

Markedsudsigter for 2010:

Årsbrev fra Markets

D. 12. januar 2010

Kreditkrisen er ikke et overstået kapitel og der vil i 2010 uomtvisteligt komme bump på vejen, fordi det finansielle system har været lagt i respirator, og nu skal til at trække vejret selv igen. Vores bud på nogle af de væsentligste økonomiske nøgletal i 2010 er:

- Aktiemarkederne vil være præget af megen uro i begyndelsen af året grundet en genopblusning af pessimisme og frygt for deflation, men vil ved årets udgang have givet et afkast på 10-15 procent
- Nationalbanken sænker udlånsrenten til 1,10 procent i løbet af 1. halvår 2010
- Vækst i BNP i Danmark på 1,3 procent
- Ledigheden vil fortsætte med at stige i hele 2010, og vil ende på 180.000 ledige ved udgangen af året. Det er også i dette leje, at ledigheden topper i begyndelsen af 2011
- Boligpriserne i Danmark vil ikke falde yderligere grundet de lave renter. Men på grund af den usikkerhed, som den stigende ledighed bibringer, ser vi ikke den store rebound som nært forestående.
- USD/DKK -kursen forventes at svinge mellem kurs 490 og 515. Finansieringsvalutaerne, primært CHF og JPY forventes at falde i dansk regning gennem hele 2010.

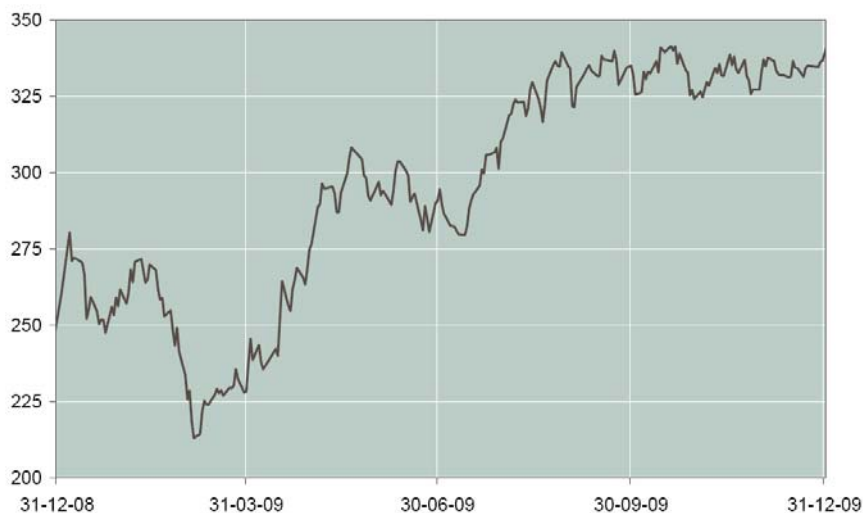
Tilbageblik på 2009

Ved indgangen til 2009 befandt dansk økonomi sig midt i kreditkrisen - den værste finansielle krise siden depressionen i 1930'erne. I marts 2009 var aktierne faldet til de laveste niveauer siden juli 2003 med en bundprop på indeks 210,34 d. 9. marts. Derfra gik det dog opad, og samlet set lå det toneangivende danske aktieindeks, OMX C20, ved årets slutning 35,9 procent højere end udgangspunktet.

Den samlede stigning i årets sidste ni måneder var på hele 57,3 procent. Udviklingen i de vigtigste internationale aktieindeks i 2009 kan ses herunder.

Udvalgte aktieindeks		Udvikling 2009
USA	S&P 500	+22,7%
USA	NASDAQ	+45,3%
Sverige	OMX S30	+43,7%
Norge	Oslo Benchmark Indeks	+63,3%
Tyskland	Frankfurt DAX	+23,8%
Europa	Euro Stoxx 50	+21,0%
Verden	MSCI AC World	+23,2%

Nedenstående graf viser udviklingen i OMX C20 indekset over hele 2009.



Aktiernes optur, efter bunden i begyndelsen af marts måned, var genstand for undren blandt mange investorer og analytikere. Mange spurgte sig selv, om aktiemarkedet i virkeligheden var i gang med at tage forskud på krisens afslutning alt for tidligt?

Sagen var den, at imens økonomernes forudsigelser for den danske og de globale økonomier fortsatte med at være dystre, så steg aktierne med over 45 procent på lige knap 2½ måned. I samme periode var det småt med positive nyheder fra selskaberne, og regnskaberne var fortsat præget af efterdønningerne fra 2008.

En del af forklaringen er naturligvis, at investorerne i foråret 2009 ophørte med at frygte et decideret depressions-scenarium, som det var tilfældet i 1930'ernes store økonomiske krise. Samtidig var der mange investorer, som havde likvide midler på kontoen - dels efter brandudsalget i oktober 2008, dels fordi nye midler ikke var blevet investeret. Da de første kursstigninger kom, var det som om, mange investorer var bange for at blive efterladt på perronen, når toget kørte. Og derfor kørte toget nærmest som en selvopfyldende profeti.

På "bundlinien" peger de seneste prognoser på, at dansk økonomi i 2009 samlet set vil opleve en nedgang i aktiviteten, målt ved Bruttonationalproduktet, på minus 4,8 procent. Dette var en smule mere negativt end vores forudsigelse fra sidste år, der lød på en nedgang på 3,5 procent.

Hvad angår vores prognose om, at biotekaktierne ville udgøre gode placeringsmuligheder i 2009, må vi erkende, at vi tog fejl. Vores tre biotek-bud gav således afkast på henholdsvis. +1,1 procent (Bavarian Nordic), -38,1 procent (Neurosearch), og -56,8 procent (Genmab). Derimod var der ret så fornuftige afkast på de øvrige aktier, vi fremhævede, herunder Novo Nordisk (afkast på 24,0 procent), William Demant (afkast på 74,4 procent) og Carlsberg (afkast på 119,0 procent).

I det hele taget har vores langsigtede porteføljer klaret sig markant bedre end markedet i 2009. Aktieanbefalingslistens afkast var således på hele 56,1 procent set over hele 2009, hvilket slog vores benchmark med hele 21 procentpoint, og samtidig er det et afkast, der slår langt de fleste investeringsselskaber i Danmark.

Vi havde også ret i, at den amerikanske centralbank, FED, i hele 2009 fastholdt rentespændet på 0,00 til 0,25 procent, mens ECB endte med en styringsrente på 1,00 procent ved udgangen af 2009.

I 2009 var forbrugertilliden negativ hele året, som det også var tilfældet i 2008. Den seneste måling i december 2009 lød på -3,6, hvilket var en svag forværring set i forhold til de foregående måneder. Ledigheden og boligmarkedet er også faktorer, som påvirker den danske forbrugertillid, især igennem den megen medieomtale. Begge dele har afgjort lagt en dæmper på forbrugernes syn på fremtiden i 2009. Ledigheden er steget fra 61.800 personer ved årets start til 122.700 ved udgangen af november, og i samme periode har vi i Danmark set huspriserne falde med 7,5 procent samlet set.

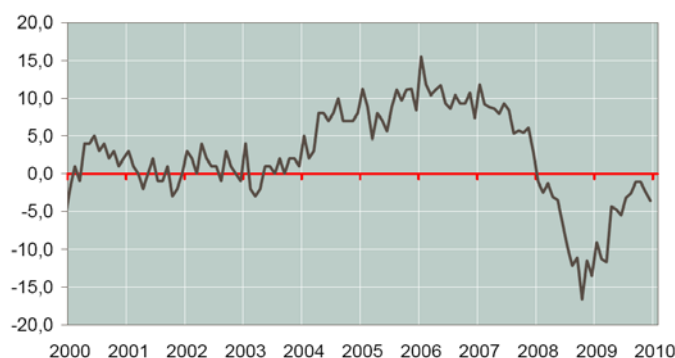
Udsigterne for 2010

De seneste par år har lært selv de mest optimistiske økonomer, at man skal passe på, når det gælder at spå om fremtiden. Når det er sagt, så er der én ting, man med sikkerhed kan slå fast. Og det er, at vi, i kølvandet på den værste økonomiske nedtur siden depressionen, ikke umiddelbart vender tilbage til noget, der er "stabilt".

Som beskrevet ovenfor så var 2009 et år med relativt mange penge på sidelinien, hvilket stadigvæk er tilfældet her ved overgangen til 2010. I takt med, at investorerne opfattelse af risikoen i aktiemarkedet formindskes - også kaldet et fald i risikoaversionen - og forstærket af, at afkastet på de rentebærende papirer er relativt lave, så vil dette være med til at holde en hånd under aktierne.

Vi forventer, at forbrugertilliden i Danmark igen vil befinde sig i positivt territorium tidligt i det nye år - i takt med, at de danske forbrugere ved selvsyn kan se konsekvenserne af de skattelettelser, som er blevet gennemført fra årsskiftet, og yderligere forbedret af, at boligejerne vil nyde godt af de aktuelle lave korte real-kreditrenter.

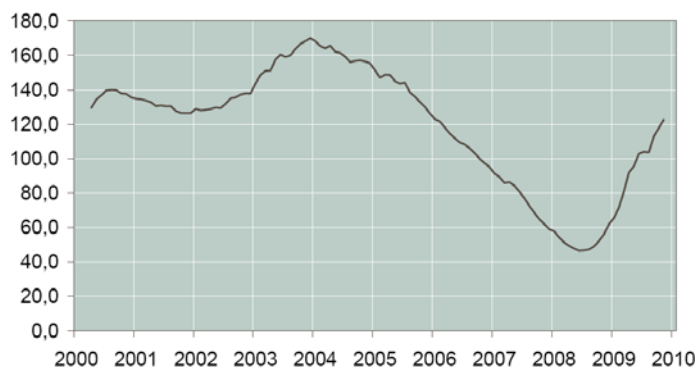
Danmark: Forbrugertillid



Vores bud på nogle af de væsentligste økonomiske nøgletal i 2010 er:

- Aktiemarkederne vil være præget af megen uro i begyndelsen af året grundet en genopblusning af pessimisme og frygt for deflation, men vil ved årets udgang have givet et afkast på 10-15 procent
- Nationalbanken sænker udlånsrenten til 1,10 procent i løbet af 1. halvår 2010
- Vækst i BNP i Danmark på 1,3 procent
- Ledigheden vil fortsætte med at stige i hele 2010, og vil ende på 180.000 ledige ved udgangen af året. Det er også i dette leje, at ledigheden topper i begyndelsen af 2011
- Boligpriserne i Danmark vil ikke falde yderligere grundet de lave renter. Men på grund af den usikkerhed, som den stigende ledighed bibringer, ser vi ikke den store rebound som nært forestående.
- EUR/USD-kursen forventes at svinge mellem 1,44 og 1,51 i 2010, svarende til en USD/DKK kurs mellem 490 og 515. Finansieringsvalutaerne, primært CHF og JPY forventes at falde i dansk regning gennem hele 2010. CHF forventes at ende 2010 omkring 480, JPY i 5,3 niveauet. Vi tror på, at de skandinaviske valutaer og GBP styrkes igennem 2010, SEK til omkring 77, NOK ca. 94, GBP til 870-området.

Danmark: Antal ledige



Økonomi

Vi forventer, at det amerikanske forbrug vil blive styrket i løbet af 2010. Men vi ser en svækket udgave af det amerikanske forbrugs-lokomotiv i forhold til perioden 2003-2007 grundet en overordentlig stor statsgæld, udgifter til et nyt sundhedssystem, med skattestigninger til følge, og et svækket boligmarked.

Ligeledes er vi lidt varsomme vedørende produktionsnøgletallene fra USA. Ved de seneste udmeldinger har disse overrasket positivt. Men baggrunden har været billig, idet den forøgede produktion skyldes opbygning af lagre. Der er tegn på, at lagrene nu er bragt op på et niveau, hvor kun en reel vending i økonomien vil kunne opretholde produktionsniveauet. Og da vi ikke har set denne vending i forbruget endnu, så kan det meget vel pege i retning af skuffende produktionsnøgletal i begyndelsen af 2010.

Den globale vending – som vi allerede har set i Asien, og som vi i løbet af 2010 vil se begynde i USA – vil smitte af på Europa og Danmark gennem øget eksport. Der er dog faremomenter i denne omgang i forhold til tidligere kriser, herunder større konkurrencekraft fra de asiatiske lande. Der er altså tegn på, at Europa – og dermed også Danmark – vil opleve positiv, men svag vækst i 2010. Dette skyldes bl.a., at industriens investeringer fortsat vil være svage, idet der fortsat er masser af ledig kapacitet.

Får vi den globale vending med afsmittende vækst fra Asien over USA til Europa, vil renterne begynde at stige i samme rækkefølge i de nævnte områder. Kina, som er hoveddrivkraften bag den asiatiske vækst, har på grund af sine høje vækstrater allerede set mindre rentestigninger i de korte renter. Vi forventer derfor, at USA er det område, hvor der først vil opstå et behov for en overgang fra krisestyring til almindelig rentestyring.

Når produktionen øges og forbruget stiger, vil det medføre et moderat prispres, som fra centralbankens side vil blive kvitteret med renteforhøjelser på de korte styringsrenter. Erfaringen fra krisen, som var et resultat af alt for lempelig kredit- fiskal og i særdeleshed rentepolitik, vil være, at renterne ikke må holdes på meget lave niveauer for længe – ellers havner man i en ny kreditkrise.

Indtil nu har den amerikanske centralbank dog ikke meldt ud, at man overvejer et målsætningsskifte fra krisestyring til inflationsbekæmpelse. Derfor tror vi, at rentestigninger i USA, i lighed med prognosen for Europa og Danmark, ikke ligger lige om hjørnet.

Renter

Inflationen er også et vigtigt pejlemærke i begyndelsen af 2010. En øget pessimisme i industrien kan nemlig sætte gang i spekulationer om deflation. Vi tror, at deflationsspøgelset vil dukke op i medierne nogle gange i løbet af første halvår 2010, og dermed understøtte vores forventninger om stabile til faldende korte renter og faldende lange renter i hele 2010.

Med hensyn til renteutviklingen har vi igennem hele 2009 fastholdt vores forventninger. I begyndelsen af året stod vi forholdsvis alene med vores renteprognoser, men som året er skredet frem, har flere og flere bankøkonomer gradvist nærmet sig vores standpunkt.

Det er vigtigt at understrege, at denne krise langtfra er overstået, selv om de ledende nøgletal begynder at pege på en vis forbedring. Derfor forventer vi, at centralbankerne i mindst $\frac{3}{4}$ år mere vil holde renten på det nuværende lave niveau. Vi venter, at dette vil få investorerne til langsomt, men sikkert, at søge ud af rentekurven med svagt faldende lange renter til følge. Danmarks Nationalbank har i løbet af 2009 indsnævret rentespændet til den Europæiske Centralbank (ECB) til 0,15 %-point. Vi forventer, at der er plads til endnu en marginal indsnævring. Vi forventer, at ECB's rente bliver på det nuværende lave niveau i en lang periode.

Refinansieringen af flekslånene blev i december måned afsluttet på et historisk lavt niveau. Det giver boligejere, med variabelt forrentet lån, en betydelig besparelse næste år. Med udgangspunkt i vores økonomiske prognoser forventer vi, at flekslånerne også næste år vil kunne refinansiere sig på et meget lavt niveau, og formentlig også under 2,0 procent.

Med hensyn til de lange renter kan man konstatere, at selvom markedet som helhed forventer stigende korte renter længe, før vi gør, så forventer de færreste, at stigningerne slår igennem på de lange renter. De meget lave, lange renter vil således formentlig være aktuelle i meget lang tid.

Investeringstemaer – aktier

Som påpeget så ser vi, trods en forventning om en urolig begyndelse på 2010, gode muligheder for de danske aktier i løbet af året. Den kendsgerning, at vi er på vej ud af en økonomisk krise, vil betyde, at ikke alle selskaber vil fange opsvinget lige hurtigt. Eksempelvis er vi særligt på vagt over for ejendomsbranchen og flyselskaberne, samt forholdsvis "lunkne" over for industriselskaber (f.eks. svenske Trelleborg) og rederier. Kendetegnet for disse sektorer er, at de klarer sig bedst i den sene del af konjunkturcyklussen – noget der ligger nogle år ude i fremtiden p.t.

Generelt peger konjunkturcyklussen i retning af, at det fortsat er mest fordelagtigt at investere i defensive aktier som teknologiaktier (Nokia, Simcorp), forsikringsaktier (Topdanmark og TrygVesta), og selskaber inden for stabilt forbrug (Danisco og Carlsberg).

Men der vil være undtagelser fra disse regler, som vi her kalder for overordnede temaer. I 2010 forventer vi, at de nedenstående temaer vil være fremtrædende i Danmark:

Tema 1: Høj dividende

Det vedvarende lave renteniveau i 2010 betyder, at et interessant tema på aktiemarkedet er selskaber, som betaler en forholdsvis høj dividende. Vi har foretaget en screening af de Nordiske aktiemarkeder ud fra historiske og forventede dividende niveau. Samtidig har vi skelnet til, hvorledes de enkelte selskabers dividende-udbetalinger korrelerer med konjunkturudsigterne samt vores overordnede sektorholdninger ud fra aktiestrategien. Blandt vores foretrukne dividende cases i 2010 er Topdanmark, TrygVesta, Statoil og Hennes & Mauritz.

Tema 2: Opkøbscases

Et andet aktietema, som vil være fremtrædende i 2010, bliver efter vores vurdering opkøbscases. Vi har foretaget en gennemgang af det danske aktiemarked med henblik på at identificere interessante opkøbscases. Blandt de faktorer som vi her har lagt vægt på, er selskabernes evne til at generere frie pengestrømme, en lav gæld i forhold til egenkapitalen, god driftslikviditet, en lav K/I (kurs i forhold til indre værdi) og vækst i indtjening pr. aktie, også kaldet EPS-vækst.

Gennem denne analyse har vi identificeret Danisco, Bang & Olufsen og Vestas som interessante kandidater.

Tema 3: Børsintroduktioner

Efter et par magre år uden nævneværdige børsintroduktioner vil der igen komme fokus på dette i 2010. Flere kapitalfonde sidder på ejerskabet af en række større danske virksomheder, som er klar til en entre på børsen. Blandt disse er en "genintroduktion" af størstedelen af TDC's aktier til fondsbørsen på manges læber. TDC har nu været ejet af en række kapitalfonde i fire år, og rygterne svirrer om, at selskabet efterhånden er blevet gearet til et salg. Derudover har ingrediens- og mælkesyreproduktvirksomheden Chr. Hansen, samt Falck været nævnt som kandidater til en børsintroduktion.

For børsintroduktioner forholder det sig som med så mange andre ting, at hvis først nogen får succes, så skal andre også prøve lykken. Og derfor vil et par store og succesfulde børsintroduktioner sandsynligvis føre til en ketchup-effekt af danske virksomheder, der søger kapital via fondsbørsen.

Konklusion

I den seneste måneds tid har nyheder fra Island, Grækenland og Dubai signaleret, at kreditkrisen ikke er et overstået kapitel. Faktisk spår flere økonomer dystre udsigter for både Europa og USA. Der vil i 2010 uomtvisteligt komme bump på vejen, fordi det finansielle system har været lagt i respirator, og nu skal til at trække vejret selv igen. Det afgørende for de finansielle markeder i 2010 bliver, hvordan nationalbankerne forvalter afslutningen af deres kredittiltag igennem året.

Der er absolut risiko til stede, men også muligheder. Begynder vi at se stigende indtjening hos de børsnoterede selskaber, en løsning af knuden på ejendomsmarkedet samt et fald i forbrugernes opsparingskvote, som er til gavn for den danske økonomi, så vil en stabiliserende tendens og en øget optimisme i samfundet smitte positivt af på aktiekurserne.