

Årsrapport 2010

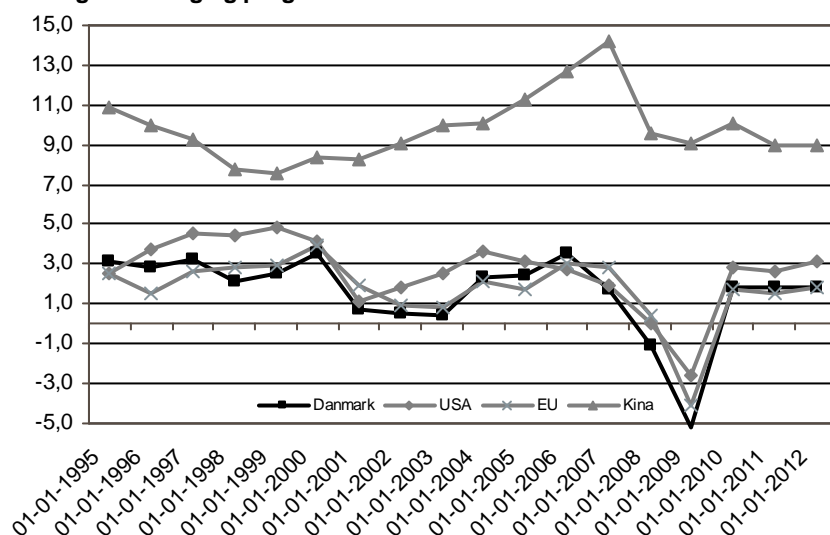
Hovedpunkter

- Gældsproblematikken i PIIGS-landene m. f.
- Bliver det et jobløst opsving?
- Boligpriserne stiger så småt igen
- Skærpet omkostningspolitik fører til forbedrede resultater, men hvad med væksten?
- De historisk lave renter fortsætter ... i hvert fald lidt endnu
- Euroen er blevet svækket, og finansieringsvalutaerne er blevet styrket i 2011

Økonomi

I fem kvartaler er dansk økonomi nu gået uafbrudt frem siden bunden i 2. kvartal 2009. Væksten i 2010 ser dermed ud til at ende på ca. 2 procent, hvilket er markant bedre end vores forventninger om en vækst på 1,3 procent for hele 2010 for bare et halvt år siden. Vores forventninger til de kommende år er dog mere lunkne, væksten vil sandsynligvis fortsætte, omend i lidt mindre omfang.

BNP årlig- udvikling og prognose



Fremgangen indtil nu har været præget af nogle midlertidige forhold. Både privatforbruget og eksporten er blevet stimuleret af skattelettelse og rentefald, som der ikke kommer mere af. Det offentlige forbrug er også steget betydeligt og hertil kommer, at virksomhedernes stop for de store lagernedbringelser giver et engangsløft til produktionen, hvoraf størstedelen nu er gennemført.

Overordnede økonomiske forventninger til 2011 ud fra et geografisk perspektiv:

- USA – svag forbedring, men fortsat lav vækst
- Europa – beskeden fremgang, lavere end i USA
- BRIK – den igangværende positive udvikling fortsætter
- Øvrige emerging markets – generelt positiv udvikling, men til dels tyngt af problemerne i Europa

Gældsproblematikken

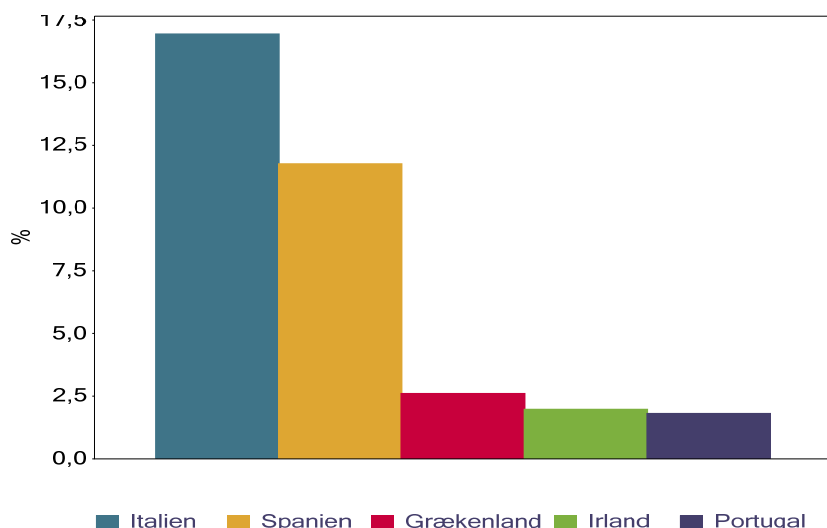
Et af de væsentligste temaer i 2010 har været den finansielle udfordring, vi fortsat står tilbage med, der er relateret til statsfinanserne i alle de lande, som har underskud på de offentlige finanser og/eller en høj offentlig gæld. Portugal, Irland, Italien, Grækenland og Spanien, de såkaldte PIIGS-

lande, men også Storbritannien og USA har forsat store udfordringer med deres statsfinanser, som skal håndteres de kommende år.

Situationen i specielt Grækenland, men også senest Irland, har været så kritisk, at den europæiske centralbank og den internationale valutafond har været nødsaget til at redde landene fra en statsbankerot vha. den økonomiske hjælpepakke på i alt hele 720 mia. EUR, der blev etableret i maj måned som en økonomisk stabilisator. De økonomiske problemer har sendt renterne i disse lande i rekordniveau, og landene har været nødsaget til at foretage store offentlige besparelser for at forbedre gældssituationen. De øvrige europæiske lande har også været nødt til at skære ned på de offentlige budgetter for ikke at havne i samme situation som PIIGS-landene - dog ikke i samme omfang. Nedenfor ses nogle af de tiltag, der er iværksat i PIIGS-landene.

Land	Økonomisk indgreb
Grækenland	Offentlige udgifter skåret med 10 % i 2010 og 5 % i 2011 Offentlige indtægter øget med 10 % i 2010 Nedgang i lønninger til offentlige ansatte Reduktion i overførselsindkomster til pensioner m. m.
Irland	Aggressiv finanspolitisk reform 3 – 4 mia. EUR skåret væk Offentlige lønninger nedsat med 7,5 % i 2010 Sociale velfærdsydelse reduceret med 4 %
Spanien	Aggressiv reduktion i offentlige udgifter på 15 mia. EUR i 2010 – 2011 Offentlige lønninger nedsat med 5 % i 2010 og frosne i 2011 Ingen stigninger i udbetalte pensioner – de er fastfrosne
Portugal	Moms øges med 5 – 10 % Politikere og topembedsmænd har lønreduktion på 5 %
Italien	De højestlønnede offentligt ansatte har lønreduktion på 5 % Fastfrysning af lønsummen for offentlige ansatte Offentlige udgifter planlagt at blive reduceret med 25 mia. EUR

Landenes andel af Eurolands samlede BNP



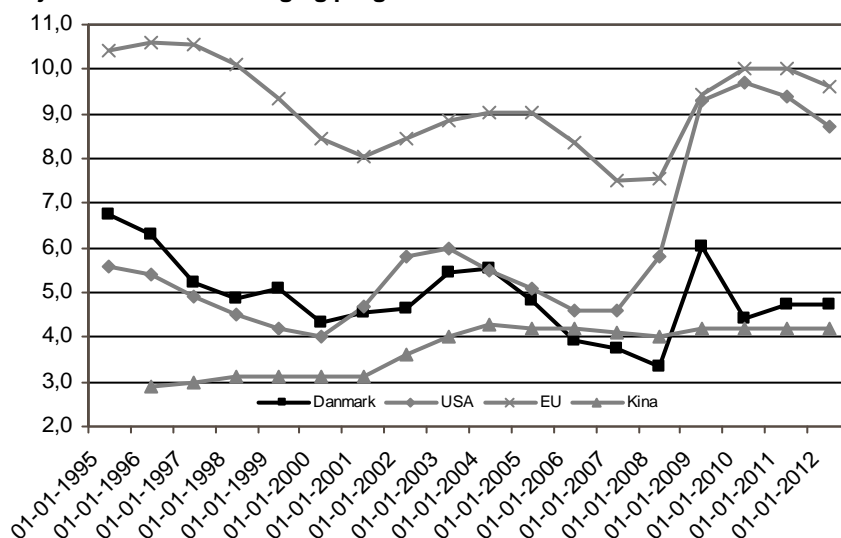
Samlet set udgør Grækenlands og Irlands andel af Eurolands samlede BNP kun omkring 4,5 %. Disse lande er dermed økonomisk set mindre økonomier, som EU-landene har råd til at redde, hvis den politiske vilje er til stede til det. Det er straks værre, hvis enten Spanien eller Italien, der er betydeligt større økonomier, kommer i så store problemer, at de øvrige EU-lande bliver nødt til at træde til.

Arbejdsløshed

Forbedringen af verdensøkonomien samt de gode regnskabstal fra virksomhederne har i løbet af 2010 givet håb om en større jobskabelse. Det er dog ikke sket endnu, og vi har i 2010 set en svagt stigende arbejdsløshed. Det har gentagne gange givet udsving på de finansielle markeder, da det har set ud til at blive et jobløst opsving, hvilket kan blive et større tema i 2011. Øget beskæftigelse skal være med til at bære det spæde opsving videre.

Indtil et godt stykke ind i 2010 er antallet af offentligt ansatte steget markant. Samtidig er den private beskæftigelse faldet voldsomt i løbet af krisen. Opstramningerne på det offentlige forbrug vil nu formentlig føre til, at den offentlige beskæftigelse falder lidt tilbage igen. Fyringsvarslerne i kommunerne er gået markant op i efteråret og indikerer, at kommunerne er ved at skære til.

Arbejdsløsheden- udvikling og prognose



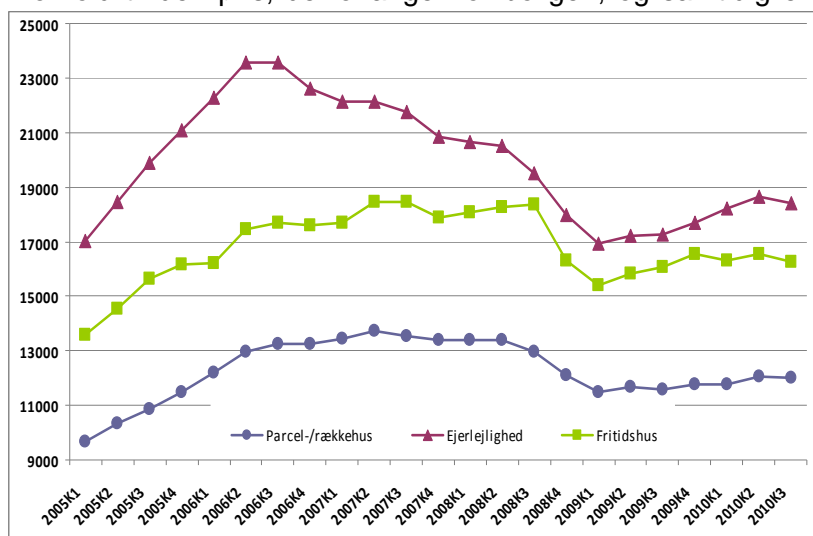
Figuren til venstre viser arbejdsløshedsprocenten samt konsensus forventningerne til de kommende år. I Danmark har vi således en arbejdsløshedsprocent på knap 5 % pt. Bruttoledigheden, der dækker over arbejdsløse samt personer i aktivering, er dog noget højere og udgør nu ca. 170.000 personer svarende til 6,2 % af arbejdsstyrken. Set i forhold til USA og resten af Europa har vi dog stadig

relativt få arbejdsløse. Vores forventninger er, blandt andet pga. fyringsvarslerne i den offentlige sektor, lidt mere pessimistiske end konsensus, og vi forventer, at beskæftigelsen først begynder at stige i slutningen af 2011.

Boligpriserne stiger så småt igen

Boligmarkedet er stille og roligt ved at komme på benene igen. Udbuddet er dog forsat relativt stort, og handelsaktiviteten er forholdsvis lav, men afslagene, når der handles, er blevet mindre over de seneste par år i takt med, at udbudspriserne ikke har fulgt handelspriserne opad. Boligsælgerne er blevet mere realistiske i forhold til den pris, de forlanger for boligen, og samtidig er boligkøberne i højere grad kommet i gang med at handle og byde højere på boligene.

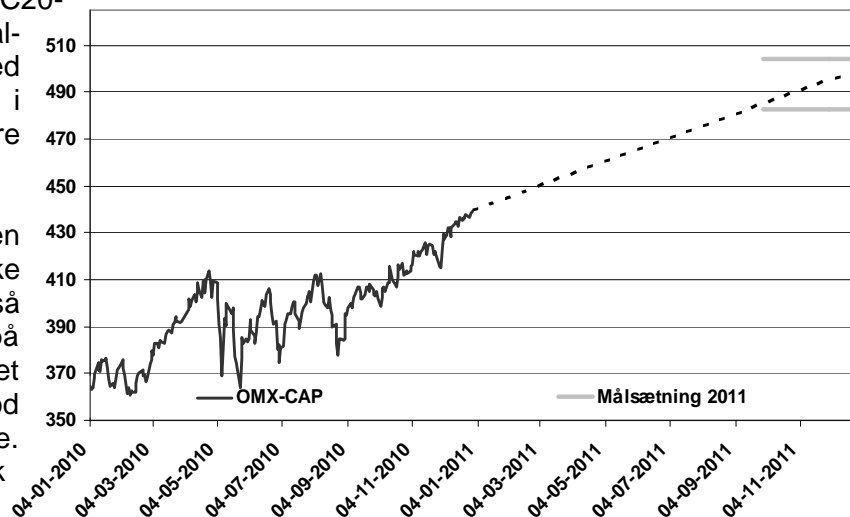
Der er ingen tvivl om, at de meget lave renter spiller en rolle for de positive tendenser på boligmarkedet. Forudsat at boligpriserne ikke stiger voldsomt i den kommende tid, vurderer vi dog, at der er gode chancer for at undgå større prisfald, når renterne på et tidspunkt begynder at stige.



Aktier

Overordnet set har det forgangne år været særdeles positivt for aktierne i Danmark og udlandet. Det danske OMXC20 indeks steg med 37 procent i 2010 anført af specielt industrisektoren, hvor A.P. Møller Mærsk aktien steg med 38 procent, FLSmidt aktien med 43 procent og DSV aktien med 28 procent. Af OMXC20-aktierne er det dog medicinalgiganten Novo Nordisk, som med et aktieafkast på 89 procent i 2010 var den helt store solstrålehistorie.

Netop Novo Nordisk var den primære årsag til, at det danske OMXC20-indeks klarede sig så fantastisk flot. Ud af stigningen på 37 procent for OMXC20, hvilket svarer til 124 indekspoint, stod Novo Nordisk for 78 af disse. Dette skyldes, at Novo Nordisk vægter 34 procent i OMXC20-stillingen. Kigger man derimod på OMX-CAP-indekset, hvor hver aktie indgår med en maksimumvægtning på 10 procent, så ses det, at indekset i 2010 "blot" steg med 20 procent.



Det har generelt været et rigtigt godt år for de større aktier, og ser man bort fra NKT, Vestas og forsikringsselskaberne Tryg og Topdanmark, så er samtlige aktier i det nuværende OMXC20-indeks steget med to cifrede procentsatser i 2010.

Som det ses af ovenstående graf, forventer vi et positivt 2011, hvor vi ser de danske aktier stige med 10-15 procent i løbet af året.

Skærpet omkostningspolitik fører til forbedrede resultater, men hvad med væksten?

De ovennævnte stigninger skyldes i høj grad, at specielt de konjunkturfølsomme industriselskaber under finanskrisen har skåret forretningen til, således at omkostningerne i øjeblikket er på meget lavt niveau. Dette har resulteret i en række ganske pæne resultater, og det overordnede regnskabsbillede har været positivt. 2010 har således budt på en række regnskabsmæssige overraskelser i positivt favør.

Effektiviseringsmodellen vil dog næppe være nok til at tilfredsstille investorerne i 2011, hvor der, i takt med at verdensøkonomien (forhåbentligt) stabiliseres, vil være øget krav om omsætningsvækst hos selskaberne. Det er således sandsynligt, at man i 2011 vil opleve et langt større fokus på, at selskaberne formår at vækste sig ud af krisen, frem for fortsat at omkostningsminimere sig til en bedre bundlinje.

Børsintroduktioner

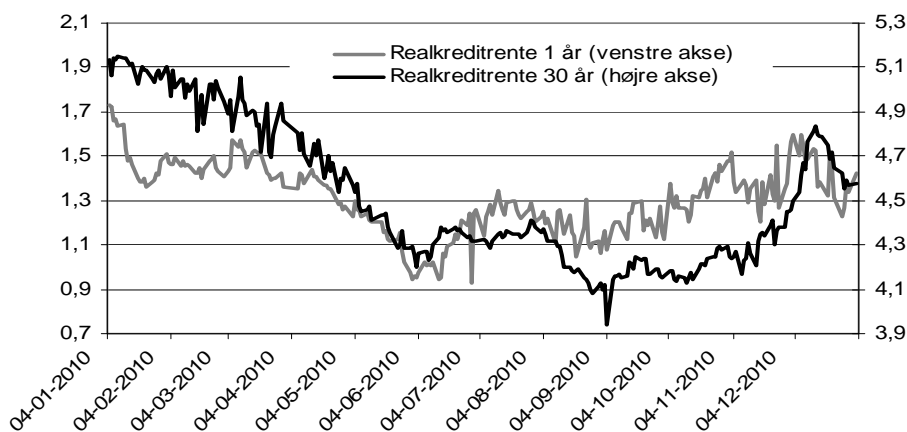
2010 blev for alvor startskuddet for en bølge af nye børsnoteringer. Efter en særdeles stille periode på dette område som følge af finanskrisen, kom der for alvor gang i noteringsinteressen, hvor det netop afsluttede år bød på hele tre større noteringer. Først var det den danske bakterie- og enzymproducent Chr. Hansen, der lod sig notere kort inden sommeren. Dernæst fulgte smykkeproducenten Pandora i efteråret, før TDC rundede året for børsnoteringer af i december, da selskabets ejer, Nordic Telephone Company, besluttede sig for at "gennotere" TDC via et udbud af en større aktiepost i TDC.

Overordnet set har samtlige af ovenstående børsintroduktioner været præget af en pæn interesse og efterfølgende positiv kursudvikling. Chr. Hansen var ved årsskiftet steget med 20 procent siden introduktionen, Pandora med 50 procent, mens TDC dog er faldet med 5 procent siden re-introduktionen. Derudover er det nævneværdigt, at såvel Chr. Hansen som Pandora optages i OMXC20 indekset fra 2011.

Det positive resultat af disse større børsintroduktioner vil givetvis styrke troen på, at markedet igen ser optimistisk på notering af større selskaber. Vi tror derfor, at man i 2011 vil se flere børsaspiranter have følehornene ude for at vurdere markedsforholdene. Heriblandt kan DONG, Falck og ISS være blandt de potentielle nye selskaber, vi får at se på børsen i 2011.

Obligationer / renter

Gennem hele 2010 har vi oplevet historisk lave korte renter. Frem til midten af året endda faldende, idet Danmarks Nationalbank pga. den stærke danske krone måtte sænke renten på indskudsbeviser. I andet halvår har Nationalbanken dog to gange hævet renten for at tilpasse sig det europæiske renteniveau.



For de lange obligationer har udsvingene været noget større. I starten af året bevirkede bl.a. gældskrisen i Sydeuropa, at investorerne flygtede til obligationer i de såkaldte sikre lande, herunder Danmark. Dette betød pænt stigende kurser i de lange obligationer.

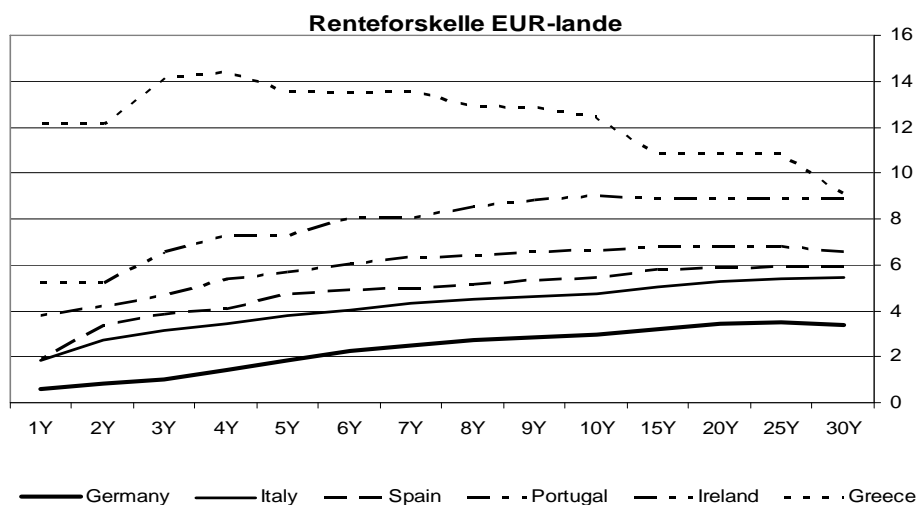
Sidste på året blev dette imidlertid afløst af faldende kurser i de lange obligationer. Igen var det gældskrisen i Sydeuropa, der udløste bevægelsen. Denne gang resulterede frygten for at krisen ville brede sig i, at investorerne blev nervøse for, hvorvidt de store underskud kunne finansieres i fremtiden.

I Danmark vil 2010 desuden blive husket for ændringen i lov om obligationsbeskatning. Ændringen betyder, at afkast på obligationer købt den 27. januar 2010 eller senere beskattes som kapitalafkast, uanset om det hidrører fra rente eller kursgevinst/kurstab.

Vi forventer, at året 2011 vil blive præget af lav vækst i Europa. Dette skyldes bl.a. de store offentlige besparelser, vi ser i mange lande, den fortsat høje arbejdsløshed samt gældskrisen i Sydeuropa. I USA har man valgt ikke at spare sig ud af krisen, men i stedet at øge forbruget. Dette har indtil nu dog kun resulteret i en begrænset vækst. Som følge heraf er vores forventninger, at vi stadig vil se en meget lav, kort rente. Vi tror ikke, den europæiske styringsrente vil blive hævet før *tidligst* i slutningen af 2011. Det betyder, at vi tror, at den etårige fleksrente endnu engang vil blive fastlåst under 2 % i slutningen af 2011. I den lange ende er vores forventning ligeledes svagt faldende renter, således at vi igen vil opleve 4 % realkreditobligationer 2041 oppe i underkanten af kurs 100. Som vi ser det, er den største usikkerhedsfaktor i vores forventninger, at fokus på gældskrisen udelukkende bliver på den kommende finansiering af de europæiske landes gæld. Dette kan i værste fald betyde stigende renter, som vil forværre krisen.

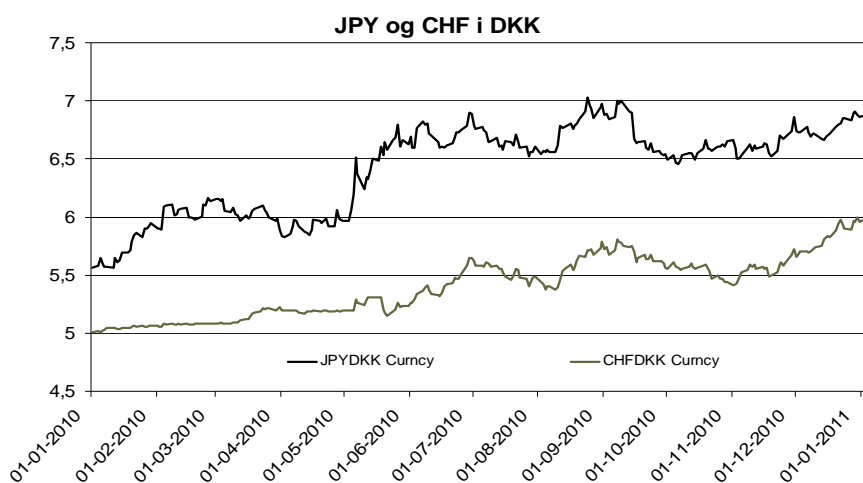
Valuta

Mens den første del af 2010 var præget af stor usikkerhed om den generelle udvikling af verdensøkonomien, blev bekymringen om gældssætningen i Euroområdet mere og mere bestemmende over sommeren. Med udgangspunkt i den forholdsvis store gældssætning i PIIGS-landene er hele euro-samarbejdet kommet mere og mere under pres. Den tiltagende bekymring om de enkelte landes evne til at tilbagebetale gælden fik investorer og spekulanter til at kræve højere og højere renter af PIIGS-landene som kompensation for den formentlig øgede tabsrisiko.



Euroens kurs i forhold til USD har været præget af større udsving i begge retninger. Bekymringen for en negativ økonomisk udvikling i hele verden medførte først en kraftig svækkelse af euroen i forhold til dollaren, som blev afløst af en kraftig korrektion hen over sommeren. Siden har det løbende negative fokus dog også i forhold til USD medført nye kraftige fald.

Det løbende fokus på gældsbyrden i enkelte euro-lande har betydet, at især de klassiske finansieringsvalutaer yen (JPY) og schweizerfranc (CHF) er blevet styrket kraftigt. Dette er på grund af den danske kronens tætte binding til euroen ensbetydende med en voldsom styrkelse af disse valutaer i dansk regning på omkring 20 procent. JPY-stigningen er på grund af valutaens generelt kraftige udsving ikke helt usædvanlig. CHF-udsvingene har imidlertid historisk været meget mindre voldsomme.



De klassiske råvarevalutaer australsk dollar og New Zealand dollar er blevet styrket ganske meget i løbet af 2010. Baggrunden herfor er på den ene side de voldsomme stigninger i råvarepriserne og på den anden side de forholdsvis høje renteniveauer i de råvareproducerende lande.

Valutamarkedene er generelt prægede af, at der er nogle generelle prisbestemmende faktorer, og at der derudover er løbende skiftende fokus på forskellige emner, som til dels kan understøtte og forstærke underliggende trends, men som sandelig også kan overlejlre og tilsidesætte de generelle prisbestemmende faktorer i visse perioder.

Med hensyn til de generelt prisbestemmende faktorer mener vi, at den økonomiske cyklus og de derved forbundne vækstudsigter samt finans- og pengepolitik naturligvis vil være medbestemmen- de for valutakurserne. Derudover er det efter vores vurdering også i 2011 gældskrisen, som vil have stor betydning på kursdannelsen.

Konklusion

Gældsproblemerne har sat spørgsmålstejn ved stabiliteten i euro-samarbejdet, hvilket formentlig vil give periodevis usikkerhed og uro på de finansielle markeder i 2011, men det ændrer efter vores opfattelse ikke på det overordnede billede af en global økonomi, der trods alt bevæger sig i den rigtige retning. De finanspolitiske stramninger, som er uundgåelige i de kommende år, kan dog meget vel være nøglen til, hvorvidt vi får økonomiske vækst. Strammes der for lidt, står vi stadig tilbage med en ubetalt regning, men strammes der for meget og for hurtigt, kan det være med til at kvæle det begyndende økonomiske opsving. De finanspolitiske stramninger skal derfor balance- res, så det hverken bliver for meget eller for lidt, og det er en svær balancegang.

Skat

Skat er et væsentligt element, når der investeres i værdipapirer, og som investor er du til enhver tid forpligtet til at indberette eventuelle gevinster til Skat. Vi har derfor udarbejdet en brochure, der kan give svar på de fleste spørgsmål om skat på værdipapirer. Brochuren kan rekvireres hos den loka- le andelskasse eller findes på hjemmesiden www.andelskassen.dk.