

Kvartalsbrev, 3. kvartal 2010

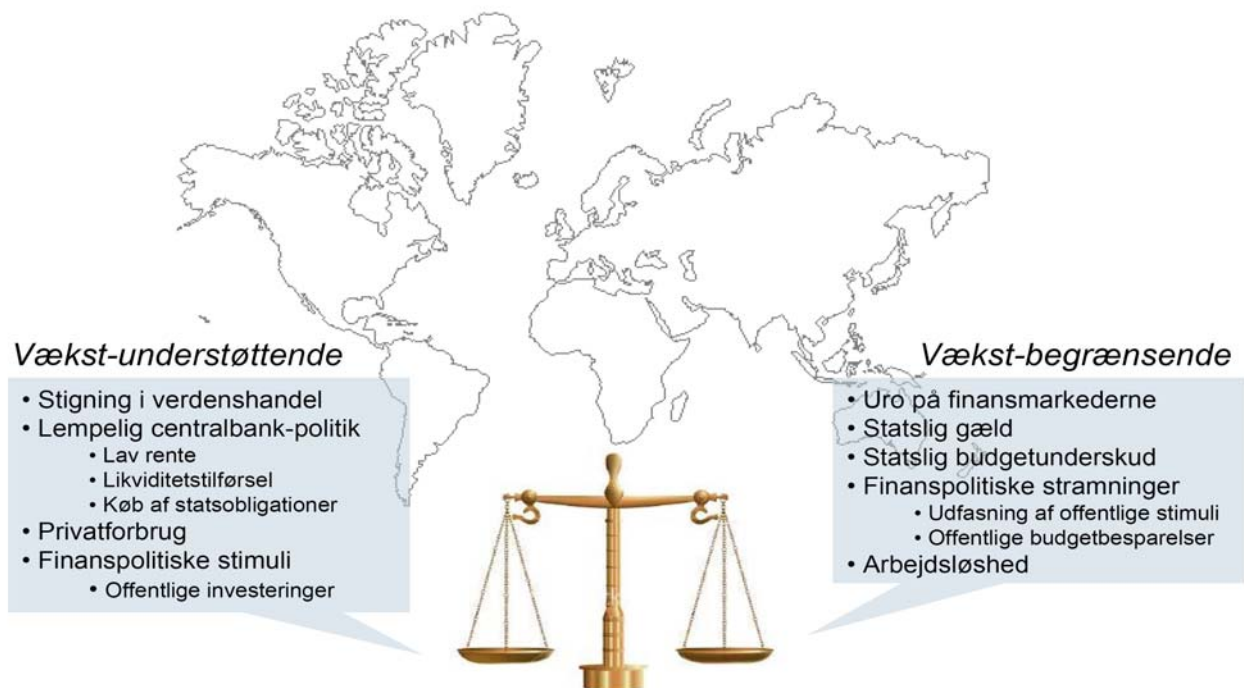
Hovedpunkter

- Frygt for et muligt "double dip"
- Fortsat bedring i dansk økonomi
- Fornuftig regnskabssæson for 1. halvår 2010
- Fortsat lave korte renter og faldende lange renter
- Faldende USD og forventninger om faldende CHF og JPY på lang sigt

Økonomi

Hen over sommeren har der været en tiltagende frygt for et muligt "double dip" scenario (fornytt nedtur efter den kraftige recession) i verdensøkonomien. Risikoen for endnu en recession blev drøftet, fordi der i en del lande efter en kortere periode med pæn vækst kom nogle blødere, fremadrettede nøgletal. Dette er i tråd med vores overbevisning, at usikkerheden efter den største økonomiske nedtur siden 30'erne ikke overvindes fra den ene dag til den anden. Desuden kræver den store gældsbyrde i Sydeuropa og Irland omfattende besparelser, som vil dæmpe opsvinget i EU. I USA prøver man at skubbe gang i økonomien ved at øge statsgælden voldsomt og ved at holde renterne på ekstremt lave niveauer. Indtil videre øger man dog kun gælden, som fremtidige generationer skal slås med, uden at opnå en nævneværdig vækstmæssig effekt.

Det økonomiske billede viser pt. nogle vækst-understøttende og nogle vækst-begrænsende faktorer, og det viser også store forskelle regioner og lande imellem.



Den stigende frygt i markedet skyldtes en række økonomiske nøgletal fra USA, som viste en faretruende negativ udvikling i maj, juni og juli. Nøgletallene var således både svagere end ved forrige måling og dårligere end ventet. I august kom der dog igen balance imellem

de realiserede nøgletal og forventningerne. Specielt var det beskæftigelsesnøgletallene og konjunkturindikatoren for industrien, ISM, der var overraskende positive. Boligsalget viste dog stadigvæk en negativ tendens, hvor salget af nye boliger faldt til det laveste niveau siden starten af 60'erne, mens salget af eksisterende boliger faldt til det laveste niveau i 15 år.

Dansk økonomi

Den mest dramatiske del af den økonomiske krise ser ud til at være lagt bag os. Økonomien har fået et løft hjulpet af de lave renter, skattelettelser, visse positive tendenser globalt og ikke mindst er produktionen øget markant. Virksomhederne er ligeledes stoppet med at nedbringe lagerne, og det giver øget aktivitet.

På det seneste er især eksporten steget meget. De danske industrivirksomheder er blevet hjulpet godt på vej af den højeste vækst i Tyskland siden genforeningen, og rederierne sejler med flere varer. Den øgede verdenshandel har haft en meget positiv afsmitning på rederierne, og eftersom rederisektoren udgør omkring 15 procent af den danske eksport, har udviklingen her en relativ stor betydning for dansk økonomi.

Den årlige fremgang i det danske BNP på 2,8 procent fra 2. kvartal 2009 til 2. kvartal 2010 er næsten lige så stor som vækstraterne under højkonjunkturen fra 2004-2007. Væksten har samtidig været større end i Euroområdet og på næsten samme niveau som i USA. Fremgangen kommer dog på en lidt billig baggrund. Det offentlige forbrug er steget markant, og fraregner man bidraget herfra, er udviklingen ikke nær så stærk. Dertil kommer, at den øgede aktivitet i høj grad må vurderes at være trukket af de mange økonomiske lempelser i Danmark og i udlandet samt af lagerdynamikken i virksomhederne. Ingen af delene er varige vækstmotorer. Det er dog positivt at se, at lempelserne rent faktisk ser ud til at have virket efter hensigten, og lagernedbringelserne, der var med til at drive nedturen. Enden på disse må derfor rimeligvis også regnes med til opturen.

Når vi kigger fremad, er udsigterne mere brogede. Vi forventer, at væksten i privatforbruget og eksporten vil løje en del af i takt med, at der i Danmark og i store dele af verden ikke kommer flere nye finanspolitiske lempelser, men tværtimod stramninger. Det generelt høje gælds niveau vil også lægge en dæmper på efterspørgselsvæksten. Privatforbruget har faktisk allerede vist den første svaghed med en lille tilbagegang i 2. kvartal.

Med ret høj BNP-vækst, et nogenlunde stabilt arbejdsmarked og uændrede huspriser over det seneste år forventer vi, at den værste del af krisen ligger bag os. Vi er dog efter vores opfattelse stadig langt fra fri af problemerne. Konkurserne er eksempelvis stadig mange, og der er rigeligt med ledig arbejdskraft.

Aktier

Regnskabssæsonen blev for de danske aktier traditionen tro skudt i gang i slutningen af juli og fortsatte igennem august. Overordnet set efterlod regnskaberne et positivt indtryk af situationen blandt de børsnoterede selskaber i Danmark. Således opjusterede blandt andet Novo Nordisk, DSV, Carlsberg, A.P. Møller Mærsk, FLSmidt og Danisco forventningerne til helåret 2010, mens blandt andet Topdanmark, Vestas og biotekselskabet Bavarian Nordic nedjusterede forventningerne til helåret 2010. Dermed

fulgte de danske selskaber tendensen fra USA, hvor 75 procent af selskaberne i S&P 500 indekset præsterede regnskaber, der var bedre end markedets forventninger, mens blot 15 procent skuffede i forhold til markedets forventninger.

Dog sluttede august måned med et negativt afkast målt ud fra det danske OMXC20 indeks, hvilket først og fremmest skyldtes en stigende frygt for et Double Dip scenarie. Herudover viste investorerne en stigende tendens til at fokusere på toplinjvæksten frem for det egentlige resultat under regnskabssæsonen, hvilket kan skyldes, at selskaberne i en længere periode har "besparet sig ud af krisen", hvor investorerne nu ønsker at se, at selskaberne er i stand til at skabe omsætningsvækst. Dette krav kan meget vel være affødt af den stigende økonomiske vækst igennem 2009 og primo 2010.

Fremadrettede forventninger

Aktierne, målt på det danske OMXC20 indeks, har vist en kraftigt stigende tendens i løbet af de første tre kvartaler, hvor indekset er steget med 21,30 procent til indeks 408,30. Drivkraften bag disse stigninger har været A.P. Møller Mærsk, som i løbet af samme tidsrum er steget med 21 procent, samt Novo Nordisk, som er steget med ca. 60 procent.

Vi forventer, at flere selskaber fremadrettet vil gøre sig bemærket som trækheste i indekset. Blandt disse er selskaber som Danske Bank, Carlsberg, DSV og FLSmidth, der har vist stor indtjeningsdynamik og samtidigt har vist pæn omsætningsfremgang. For at tage højde for dette stigende indtjeningsmomentum har vi opjusteret vores forventninger til OMXC20 niveauet for de næste seks måneder. Vi venter således et OMXC20 i niveauet 405-445, hvorefter markedet sandsynligvis skal indstille sig på en slowdown-periode med lavere økonomiske vækstrater.



Dette er dog ikke ensbetydende med, at aktierne er uinteressante på længere sigt, idet vi ser flere købsmuligheder på såvel kort som langt sigt. Nøglen til et fornuftigt aktieafkast vil være en højere grad af selektivitet samt fokus på de aktier, som kursmæssigt ikke er blevet belønnet trods pæne resultater.

Aktietemaer

Finanskrisen medførte en faldende interesse omkring børsintroduktioner, da potentielle børskandidater blev afskrækkede af de faldende kurser på børsen. I 2010 har vi dog set en opblødning inden for dette segment, idet først Chr. Hansen og nu smykke-selskabet Pandora begge har meldt deres ankomst blandt de børsnoterede, danske aktier. Begge

selskaber spås en tilværelse i det toneangivende danske indeks OMXC20, som huser de 20 mest omsatte aktier på den danske børs.

Flere børsaspiranter står fortsat klar i kulissen, og for hver succesfuld notering, der opnås, styrkes muligheden for yderligere noteringer. Falck har tidligere vist interesse for en børsnotering, mens ISS, TDC og Zealand Pharma ligeledes har været rygtet på børsen. Vi forventer, at vi vil se flere af disse selskaber undersøge noteringsmuligheder i løbet af de næste 6-12 måneder.

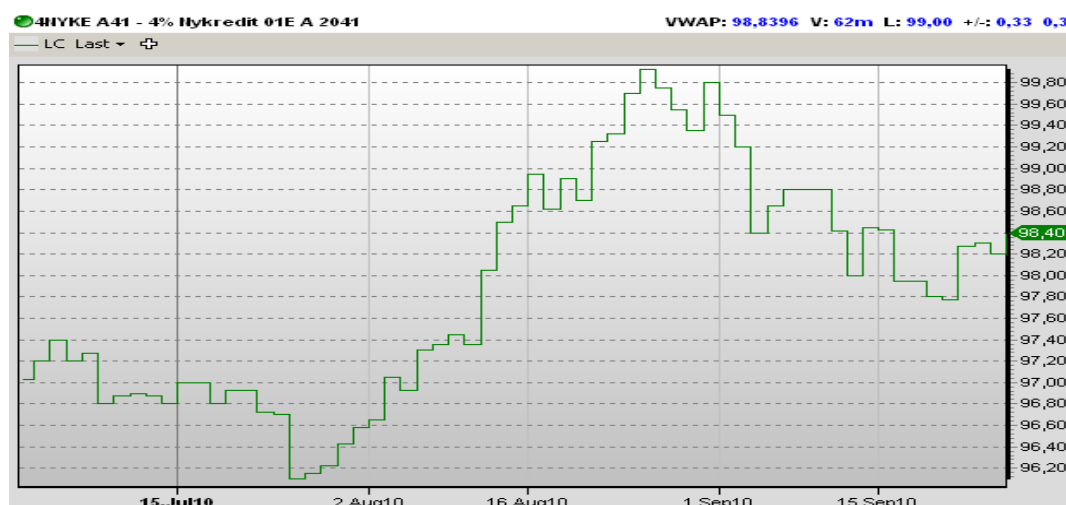
Herudover anser vi det stadigvæk som værende sandsynligt, at markedet vil byde på flere opkøbsrygter fremadrettet. Vi tror på, at finanskrisen vil efterlade flere mindre selskaber økonomisk svækkede, hvilket kan betyde en øget konsolidering inden for flere sektorer. Vi har allerede set dette inden for finanssektoren og forventer fremadrettet, at konsolideringsbølgen vil brede sig til andre områder. B&O, Danisco og sågar den danske vindmølleproducent Vestas har været i opkøbsrygternes søgelys i løbet af det seneste kvartal.

Obligationer/renter

3. kvartal har budt på forholdsvist store udsving på primært de lange obligationsrenter. Den lange 30-årige finansieringsobligation 4% 2041 var i starten af perioden nede i kurs 96,10, mens obligationen i slutningen af august var tæt på at lukke for nye lånehjemtagelser, da den handlede højest i kurs 100,03. En lukning kræver en gennemsnitlig kurs over 100 for hele dagen, hvilket obligationen ikke opnåede.

Grunden til de forholdsvist store kursudsving ligger i frygten for, at den amerikanske økonomi igen går i recession – det såkaldte double dip. Frygten fik investorerne til at sælge aktier og købe obligationer og sendte dermed 4% 2041 obligationen i rekordniveau.

Frygten blev i løbet af september mindre i takt med forbedrede nøgletal fra såvel USA som Europa, hvilket skubbede frygten for et double dip midlertidigt i baggrunden, og det fik obligationerne til at falde lidt, som det kan ses i nedenstående graf, der viser udsvingene i 3. kvartal på en 4% Nykredit 2041 obligation med afdrag.



Udsvingene på renterne er i 3. kvartal foregået i de lange renter og har stort set ikke påvirket de korte renter. Vi har således set Realkredit Danmarks og Nykredits fleksauktioner ende på rekordlave 1,31 % på et 1-årigt flekslån.

Som beskrevet ovenfor forventer vi ikke et double dip, men frygten sidder stadig i markederne, og derfor vil det kommende kvartals økonomiske nøgletal være genstand for megen opmærksomhed, og det vil også give udsving på obligationsmarkedet.

Vores renteforventninger for 4. kvartal er uændrede, da vi stadig ser en uændret kort rente, mens de lange renter vil være svagt faldende. Vi forventer således, at den store fleksauktion i december vil give en rente på ca. 1,30 % på et 1-årigt flekslån, mens en 4 % 2041 med afdrag vil ende året i ca. kurs 99.

Valuta

Frygten for et double dip blev skiftevis udløst af dårlige amerikanske nøgletal, som fortsat anses som en indikator for verdensøkonomien, og spekulationer om Euro-områdets gældsproblemer. I takt med, at der hen ad vejen blev fundet langsigtede løsninger på de enkelte EU-landes gælds-situationer og positive signaler fra den amerikanske økonomi udeblev, gik euro-(EUR) svækelsen over for den amerikanske dollar (USD) over i en EUR-styrkelse, hvilket i dansk regning betyder en faldende USD kurs.



● **CHFDKK** L: **5,5949** +/-: **0,0556** **1,00%**



Usikkerheden om den økonomiske fremtid medførte nedsat risikovilje hos investorerne. Ved manglende risikovilje er det typisk, at de klassiske finansieringsvalutaer, som i hele verden anvendes til finansiering af risikofyldte investeringer, er efterspurgt. Dette skyldes forenklet sagt, at man ikke har behov for en finansiering af investeringer, og derfor skal valutaen købes til indfrielse af lån.

JPYDKK

L: 6,5300 +/-: 0,



Efterspørgslen stiger, og derved stiger valutakursen. I løbet af september er både japanske yen (JPY) og schweiziske franc (CHF) blevet svækket lidt fra de højeste niveauer. Vi mener dog, at denne svækkelse er en korrektion snarere end en ændring af trenden her og nu.

På sigt mener vi, som flertallet af markedsdeltag-

erne, at CHF og JPY vil blive svækket. Indtil videre er dog en meget stærk trend opad til stede, som skal respekteres. Et brud af 200 dages gennemsnittet (den nederste linje i grafen) kunne indikere en ændring af den langsigtede trend.

Overordnet mener vi, at det fortsat vil være en besværlig og langvarig proces at få de etablerede økonomier på fode igen. Der vil således formodentlig fortsat være efterspørgsel efter finansieringsvalutaer. På grund af de fortsatte bekymringer om den økonomiske udvikling forventes en nervøs handel med højrentevalutaer. På den ene side vil investorerne søge efter afkastet i valutaer som fx australske dollar (AUD) eller tyrkiske lira (TRY), mens en lidt mere optimistisk stemning er fremherskende i kortere eller længere perioder. Vi forventer dog, at investorerne hurtigt sælger igen, når dårlige nyheder eller nøgletal kaster et mere negativt lys over fremtiden.

Britiske pund (GBP) og de skandinaviske valutaer, svenske kroner (SEK) og norske kroner (NOK), forventes at klare sig godt mod EUR og derved DKK over de næste måneder.

Konklusion

Selvom den økonomiske vækst fortsat forventes at være beskeden, ser det på nuværende tidspunkt ikke ud som om, en decideret ny recession er på vej. Vi holder således fast i vores vurdering om, at vi er i et begyndende økonomisk opsving, om end der vil gå væsentligt længere tid end efter almindelige mindre recessioner, inden opsvinget for alvor bider sig fast. Det bliver dog i den kommende tid interessant at se, om økonomien og virksomhederne, som har været holdt kunstigt i live med diverse finanspolitiske stimuli og pengepolitiske lempelser, er stærke nok til at stå på egne ben uden hjælp. Samt om kommende finanspolitiske stramninger vil kvæle det begyndende opsving.