

Kvartalsrapport 1. kvartal 2011

Hovedpunkter

- Naturkatastrofen i Japan.
- Politisk uro i Nordafrika og Mellemøsten
- Aktier – usikkerhed og regnskaber
- Første renteforhøjelse fra ECB
- Renteforskelle får betydning for valutakursdannelsen igen
- Konklusion
- Nyt fra SKAT

Økonomi – Naturkatastrofer og politisk uro sætter dagsordenen

Naturkatastrofen i Japan

Et historisk kraftigt jordskælv i Japan efterfulgt af en ødelæggende tsunami samt problemer på atomkraftværket Fukushima har medført en større turbulens på de finansielle markeder. Udover de allerede konstaterede skader forvoldt af jordskælvet og tsunami har eksplosionerne på Fukushima-værket og det efterfølgende forhøjede strålingsniveau i området omkring Fukushima nord for Tokyo øget usikkerheden om, hvad de endelige konsekvenser af naturkatastrofen måtte blive – såvel menneskeligt som økonomisk. Hvis situationen på Fukushima forværres yderligere, er det svært at vurdere, hvad konsekvenserne kan blive. Men risikoen vil forøges, hvilket i så fald må forventes at smitte negativt af på især det japanske aktiemarked.

Infrastrukturen i de ramte områder er ødelagt, mange virksomheder holder lukket og energiforsyningen er berørt i hele Japan. På kort sigt vil den japanske økonomi derfor selvfølgelig blive påvirket af naturkatastrofen. Flere eksperter peger på, at genopbygningen kan beløbe sig til 3 – 5 % af bruttonationalproduktet (BNP). Den samlede pris er dog meget usikker pt., da det endnu er for tidligt at gøre den samlede regning op. Det japanske Nikkei 225 aktieindeks faldt med næsten 18 % oven på jordskælvet for senere at genvinde en del af det tabte. I den sammenhæng kan det nævnes, at det seneste store jordskælv i Kobe i 1995 medførte et umiddelbart fald på aktiemarkedet i Japan på 21 %, og at genopbygningen dengang løb op i 2 % af BNP. Situationen i Kobe var dog ikke lige så omfattende som den nuværende situation, og de kan derfor ikke umiddelbart sammenlignes.

Japans økonomi udgør omkring 8 % af den globale økonomi, men har dog kun bidraget begrænset til væksten i verdensøkonomien gennem de seneste mange år. Produktionsstoppet på flere fabrikker kan dog udløse komponentmangel hos flere virksomheder i andre lande. Jo længere produktionsstoppet varer, desto mere vil det kunne påvirke flere udenlandske virksomheder.

Andre landes direkte afhængighed af Japan er herudover beskedent. I de fleste lande udgør eksporten til Japan under 1 % af BNP, så vi vurderer ikke, at de midlertidige udfordringer i Japan får større betydning for andre lande. Vi har derfor kun justeret marginalt på vores vækstforventninger.

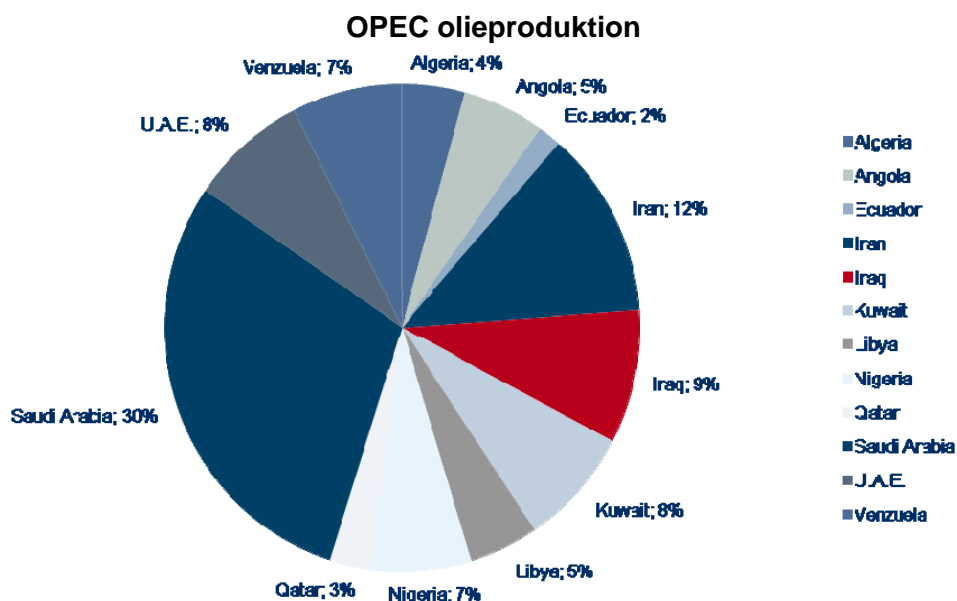
Den fortsat store usikkerhed og de svage vækstudsigter på den korte bane medfører en risiko for, at der kan forekomme yderligere kursfald i Japan. Hvis udviklingen på Fukushima-værket omvendt stabiliseres eller forbedres, og risikoen for radioaktive udslip og strålingsfare reduceres i den kommende tid, ser vi et potentiale for de japanske aktier i takt med, at genopbygningen igangsættes.

Politisk uro i Nordafrika og Mellemøsten

Efter opstandelsen i begyndelsen af året medførte regimeskifte i først Tunesien og siden Egypten, har uroen bredt sig til flere andre lande i Nordafrika og Mellemøsten. Senest har en højspændt situation i Libyen givet anledning til, at FN under en FN-resolution besluttede at indføre et flyveforbud, der vil blive opretholdt med militær magt.

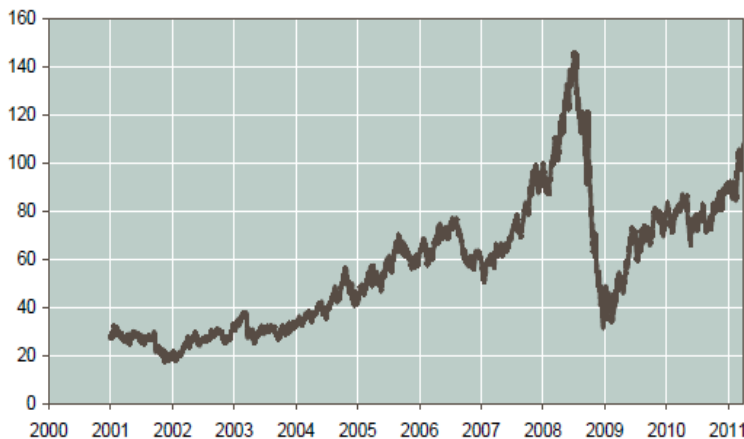
Ud fra en økonomisk synsvinkel er konflikten i Nordafrika og Mellemøsten primært interessant, fordi ca. 30 % af hele verdens olieproduktion stammer fra Mellemøsten og Nordafrika. Landenes økonomiske størrelse er derimod yderst beskeden i en global sammenhæng. Foreløbig er kun Libyens olieproduktion blevet påvirket af urolighederne, men mange frygter, at det sammen kan ske i andre lande i regionen herunder Syrien, Yemen, Bahrain og Saudi Arabien.

Figuren til højre viser olieproduktionen i OPEC-landene. OPEC-landene udgør 37 % af hele verdens produktion af olie. OPEC-landene er primært lande i Afrika og Mellemøsten, dog er der lande i Afrika og Mellemøsten der ikke er medlem af OPEC, ligesom også lande uden for Afrika og Mellemøsten er repræsenteret i OPEC.



Uroen i Nordafrika og Mellemøsten er den primære årsag til, at olieprisen er steget kraftigt de seneste par måneder. Således er olieprisen alene i år til dato steget med 20 %. Ikke mindst på de "nye" vækst markeder kaldet Emerging Markets (EM) har uroen i Nordafrika og Mellemøsten sat sine negative spor på de finansielle markeder. Der er en latent risiko for, at den politiske uro kan sprede sig til andre lande. Hertil kommer, at stigende olie- og råvarepriser presser den i forvejen

Oliepris i USD, WTI Crude olie



relativ høje inflation endnu højere op i EM-landene. EM-aktier har derfor hidtil i 2011 generelt klaret sig relativt dårligere end de fleste vestlige aktiemarkeder.

Yderlige stigninger i olieprisen vil være særlig negativt for væksten i Kina og Indien, der er massive aftagere af olie og andre råvare. Da der ikke er nævneværdig uro i de største olieproducerende lande i Mellemøsten, forventer vi dog ikke, at olieprisen vil fortsætte op. Sandsynligvis vil den falde lidt tilbage, såfremt uroen ikke spreder sig.

Aktier

Aktiemarkedet har i første kvartal 2011 været præget af en del uroligheder, grundet den eskalerende situation i Mellemøsten og Nordafrika, samt naturkatastrofen i Japan med den dertilhørende spekulation om atomkraftværket Fukushima. Således har det danske eliteindeks OMXC20 bevæget sig mellem indeks 471 og 448,50 alene i marts.

Til trods for megen usikkerhed om udfaldet af de ovenstående krisesituationer har aktiemarkedet udvist en stærk tendens, og OMXC20 realiserede en stigning på 2,10 % i løbet af årets første tre måneder.

Globale uroligheder er ikke nødvendigvis negativt for alle selskaberne

Der findes som bekendt intet, der er så skidt, at det ikke er godt for noget, og atomkatastrofen i Japan er ingen undtagelse. For i takt med at situationen med atomreaktorerne på Fukushima-værket er eskaleret, er øjnene blevet åbnet for miljørigtige og ufarlige alternativer. Således har danske Vestas Wind Systems lukreret kursmæssigt på katastrofen, og Vestas-aktien afsluttede et stærkt første kvartal 2011 med et aktieafkast på 29,50 %. Foruden situationen i Japan, har urolighederne i Mellemøsten og Nordafrika ligeledes gavnet den danske vindmøllekoncern, hvilket skyldes, at olieprisen er eksploderet i takt med, at oprøret har bredt sig.

Cement- og mineralkoncernen FLSmidth har historisk set haft en stor kundebase i Mellemøsten, og urolighederne er ikke gået selskabet forbi. Således måtte FLSmidth trække al udenlandsk arbejdskraft ud af Egypten under demonstrationerne mod landets regering. Industriselskabets aktie faldt med 15,75 % i løbet af årets første tre måneder, og for den langsigtede investor er det en klar købsmulighed.

Blandede årsregnskaber fra selskaberne

Årsregnskaberne fra OMXC20 selskaberne var uden de store overraskelser, og til trods for generelt flotte tal ved regnskabsfremlæggelserne var der ganske få selskaber, som for alvor overraskede markedets forventninger. Regnskabssæsonens store vinder var utvivlsomt Topdanmark, som slap ud af 4. kvartals snefald uden nævneværdige ridser i lakken. Herudover var forventningerne til 2011 over det forventede, og der blev endvidere igangsat et større aktietilbagekøbsprogram. Aktien steg 9,24 % på regnskabsdagen.

Fragt- og transportselskabet DSV gjorde sig ligeledes positivt bemærket ved fremlæggelsen af årsregnskabet. Dette skyldtes ligeledes udsigten til et større aktietilbagekøbsprogram, idet DSV kunne fremlægge et forventet frit cash flow på DKK 1,7 mia. for 2011. Selskabets ledelse udtalte i forbindelse med regnskabet, at der ikke er nogle nævneværdige opkøb i nær fremtid, og dermed ser det frie cash flow ud til at skulle benyttes til aktietilbagekøb.

Den helt store taber var Danske Bank, som ikke alene fremlagde et skuffende regnskab for helåret 2010, men også annoncerede et gigantisk kapitaludvidelsesprogram i omegnen af DKK 20 mia. til indfrielse af statslånet, som blev optaget i forbindelse med bankpakke 1. Regnskabsmeddelelsen blev modtaget negativt, men fremadrettet kan tiltaget komme Danske Bank til gode, idet statslånet er særdeles omkostningstungt i forhold til aktuelle alternativer. Herudover er det værd at bemærke, at banksektoren generelt set kan få gavn af en rentestigning fra ECB, idet der bliver mulighed for at justere på rentesatserne og dermed rentemarginalen.

Forventningerne til 2011 var for de fleste selskabers vedkommende ganske konservative, og flere større aktører, heriblandt A.P. Møller Mærsk, undlod at komme med konkrete udmeldinger. Vi forventer en generel præcisering af forventningerne til 2011 under fremlæggelsen af 1. kvartalsregnskaberne for 2011.

Obligationer / renter

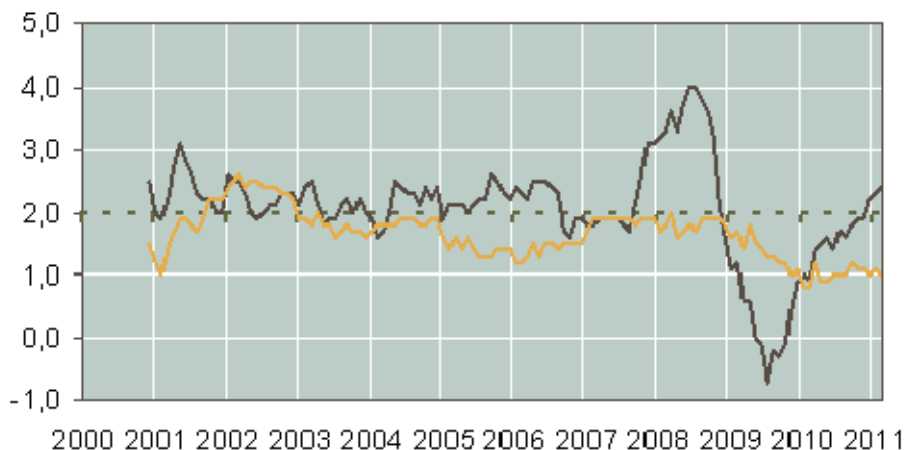
Den europæiske centralbank (ECB) ændrede retorik i begyndelsen af marts og signalerede en forestående rentestigning i april. Dette fik renterne til at stige kraftigt med faldende obligationskurser til følge. Kursfaldene ramte såvel de korte som de lange obligationer.

Ganske som ventet hævede ECB renten d. 7. april med 0,25 % point til 1,25 %. Samtidig understregede ECB, at den fortsat vil følge inflationsudviklingen nøje, men at fremtidige renteforhøjelser ikke er bestemt på forhånd.

ECB er nervøs for den stigende inflation i eurozonen, som gennem de sidste måneder har ligget over målet på 2 %. Inflationen er primært drevet højere af stigende energi- og fødevarerpriser, for kigger man udelukkende på inflation ex energi og fødevarer, ligger den langt under de 2 %. I USA har den amerikanske centralbank (FED) understreget, at de ser stigningen i inflationen som midlertidig. Denne opfattelse deler vi, og vi frygter derfor, at ECB har hævet renten for tidligt, så det går ud over væksten i Europa. Problemet for ECB ligger i det meget uhomogene Euro-samarbejde, hvor primært den tyske økonomi buldrer af sted mens de sydeuropæiske økonomier er særdeles presset. Så mens Tyskland har behov for en rentestigning er det decideret gift for de pressede økonomier i Sydeuropa. Dette dilemma udstiller de fremtidige udfordringer for Euro-samarbejdet.

Rentestigningen har fået markedet til at forvente yderligere rentestigninger. Således forventes det, at renten vil stige 0,75-1 procentpoint mere i løbet af de næste 12 måneder. Da vi forventer, at inflationen vil falde igen i takt med olieprisen, tror vi ikke, at renten vil stige så hurtigt som resten af markedet. Det er derfor vores forventning, at vi i løbet af 2011 vil se obligationerne stige lidt igen. En rentestigning fra ECB påvirker direkte de korte renter, mens de lange renter bestemmes af flere faktorer herunder inflationsforventningerne og risikovillighed. Det er derfor endnu uvist hvordan de stigende korte renter vil påvirke de lange renter.

Europa: Samlet Inflation og underliggende inflation



— Samlet inflation, Eurozone — Underliggende inflation, ex energi og fødevarer

Valuta

Renteforskelle får betydning for valutakursdannelsen igen

Valutamarkederne er overraskende hurtigt kommet over situationen i Japan, krigen i Libyen, udviklingen i Mellemøsten, samt den fortsat uløste gældskrise i Europa.

Det er kun godt 2 uger siden, at disse begivenheder pressede de klassiske "sikker havn"-valutaer, den japanske yen (JPY) og schweizerfranc (CHF), op mod kursniveauer på henholdsvis 7,00 for JPY og 600 for CHF. Markederne var yderst bekymrede over udviklingen, og risikoaversion var i højsædet. Midt i denne situation ændrede den europæiske centralbank (ECB) retorik med hensyn til sin vurdering af inflationsudviklingen. Dette fik markederne til at tro på 4-5 renteforhøjelser over de næste 12 måneder, og de forventede renteforhøjelser blev inddiskonteret i rentesatserne. Idet valutamarkedet aktuelt har trængt kriserne i baggrunden og er meget fokuseret på forventningerne til udviklingen af renteforskellen mellem valutaerne, øgedes efterspørgslen efter EUR kraftigt. Den Danske krone følger EUR kursudviklingen, og både Dollaren (USD), JPY, CHF og en række andre valutaer blev derfor svækket kraftigt i dansk regning.

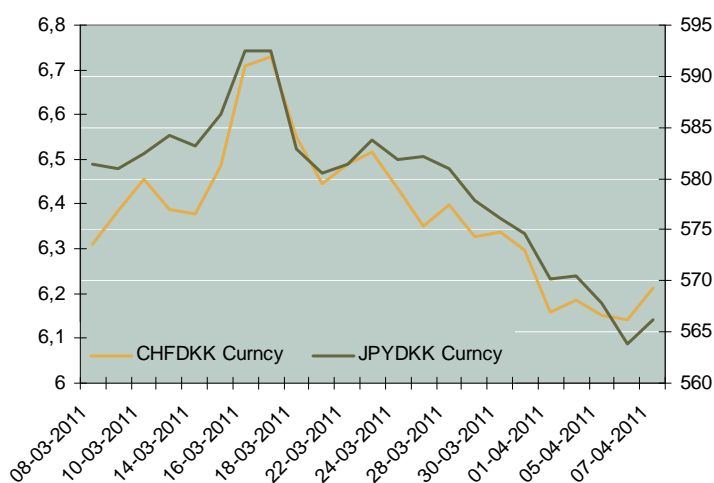
Valutamarkedets umiddelbare reaktion på renteforhøjelsen og den efterfølgende pressekonference var yderst beskeden. Alligevel er vi overbevist om, at renteniveauer og udsigterne til den fremtidige renteutvikling får en større betydning for kursdannelsen igen.

Det næste stykke tid skal vi regne med fortsat store udsving på valutakurserne, idet usikkerheden ikke forsvinder ud af markedet i løbet af nogle få uger.

Det er på nuværende tidspunkt ikke til at sige, om EUR bliver styrket kraftigt her og nu. Idet renteforskelle igen er ved at opnå en betydning, forventer vi dog på sigt, at finansieringsvalutaerne JPY og CHF bliver svækket over for EUR og derved også den Danske krone, og at den lange stigende trend for begge valutaer nu er ved at vende. Det er dog også sandsynligt, at risikoaversionen kortvarigt vil blusse op igen, hvis nyhedssituationen fra kriseområderne eller den europæiske gældssituation midlertidigt forværres. Der er således på kort sigt fortsat stor sandsynlighed for, at vi ser JPY og CHF med større kursbevægelser. Tidspunktet, hvor begge valutaer kommer i en decideret faldende trend over for EUR, er dog givetvis kommet tættere på.

Hvorvidt og i hvilken omfang den nye rentesituation får betydning for andre valutaer er lidt mindre klart, idet renteforskellene ikke er helt så store. Indtil videre peger prognoserne på, at USD, det britiske pund samt de nordiske valutaer styrkes over de næste måneder.

Kursudvikling JPY (venstre akse) og CHF (højre akse)



Konklusion

Opsvinget mere solidt, men nye risici lur

Opsvinget i verdensøkonomien er tiltaget i styrke og har bredt sig. Således er der tegn på, at opsvinget for alvor er ved at bide sig fast. Der er dog stadig store vækstmæssige forskelle blandt landene.

De stærkere vækstsignaler tilsiger en opjustering af vores vækstforventninger flere steder. Nye risici i form af naturkatastrofen i Japan, den politiske uro i

Nordafrika og Mellemøsten, stigende oliepris, inflation og rente gør dog, at vi på nuværende tidspunkt kun foretager marginale ændringer i vores vækstforventninger.

Tabel 1: Danske Andelskassers Banks forventninger til BNP-vækst

	2011	2012
Danmark	1,5%	1,6%
Euroland	1,6%	1,6%
Tyskland	2,5%	1,7%
USA	3,1%	2,8%
Japan	1,1%	2,3%
Kina	9,5%	9,0%

Skat

Fremover kan danske investorer slippe for selv at skulle beregne skatten på deres afkast på aktier og investeringsforeningsbeviser. Fra og med 2010 får SKAT automatisk oplysning om dine handler direkte fra os. Det betyder, at SKAT kan klare det meste af skatteudregningen for dig. Det eneste, det kræver, er dog, at du laver en "grundregistrering", hvor du registrerer de aktier og investeringsforeningsbeviser, du har købt før 2010. Denne registrering foregår via SKATs TastSelv-system på SKATs hjemmeside www.skat.dk, hvor der også findes en vejledning til indtastningen.

Ifølge SKAT er den nye tjeneste frivillig og ment som en ren service til borgerne. De borgere, der ikke ønsker at benytte den nye tjeneste, skal som hidtil selv beregne gevinster og tab og påføre disse på årsopgørelsen.