig på flere år med en lav økonomisk vækst, men de ser fortsat risikoen for en recession som værende ganske lille. Dette synspunkt deler vi ikke. Tværtimod er vi af den opfattelse, at der er større risiko for en hård og langvarig opbremsning end muligheden for at der kommer et snarligt økonomisk opsving. Da investorerne samtidig på det seneste synes at være blevet endog meget risikovillige, er vi nervøse for, at vi, hvis den økonomiske udvikling skuffer, kan få en større korrektion på både aktier og højrente/virksomhedsobligationer. Derfor tilråder vi fortsat vores kunder til at følge en meget forsigtig investeringsstrategi.

Der er imidlertid ingen tvivl om, at Emerging Markets i den kommende periode fortsat vil fremvise meget attraktive vækstrater, uanset om de vestlige økonomier kommer ind i en recession eller ej. Derfor vurderer vi, at det fortsat vil være fordelagtigt, at være pænt overvægtet i Emerging Markets og i særdeleshed i lande som Indien og Brasilien, hvor mulighederne synes ekstra gode.

## Aktier

Som vi har nævnt i de seneste kvartalsrapporter, er vi af den opfattelse, at aktieanalytikerne har alt for høje indtjeningsforventninger til selskaberne. Vi vurderer på den baggrund, at grafen på næste side giver et alt for positivt syn på, hvor attraktivt det på nuværende tidspunkt er at investere i aktier. Derfor anbefaler vi fortsat investorerne samlet set at undervægte deres aktieinvesteringer. I den udvalgte aktieportefølje anbefaler vi investorerne at overvægte aktier fra Emerging Markets og store internationale selskaber, der ikke er så konjunkturafhængige og som har en stor eksponering imod Emerging Markets.



Kilde: Nykredit

## Obligationer

Selv om vi er skeptiske omkring udviklingen i verdensøkonomien, men ikke omkring inflationen, så kan vi ikke her og nu anbefale vores kunder at øge varigheden af deres obligationsportefølje. Dette ud fra et afkast/risikomæssig beragtning, idet det er vores vurdering, at vi har set hovedparten af det forventede rentefald. Hvis investorer her og nu øger varigheden af obligationsporteføljen, og vi enten har vurderet den økonomiske udvikling forkert og/eller vi pludselig bliver ramt af en ude fra kommende begivenhed, hvor inflationen pludselig stiger kraftigt, eks. som følge af fødevareremangel verden over på grund af en svigtende landbrugshøst, så vil der være risiko for større kursfald på de lange 4% realkreditobligationer. Som et eksempel på det store rentefald, der er sket, kan nævnes, at køb den 30.09.2009 af en dansk statsobligation 5% STAT 2013 med en restløbetid på 3 år og 3 måneder gav en effektiv rente før skat på 2,65%. Pr. 30.09.2010 skulle investorer for at opnå den samme rente købe 7%

STAT 2024, altså en obligation med en restløbetid på 13 år og 3 måneder. Dvs. at for at opnå den samme forrentning før skat skal investorer nu acceptere at købe en obligation der har næsten 4 gange så lang løbetid. Det illustrerer meget godt, hvor meget risikoen også på obligationsmarkedet er blevet forøget. Derfor anbefaler vi en neural varighed på obligationsbeholdningen.

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.

17. oktober 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 udarbejdesdato.

**Vi holder lukket mellem jul og nytår.**

**Fra og med den 24. december til og med den 2. januar.**