

# Kvartalsopdatering:

## 1. kvartal 2010

D. 19. april 2010

### **I denne kvartalsopdatering ser vi nærmere på prissætningen på de danske aktier, uroen i Grækenland, status på den amerikanske økonomi og udsigterne for dansk økonomi**

Efter en flad afslutning på 2009, som dog over hele året må betragtes som et særdeles stærkt aktieår, har de danske aktier igen i begyndelsen af 2010 vist stor styrke. I dette første kvartal er det toneangivende danske aktieindeks, OMXC20, steget med 13,6 procent til indeks 381,42 ved kvartalets slutning.

I samme periode er det tyske DAX indeks steget med 3,3 procent til indeks 6.153,55 og det amerikanske S&P 500 indeks steget med 4,9 procent til indeks 1.187,44. De asiatiske markeder har ligeledes bevæget sig i positivt territorium, og bl.a. det Japanske Nikkei 225 indeks er i det sidste kvartal steget med 5,2 procent til indeks 11.089,94.

Dette efterlader dog samtidigt et indtryk af, at de danske aktier måske kunne være til den dyre side i forhold til de øvre internationale indeks. Ser man på den gennemsnitlige pris pr. indtjeningskrone i 2009, det såkaldte P/E niveau, og den gennemsnitlige pris pr. forventet indtjening i 2010, det såkaldte forward P/E niveau, for de danske børsnoterede selskaber, så synes de danske aktier at være overvurderede med 15-20 procent i skrivende stund. En del af forklaringen kan henledes til et enkelt selskab, nemlig Novo Nordisk. Novo Nordisk fylder 28,8 procent af OMX C20 og er steget med over 34 procent siden årsskiftet og handler til et P/E niveau på 24,6, hvilket er højt set over gennemsnittet af alle selskabstyper, men ikke ualmindeligt for medicoselskaber.

Vi har i foråret ikke foretaget nogen udskiftninger på Anbefalingslisten her i første kvartal 2010, men dog skiftet Bavarian Nordic ud med Neurosearch på vores udvalgsliste, hvor kun 6 aktier må indgå. I skrivende stund ser vi størst potentiale i Neurosearch, NKT Holding, Nokia og Vestas.

## Uroen i Grækenland

Kvartalet har været påvirket af fortsat uro flere steder i verden, hvilket understreger vores holdning om, at tiden efter en krise, som den vi har set i denne ombæring, bliver alt andet end stabil.

Gældsproblemerne og budgetunderskuddet i især Grækenland, men også Spanien, Portugal, Island og Irland har trukket mange overskrifter i det forrige kvartal. På trods af, at der er et flertal i EU for en vidtgående støtte til Grækenland i forsøget på at komme på fode igen, er markederne ikke overbeviste om, at situationen er under kontrol. Udover ØMU-landene som Grækenland, Spanien, Portugal og Irland lurer der også problemer i England, som ligeledes tynges af en kæmpe gældsbyrde set i forhold til landets BNP.

Den græske befolknings voldsomme reaktion på de bebudede besparelser kan være forståelig fra den enkeltes synsvinkel. Der er dog ingen vej udenom rigide genopretningsforanstaltninger efter årtiers overforbrug. Indtil situationen er afklaret helt og markedet har fået tillid til, at problemerne vil blive løst på sigt, vil EUR og derved også DKK være svage. Det betyder, at andre valutaer (herunder finansieringsvalutaer) vil blive ved med at ligge på høje niveauer. Efter en afklaring af situationen omkring Grækenland/Sydeuropa forventer vi et skifte i fokus og en generel styrkelse af EUR. I kvartalets forløb er USD steget med 7,8 procent i forhold til DKK.

Det overraskede os en smule, at gældsproblematikken i det hele taget og Grækenland (EU) i særdeleshed er kommet så meget i fokus i dette kvartal. Gældsproblematikken er nemlig langt fra ny og specielt USA har ligeledes store misforhold mellem BNP og gælden samt enorme budgetunderskud. De finansielle markeder er dog præget af skiftende fokus på forskellige emner, og først når et tema har været oppe et stykke tid og markedet mange gange har taget skiftende stilling til, hvordan valutakurser og renter i lyset af det overskyggende emne skal være i forhold til hinanden, er markedet sikker på at have "priset" korrekt. Herefter ser man til et skifte til et nyt emne, som så bliver markedsbestemmende.

## Er amerikanerne klar til at trække læsset?

En tønde Brent-olie kostede ved redaktionens slutning USD 86,0, hvilket er en stigning på 8,5 procent siden årsskiftet og hele 11,7 procent i de sidste 14 dage. Den voldsomme stigning i olieprisen skyldes primært en række bedre end ventet nøgletal fra USA hen over påsken.

Imens de amerikanske arbejdsløshed fastholdte niveauet på 9,7 procent efter at have været på 10,0 procent ved årets begyndelse. Samme tendens understøttes af kvartalets jobrapporter fra USA på nyilmeldte og vedvarende ledige.

Det var især de amerikanske ISM-nøgletal, som påvirkede olieprisen hen over påsken. ISM-tallene giver os en indikation af udsigterne for de amerikanske virksomheder, og de viste stor styrke ved den sidste måling. Nøgletallet for industriproduktionen steg fra 56,5 i februar til 59,6 i marts måned, hvilket var betydeligt højere end det ventede 57,0. Servicevirksomhederne oplevede ligeledes større fremgang, end markedet havde ventet, om end knap så stærk som i industrien. Eneste negative islæt var, at lagerbeholdningerne var noget større end ventet, hvilket tyder på et fald i produktionsnøgletallet i de kommende par måneder.

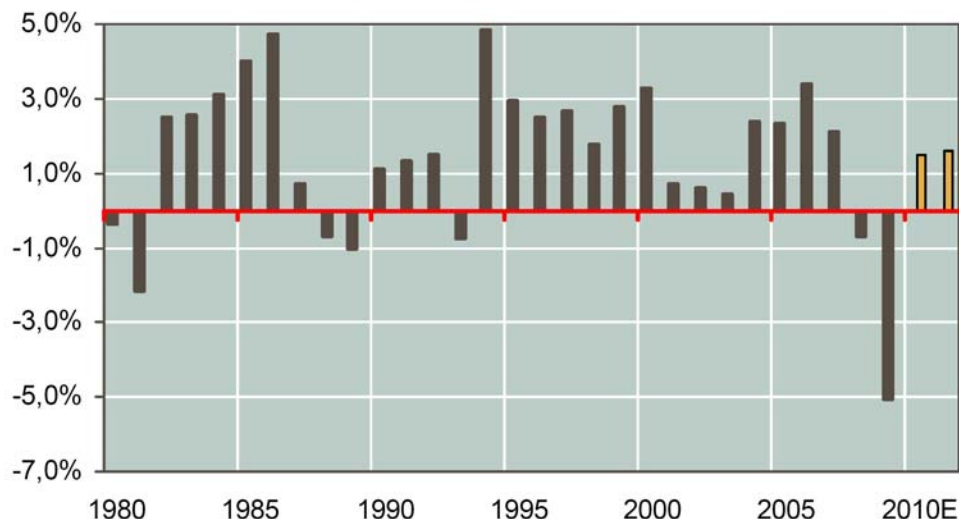
Den amerikanske forbrugertillid løftede sig også en smule ved den sidste måling i marts, men fortsætter i samme niveau som i de seneste 12 måneder. Selvom vi generelt har set stærke tal fra de forskellige erhvervstillidsindikatorer i USA, så er der endnu ikke entydige tegn på, at de Amerikanske forbrugere for alvor har lagt krisen bag sig. Dog kunne der godt gemme sig en foreløbig vending i bilsalget i USA, men det er endnu for tidligt til at konkludere noget entydigt ud fra de forhåndenværende data.

Boligmarkedet er stadig tungen på vægtskålen i det store USA-spil. Salgsvæksten ser ud til at have løftet sig fra en midlertidig bund, men dækker delvist over udsving i sammenligningsmåneden fra sidste år. Samme konklusion kan drages om huspriserne i USA, hvor vi i de næste 2-3 måneder vil se det ledende Case-Shiller indeks bevæge sig ind i positiv vækst på årsbasis dog uden, at trenden vender afgørende.

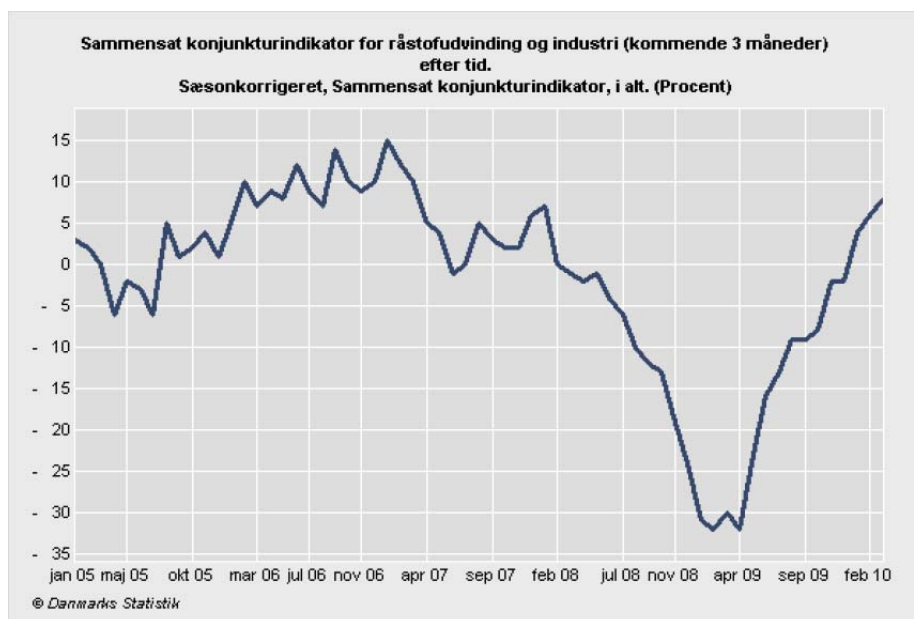
## Udsigterne i Danmark

Vi forventer en BNP-vækst på henholdsvis 1,5 procent og 1,6 procent i 2010 og 2011. Set i et historisk perspektiv altså en vækst lige i underkanten af et "normalt" år, men oven på en negativ BNP-vækst på 5,1 procent i 2009 er der langt til den forrige top fra 1. kvartal 2008. Vores prognose viser at vi først i 1. kvartal 2014 vil se dansk BNP på samme niveau som i 2008.

Danmark: BNP, år til år opgørelse og prognose



Imens industriproduktionen og industriordrerne kun har bevæget sig marginalt op fra bunden i 3. kvartal 2009, så viser industriens sammensatte konjunkturindikator positive forventninger til de kommende 3 måneder, jf. figuren nedenunder. Disse forventninger understøttes også af, at verdenshandelen er forbedret betragteligt i de seneste måneder, og det ventes at smitte af på den danske eksport.



Ledighedstallene i Danmark har overrasket positivt de sidste 3-4 måneder, og den officielle ledighed er nu på 115.700 personer, svarende til 4,1 procent. Arbejdskraftundersøgelsen, også kaldet AKU ledigheden, indikerer at den reale arbejdsløshed er i omegnen af 200.000 personer, når der korrigeres for ledige som ikke modtager dagpenge eller kontanthjælp. Dette er identisk med Eurostats vurdering af en arbejdsløshedsprocent på 7,5 procent i Danmark, som stadig er bedre end vores nærmeste naboer i Sverige og Tyskland med hhv. 9,0 og 8,0 procent arbejdsløshed og væsentlig lavere end arbejdsløsheden i Sydeuropa.

Ejendomspriserne synes også for en stund at have vendt nedgangen, efter et fald på 7,5 procent i 2009. Faldende renter igennem hele 2009 og skattelettelser fra årsskiftet er blandt de væsentligste årsager hertil. En gradvist stigende omsættelighed på boligmarkedet vil være med til at holde en hånd under ejendomspriserne, som spås svage stigninger i de kommende par år.

Danmarks Nationalbank følger Den Europæiske Centralbank (ECB) meget nøje. Udlånsrenten er p.t. 1,05 procent imod ECB's ledende rente på 1,00 procent og der er mulighed for endnu en indsnævring grundet de stærke valutaeserver og en stærk kronkurs over for Euroen.

ECB styrer traditionelt meget efter inflationstakten, og med en underliggende inflation på under 1,00 procent, hvilket er langt under ECB's observationsgrænse på 2,00 procent, synes rentestigninger i Europa endnu at være et godt stykke ude i fremtiden. Samtidig skal man huske på, at de lange renter traditionelt set når det laveste niveau et til halvanden år efter en påbegyndt stigning i de korte renter.

## Konklusion

Aktiemarkedet har vist stor styrke i det sidste kvartal, understøttet af, at regnskaberne fra de største danske børsnoterede virksomheder for helåret 2009 generelt set var gode. Samtidig taler mange økonomer om, at der vejrer morgenluft i den økonomiske aktivitet, og deraf følgende lavere ledighed og ejendomsprisstigninger. Men det har de nu gjort længe, så det er der ikke de store nyheder i.

Det er altid relativt nemt at finde "positive væksttal", når økonomien tager de første spæde skridt fra bunden efter en hård krise. Derfor vil vi også fra tid til anden opleve "de glade økonomer med korte hukommelser" udtale sig om, at en bæredygtig økonomisk vending er på trapperne i de næste kvartaler. På den anden side vil der også givetvis komme flere dårlige nyheder, ligesom dem vedrørende Grækenland, hvor pessimisterne, der vil tale om deflation og langvarig krise, vil få ordet. Sådan er spillet nu en gang, og p.t. har optimisterne fat i mikrofonen.

Man skal dog være jubeloptimist for at tro, at krisen er forsvundet som dug fra solen. Heldigvis er det de færreste økonomer som er det, og når man nærlæser mange kommentarer, er der altid et forbehold eller en relativ lang tidshorisont.

Vi er heller ikke jubeloptimister og forventer derfor, at renterne vil forblive på det nuværende lave niveau den næste meget lange periode. De danske aktier, som allerede i skrivende stund handler på det niveau vi ved sidste kvartalsrapport forudså for ultimo 2010, synes en smule dyre. Vi ser en risiko for en mindre korrektion, men forventer at aktierne ved årets udgang vil ligge højere end nu.