

Kvartalsbrev, 2. kvartal 2010

Hovedpunkter

- Begyndende økonomisk opsving er intakt
- Græsk krise med smittefare
- Finanspolitiske stramninger
- Danmark på rette vej – indtil videre
- Svag EUR positivt for europæiske eksportvirksomheder
- Børsintroduktion af Chr. Hansen – flere børsintroduktioner på vej
- Danske aktier ser ved første øjekast dyre ud, men skindet bedrager en smule
- Ændringer på Anbefalingslisten – DSV inkluderes på listen
- Nye beskatningsregler for obligationer
- Rentestigninger først i 2. halvår 2011

Økonomi

Det begyndende økonomiske opsving er intakt trods den seneste tids uro. Der er dog betydelig forskelle på væksttempoet hos de forskellige lande. Væksten er stærk i Asien og Latinamerika samt fornuftig i USA og Japan, mens væksten i Europa er mere afdæmpet. Inden for Europa er der imidlertid også en stor forskel i væksten, Sydeuropa er tæt på recession, mens Nordeuropa har vækst lidt under normalen.

Græsk krise med smittefare

I starten af maj måned var der et begyndende og senere accelererende "tryk" på de finansielle markeder som følge af den græske finanskrise og en frygt for, at denne krise skulle sprede sig til andre EU-lande og i sidste ende slå tvivl om EUR-samarbejdet.

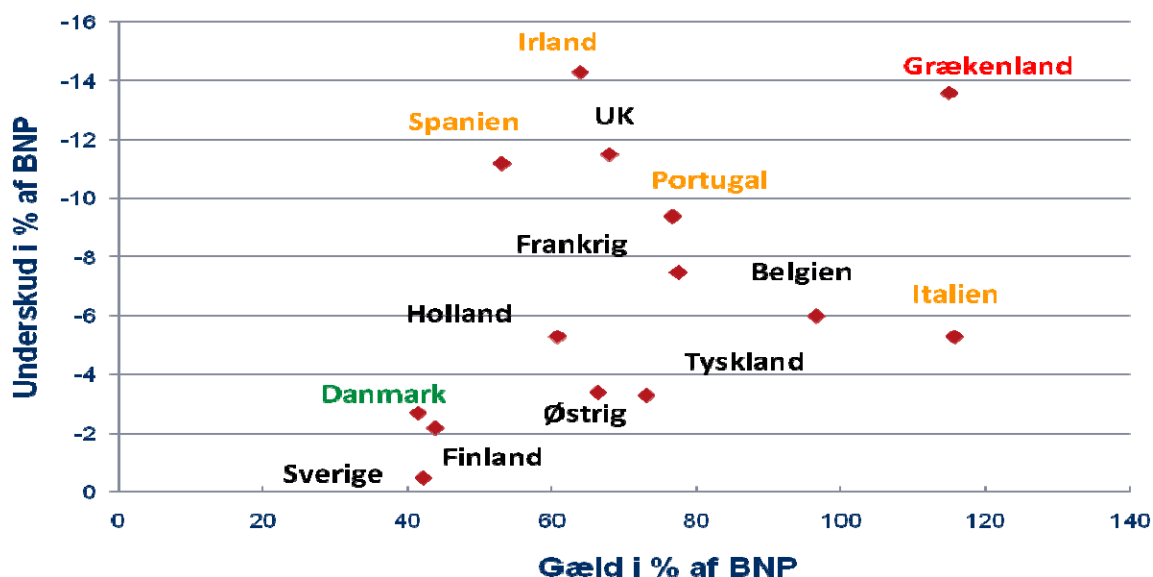
Efter Standard & Poors nedgradering af den græske økonomi til en meget lav rating kaldet "junk"-rating fik spekulationerne om et græsk kollaps frit løb. Flere økonomer vurderede, at et græsk fald ville resultere i store økonomiske problemer for Portugal, Spanien, Italien og Irland, da disse også har meget store offentlige underskud og en høj gæld, og disse oplevede ligeledes voldsom uro på de finansielle markeder.

De ledende økonomer fra EU-landene lagde derfor hovederne i blød, og der blev givet grønt lys for en redningspakke til Grækenland på i alt EUR 110 mia., hvoraf EUR 80 mia. består af lån fra andre EU-lande, mens de resterende EUR 30 mia. stammer fra den Internationale Valutafond IMF.

Hjælpepakken var ikke nok til at berolige de finansielle markeder, hvilket medførte store aktiefald og voldsomme fald til respektive landes statsobligationer samt en markant fallende euro. Situationen begyndte mere og mere at ligne optakten til en ny finansiel krise, og derfor skred EU-landene til handling.

Natten til mandag den 10. maj blev EU-landene enige om en ny hjælpepakke for et noget større beløb, nemlig hele EUR 750 mia., hvoraf de EUR 500 mia. stammer fra EU-landene selv, mens EUR 250 mia. kommer fra IMF. Pakken er ikke tiltænkt den græske økonomi

alene, men skal fungere som en stabilisator for flere af de ramte økonomier blandt EU-landene, og dermed et sikkerhedsnet for euroen, som har været presset af de mange spekulationer om kriseramte lande i EU-regi. EUR 60 mia. af de EUR 500 mia. fra EU-landene er allerede nu afsat til trængte europæiske lande.



Som det fremgår af ovenstående, er der mange europæiske lande, der ikke længere lever op til kravene i Maastricht-traktaten om en offentlig gæld på max. 60% af BNP og et underskud på max. 3% af BNP.

Den økonomiske redningspakke på 750 mia. EUR har til en vis grad beroliget de finansielle markeder, men har ikke fjernet de fundamentale problemer med høj gæld og massive budgetunderskud i eurolandene, og investorerne har da også demonstreret deres mistillid til eurosamarbejdet ved at sende euroen ned i det laveste niveau i 4 år.

Finanspolitiske stramninger

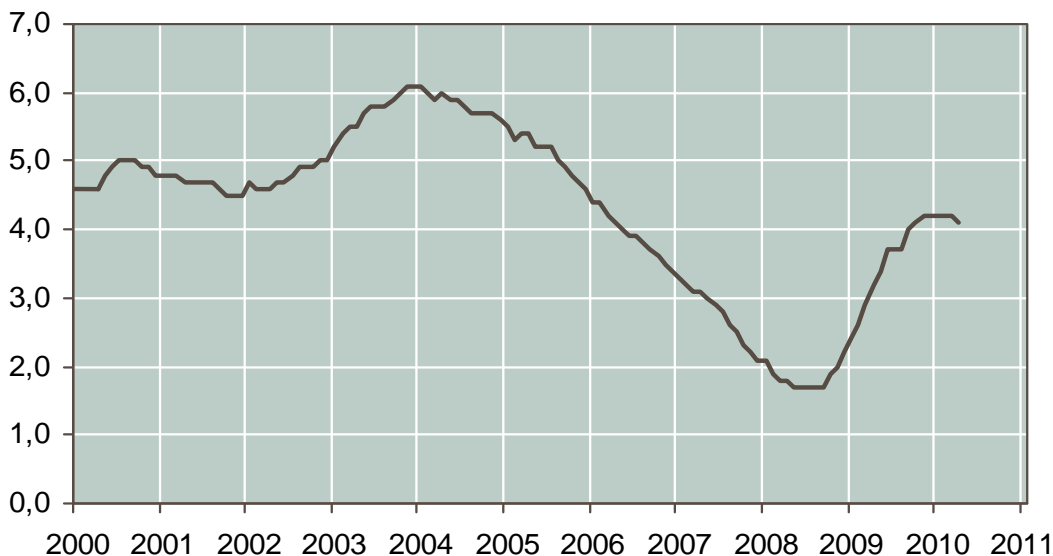
De store underskud på statsfinanserne og kraftigt stigende statsgæld i Europa og USA har rettet fokus mod finanspolitiske opstramninger. Denne problemstilling er blevet forstærket af den finansielle uro i Sydeuropa. Den seneste melding fra G20-landene viste derfor også et stemningsskift fra lempelig finanspolitik til finanspolitiske stramninger. Der er også udsigt til mindre støtte fra lagertilpasninger i virksomhederne. Det betyder, at vi nærmer os et tidspunkt, hvor privatforbruget og investeringer skal overtage rollen som vækstmotor for opsvinget og vise, at økonomierne er stærke nok til at stå på egne ben uden diverse stimulanser. Den seneste finansielle uro øger risikoen for lavere vækst. Specielt hvis den rammer den globale forbruger- og erhvervstillid, der er vigtig for privatforbruget og investeringerne.

Danmark på rette vej – indtil videre

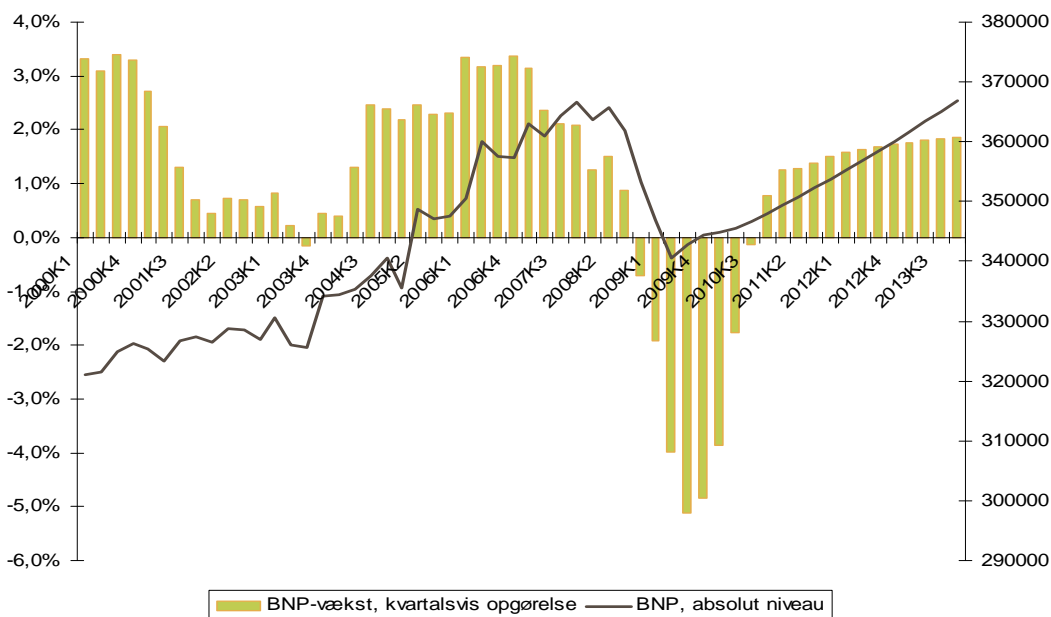
Dansk økonomi er på rette vej. Vendingen har bidt sig fast, og kun byggeriet stikker ud med stort set ingen lyspunkter. Fremgangen er især drevet af øget privatforbrug. De lavere skatter og lave renter har givet større købelyst. På sigt er der dog ikke de samme vækst-

muligheder. Der kommer ikke flere økonomiske lempelser, men tværtimod stramninger. Samtidig halter lønkonkurrenceevnen, og opsparingslysten vil sikkert stadig være stor. Der er lyspunkter på arbejdsmarkedet. De seneste tal viser, at beskæftigelsen faldt yderligere i 1. kvartal. Men flere virksomheder signalerer nu, at beskæftigelsen skal øges, og færre melder om behov for nedskæringer. Vi forventer, at ledigheden stiger lidt i den kommende tid. Men situationen nu er trods alt meget bedre end tidligere.

Danmark: Ledighed målt i procent



Vi forventer en vækst i BNP på 1,3% for hele 2010. Den økonomiske genopstigningen står dermed til at blive langvarig, og vi forventer først, at vi i 2014 er vi tilbage ved et før-krise niveau.



Aktier

I løbet af de seneste par måneder har aktieinvestorerne bevæget sig fra nærmest eufori til en vis form for frustration. En korrektion på aktiemarkeder var længe ventet, men har også medført, at investorbarometeret er gået fra skyfrit til i det mindste let overskyet.

De seneste kvartalsregnskaber har generelt været gode på grund af økonomiske stimulanter og selskabernes hurtige trimning af deres butik til den nye virkelighed. Vi står nu overfor 2. kvartalsregnskaberne, og vi vurderer, at det for alvor er nu i 2. og 3. kvartalsregnskaberne, at selskaberne skal til eksamen. Selskaberne skal ikke længere kun vise, at de kan levere i forhold til bundlinje og indtjening, men også i forhold til omsætning. Hvis selskaberne indfrier forventningerne og ikke mindst fastholder forventningerne til helåret, bør der efter vores opfattelse være grobund for en kursmæssig positiv påvirkning på aktiemarkedet.

Svag EUR positivt for europæiske eksportvirksomheder

Isoleret set er en svækkelse af EUR over for andre valutaer eksempelvis USD konkurrencemæssigt positivt for de europæiske virksomheder. En svækkelse af EUR giver fremadrettet de europæiske virksomheder en mulighed for at blive skarpere og mere konkurrencedygtige på de fremmede markeder, og samtidig kan de i større udstrækning konkurrere med importerede varer på deres hjemmemarkeder. Dette er dog en logik, som investorerne ikke fokuserer på. For investorerne er der andre faktorer, der sætter dagsordenen, nemlig årsagen til den svækkede EUR.

Men enhver risiko gemmer også på en mulighed. EUR'ens svækkelse på 15% over for eksempelvis USD medfører, at den åbne, danske økonomi og de eksportorienterede virksomheder vil blive positivt påvirkede i den nuværende situation.

Under hensyntagen til de danske virksomheders omsætning i USD, deres andel af omkostninger i USD, valutaafdækning samt lån i USD vurderer vi, at Vestas, Novo Nordisk og A.P. Møller Mærsk er nogle af de selskaber, som vil blive påvirket mest positivt af den svækkede EUR over for USD.

Børsintroduktioner

Børsintroduktionen af ingredienskoncernen Chr. Hansen i juni måned var den første større notering, markedet havde set siden TrygVesta lod sig notere i 2005.

Vi forventer, at flere kapitalfonde vil bruge børsen som exit-strategi for at komme ud af flere selskaber og ser ligeledes en børsintroduktion som en mulighed for finansielt at styrke en virksomhed til fremtidig vækst og eventuelle opkøb. Vi forventer derfor, at flere større selskaber såsom eksempelvis Falck, DONG, TDC, Pandora, ISS ligeledes går med tanker om at lade sig børsnotere i nær fremtid.

Danske aktier ser ved første øjekast dyre ud, men skindet bedrager en smule

Målt på P/E nøgletallet – prisen i forhold til indtjeningen – ser de danske aktier ved første øjekast dyre ud i forhold til de udenlandske. Således handles de danske aktier målt på indeksniveau (OMXC20) til en P/E på 15, mens amerikanske (S&P 500) og europæiske aktier (Eurostoxx 50) handles til en P/E på henholdsvis 12,5 og 9. De danske aktier er, ved

redaktionens slutning, målt på OMXC20 steget med 20%, mens de amerikanske målt på S&P 500, og de europæiske målt på Eurostoxx 50 er faldet henholdsvis 4% og 10%. Det skal dog retfærdigvis siges, at Novo Nordisk, der udgør 31% af det danske aktieindeks OMXC20, er steget med knap 50% år til dato, og at Mærsk, der udgør knap 15% af OMXC20, er steget med knap 40% år til dato.

Set i det lys ser resten af de danske aktier ikke så dyre ud. Vi anbefaler dog at være selektive i udvælgelsen af aktier, da vi forventer fortsatte stigninger for udvalgte danske aktier om end ikke i så høj grad trukket af en generel indeksstigning.

Ændringer på Anbefalingslisten – DSV inkluderes på listen

Vi har i juni måned foretaget en omprioritering på vores aktie anbefalingsliste. På anbefalingslisten inkluderer vi det danske transportselskab, DSV, med en vægt på 5,0%. I den forbindelse vægtes Nokia ned med 2,5% til 7,5%, og Danske Bank vægtes ned med 2,5% til 5,0%. Anbefalingslistens 13 selskaber kan ses på www.andelskassen.dk.

DSV inkluderes på anbefalingslisten efter et ønske om at vægte op i cykliske selskaber. Vi forventer, at konjunkturerne vil forbedres i løbet af 2011, hvorfor vi ønsker en øget vægt af konjunkturfølsomme selskaber i porteføljen. DSV har vist sig at være dygtige til at realisere pæne resultater i højkonjunkturperioder, hvorfor det virker oplagt at inddrage selskabet.

Nedvægtningen af Danske Bank skal ses i relation til en sommer, hvor vi venter en negativ nyhedsstrøm fra bankerne. Især negative spekulationer omkring de danske banker frem mod udløbet af Bankpakke I d. 30. september, men også internationale lovgivningsstramninger og den fortsatte gældkrise i PIIGS (Portugal, Italien, Irland, Grækenland og Spanien) ventes at lægge en dæmper på kursstigningerne inden for den finansielle sektor.

For Nokias vedkommende kommer nedvægtningen som en konsekvens af et forventet produktvakuum. Vi forventer ikke at se eventuelle nye produkter slå igennem på bundlinjen før 1. kvartal 2011, selvom produktlanceringer ultimo 2010 vil kunne flytte kursen i positiv retning igen.

Obligationer/renter

Ved udgangen af 2009 oplevede vi historisk lave refinansieringsrenter for fleksobligationerne. Dette sammenholdt med store skattelettelser gjorde, at nogle økonomer var bekymrede for, at økonomien ville begynde at vokse for hurtigt. Vi kom dog ikke langt ind i 2010, før fokus i stedet blev rettet mod de fortsat store økonomiske problemer i mange lande. Specielt gældskrisen i Sydeuropa, mest markant Grækenland, fik stor opmærksomhed i starten af 2010. Dette har været positivt for udvikling i obligationskurserne, specielt i de lande, der bliver betragtet som sikre, herunder Danmark.

Den danske krone har i starten af året ligget så stærkt, at det har været nødvendigt for den danske nationalbank flere gange at sænke renten. Den senere tid har vi dog set en normalisering, så vi kan meget vel, i hvert tilfælde på kort sigt, have set den sidste selvstændige danske rentenedsættelse.

Nye beskatningsregler for obligationer

Derudover vil første halvår 2010 blive husket for ændringen af lov om obligationsbeskatning. Kort fortalt betyder loven, at afkast på obligationer, købt den 27/1-10 eller senere, bliver beskattet som kapitalafkast uanset om afkastet kommer fra rente eller kursgevinst/kurstab.

En anden lovændring, der bliver talt en del om, er de nye regler EU barsler med for risikostyring i banker, kreditforeninger og pensionskasser. De første udkast lignede nærmest den visse død for dansk realkredit. Disse er dog senere blødt noget op, og vores forventninger er, at det endelige resultat vil vise sig at have begrænset indflydelse på det danske realkreditmarked.

Rentestigning først i 2. halvår 2011

Vores forventninger til andet halvår 2010 er, at der fortsat vil være stor fokus på krisen i Sydeuropa samt den gældsfløede, der truer det meste af Europa. Landenes stigende gæld medfører, at der vil blive strammet op på økonomien i et omfang, der ikke kan undgå at påvirke den økonomiske vækst. Derfor er behovet for rentestigninger udsendt til tidligst 2. halvår 2011. Det betyder, at vi fortsat er optimistiske i forhold til udviklingen i obligationskurserne. Vi forventer, at de korte rente vil forblive på det nuværende, meget lave niveau så flekslånerne endnu engang kan refinansiere til en meget lav rente. Lige nu vurderer vi, at det bliver på et niveau under 1,5%. Vi ser fortsat et kursstigningspotentiale i de lange obligationer, hvilket medfører lavere rente, efterhånden som investorerne bevæger sig ud af rentekurven. Vores forventning er her, at vi vil se 4% 2041 med afdrag komme i kurs 99 inden årets udgang.

Valuta

Verdens største valuta USD har i den seneste periode været i kraftig bevægelse. USD/DKK har bevæget sig fra kurs 5,80 til 6,20 for derefter atter at svækkes til kurs 5,95. Styrkelsen af USD skal primært forklares ud fra EURO-lands problemer. Den amerikanske statsgæld kan ikke overskygge de europæiske gældsproblemer. I den sidste uge har der dog været øget fokus på de amerikanske delstaters store gæld. Det amerikanske håb om, at en øget vækst skal løfte USD ud af problemerne, er meget tvivlsomt. USA har også hele tiden været bekymret for, at den europæiske gældskrise skal brede sig til deres eget land. Men på trods af dette er tilliden til Europa p.t. lille, og det sætter også dagsordenen i månederne fremover.

EUR'en har i det sidste halve år taget hele verdens opmærksomhed. De store sydeuropæiske gældsproblemer har taget alle finansielle overskrifter. Grækenland, Spanien, Portugal og lidt Italien har ikke haft tradition for at betale nok i skat, og derfor er staternes gæld eksploderet. Det er primært deres evne til at skulle tilbagebetale den voksende gæld, som optager og bekymrer analytikerne verden over. Japan og USA har ligeledes store gældsbylder, men det har ikke på noget tidspunkt været et emne, at deres valutaer skulle bryde sammen. Hvorimod EUR'ens sammenbrud nu pludselig er et scenarie, der tales om blandt verdens økonomer. Det spekuleres i, om Tyskland på et eller andet tidspunkt "får nok" af de sydeuropæiske problemer for i sidste ende at vende tilbage til deres "gode gamle tyske mark". Usikkerheden vil også være et tema sommeren over, hvor vi også forventer, at CHF vil være i fokus.

CHF/DKK er kraftig styrket i de sidste par måneder. Igen er det den generelle EUR-svækkelse, der er årsagen. Dette forstærkes yderligere af, at Schweiz har en stærk økonomi, og derfor har den Schweiziske nationalbank SNB ikke følt sig nødsaget til at støtte op omkring CHF. SNB har fokus på den indenlandske inflation, som er deres vigtigste indikator, hvis banken skal beskytte CHF'en.

Men markederne er som før nævnt meget usikre, og der skal ikke mange rygter eller negative nyheder til, før der opstår store bevægelser i valutakrydsene.

Konklusion

I maj måned korrigerede aktiemarkederne for meget. I takt med at investorerne over de kommende måneder forhåbentlig bliver mere sikre på, at den økonomiske udvikling er mere robust end frygtet, vil aktiemarkederne blive understøttet af den indtjeningsvækst, der følger med.

Investorerne er i samme båd som centralbankerne, således forventer vi, at de første renteforhøjelser snarere kommer senere end tidligere, og det er positivt for aktierne.

Det bliver dog en vanskelig øvelse i den kommende tid både at blæse og have mel i munden samtidig. Forstået på den måde, at det er svært at undgå at væksten og dermed økonomien ikke bliver negativt påvirket i forbindelse med budgetopstramningerne.

På den anden side er budgetopstramningerne og vækstusikkerheden godt nyt for obligationsmarkedet og giver lavere renter. Samtidig er den svækkede EUR noget af den bedste medicin, eksportorienterede europæiske lande, herunder Danmark, kan få.