

Kvartalsrapport

1. kvartal 2011

RESUME

Økonomiske udsigter

Den økonomiske vækst har i 1. kvartal 2011 ligget på et relativt højt niveau, men inflationen er ved at blive en udfordring. Dette er specielt kritisk i lande som Indien og Kina, hvor en stor andel af befolkningens disponible indkomst bruges på fødevarer. Det kan skabe social uro.

Hertil kommer, at der kan være problemer i horisonten for den kinesiske vækstmotor. Det er bl.a. vurderingen fra kreditvurderingsbureauet Fitch, som er nervøse for en bankkrise i Kina. Hvis denne vurdering er korrekt, kan vi ikke i Vesten læne os tilbage i den tro, at den kinesiske vækst i de kommende år vil rede verdensøkonomien. Vesten skal selv sørge for orden i eget hus.

Aktiemarkedet

1. kvartal 2011 viste på de fleste aktiemarkeder overraskende beskedne fald.

Det er fortsat vores vurdering, at selskabsindtjeningen kan skuffe. Det er også uændret vores vurdering, at verdensøkonomien er sårbar. Den vestlige verden har ikke et finansielt råderum til at kunne imødegå uforudsete chok. En undervægtning af aktiebeholdningen er derfor aktuelt vores anbefaling.

Obligationsmarkedet

På grund af udviklingen i verdensøkonomien og i inflationen anbefaler vi aktuelt obligationsinvestorer en neutral varighed på obligationsporteføljen, men vi er parat til at forøge varigheden, hvis kerneinflationen forholder sig i ro og den økonomiske vækst aftager, som vi forventer.



FORMUE- & INVESTERINGSPLEJE A/S
Fondsmæglerselskab

Udvikling i 1. kvartal 2011					
Aktieindeks	Værdi	Værdi	Ændring i 1.kvt.	Afkast i 1.kvt.	Afkast i 2011
	30.12.10	31.03.11			
OMX CPH*	395,20	394,94	-0,26	-0,07%	-0,07%
OMX C20*	457,58	467,15	9,57	2,09%	2,09%
MSCI World*	7.181,20	7.006,49	-174,71	-2,43%	-2,43%
MSCI USA*	6.737,59	6.648,03	-89,56	-1,33%	-1,33%
MSCI Europa*	8.172,82	8.096,12	-76,70	-0,94%	-0,94%
MSCI Japan*	14.001,63	12.328,64	-1672,99	-11,95%	-11,95%
*opgjort i DKK ex. udbytte					
Renteudvikling i Danmark	Rente	Rente	Ændring i 1.kvt.	Afkast i 1.kvt.	Afkast i 2011
	30.12.10	31.03.11			
Rente på indskudsbeviser	0,70	0,70	0,00	0,18%	0,18%
Cibor 1 år rente	1,76	1,94	0,18	0,46%	0,46%
4% STAT 2012	0,95	1,73	0,78	-0,98%	-0,98%
4% STAT 2015	2,07	2,72	0,65	-2,18%	-2,18%
7% STAT 2024	3,30	3,68	0,38	-2,71%	-2,71%
4% NYK 2038	4,36	4,82	0,46	-2,48%	-2,48%
EFFAS 1-5**				-1,65%	-1,65%
**: Udtrykker markedsafkastet for danske statsobligationer med en løbetid på 1 - 5 år					
Valutakurser	Værdi	Værdi	Ændring i 1.kvt.	Afkast i 1.kvt.	Afkast i 2011
	30.12.10	31.03.11			
USD/DKK	5,61	5,25	-0,36	-6,44%	-6,44%
EUR/DKK	7,45	7,46	0,01	0,13%	0,13%
JPY/DKK	0,069	0,063	-0,006	-8,70%	-8,70%

Udviklingen på de finansielle markeder i 1. kvartal 2011

Aktiemarkedet

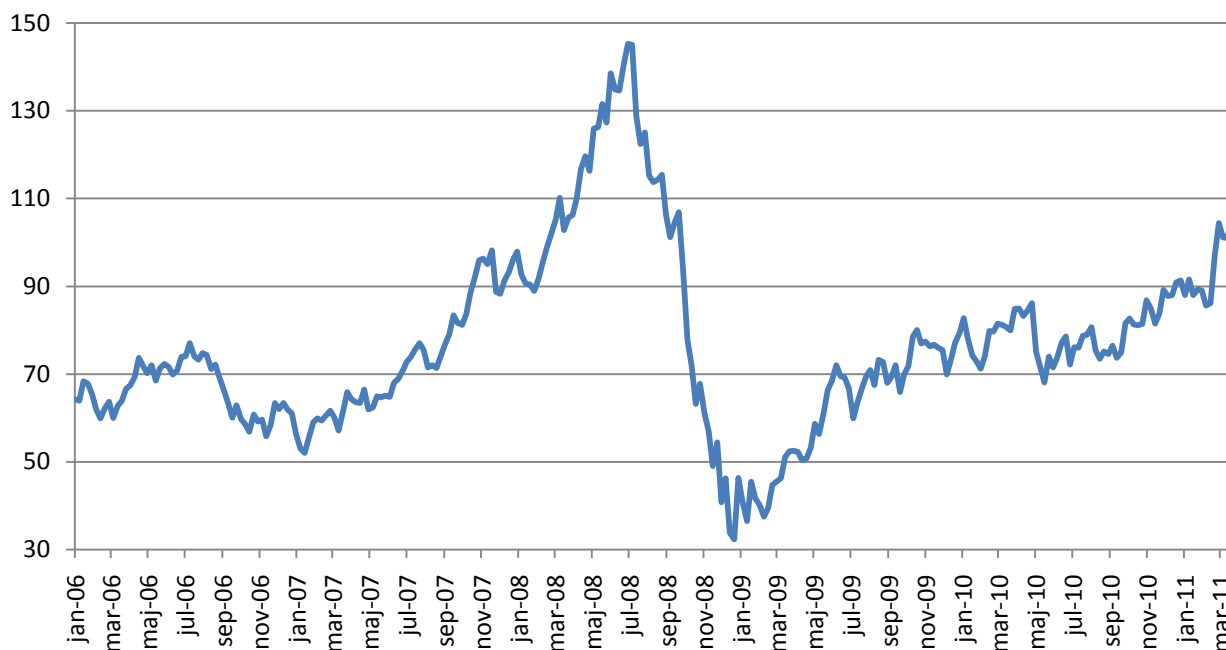
Det har på de finansielle markeder været et begivenhedsrigt kvartal. Japan blev ramt af den værste katastrofe siden 2. verdenskrig i form af et voldsomt jordskælv og efterfølgende tsunami. Europa blev overrasket, da den europæiske centralbank (ECB) ændrede retorik og lovede rentestigninger i den nærmeste fremtid. Og ikke nok med det så er prisstigningerne fortsat på såvel olie, som på råvarer og fødevarer. Der har således i 1. kvartal været rigeligt med negative nyheder til de finansielle markeder. Derfor er det heller ikke overraskende, at vi i kvartalet på de fleste aktiemarkeder har oplevet negative afkast. Overraskende er det imidlertid, at vi kun har oplevet et fald på mellem 1 til 2,5% på MSCI Europa, USA og World målt i DKK. Det er et forholdsvis beskedent fald, når vi tager de negative nyheder i betragtning. Det japanske aktieindeks MSCI Japan udviser det største fald, jf. skemaet oven for, med et fald på knap 12% målt i DKK. Årsagen til at faldet på aktiemarkederne ikke har været større kan sandsynligvis tilskrives det faktum, at de økonomiske nøgletal for såvel den europæiske som amerikanske økonomi i det forgangne kvartal generelt har overrasket lidt til den positive side.

Land	Aktieindeks	Afkast i DKK i Q1 2011	Afkast i DKK i 2011
Brasilien	Bovespa	-5,54%	-5,54%
Rusland	Micex	8,05%	8,05%
Indien	Sensex 30	-10,28%	-10,28%
Kina	Shanghai	-0,01%	-0,01%

I BRIK landene har der på aktiemarkederne været en noget uens udvikling. Det russiske aktieindeks, Micex, som består af en stor andel af olierelaterede selskaber, har nydt godt af den stigende oliepris. Som det ses af grafen neden for, er olieprisen målt ved Crude Oil i USD steget markant i løbet af de seneste 2 år, og olieprisen steg alene med 16,5 USD svarende til 18% i løbet af 1. kvartal 2011. Dette gavner selvfølgelig såvel de olieproducerende selskaber, samt de selskaber som har en stor andel af aktiviteterne rettet mod olie-sektoren.

Prisstigningen på såvel olie som fødevarer har resulteret i en kraftig stigning i den globale inflation, hvilket rammer BRIK landene særdeles hårdt, da befolkningen i flere af landene bruger en forholdsvis stor andel af deres disponible indkomst på fødevarer. Den økonomiske vækst har i flere lande været særdeles høj, hvorfor det har været nødvendigt at gennemføre vækst- og inflationsdæmpende tiltag, såsom renteforhøjelser og større kapitalkrav til bankerne. Det er en giftig cocktail for de fleste vækstøkonomier, hvorfor aktiekurserne generelt er faldet mere i Emerging Markets end på de etablerede aktiemarkeder.

Crude Oil i USD



Kilde Danske Bank

Obligationsmarkedet

ECB overraskede obligationsmarkedet, da centralbanken i løbet af marts måned pludselig ændrede retorik og begyndte at tale om en snarlig renteforhøjelse. Det var for de fleste markedsdeltagere uventet, men det viser med al tydelighed, at ECB (modsat den amerikanske centralbank (FED)) lægger væsentlig mere vægt på at holde inflationen nede frem for at sikre den økonomiske vækst. Som det ses af grafen neden for har det uden tvivl været den kraftige stigning i inflationen i Euroland til nu 2,7% (marts 2011), som den 7. april 2011 fik ECB til at reagere med den første rentestigning på 0,25% point til 1,25%. ECB har en målsætning om på mellemlangt sigt at holde inflationen i niveau 2,0%.

Inflationen i Euroområdet



Kilde Danske Bank

Udsigten til yderligere en eller flere snarlige rentestigninger fik i løbet af 1. kvartal obligationskurserne til at falde over hele rentekurven. Afkastet varierer i 1. kvartal 2011 fra minus 1% på den korte statsobligation 4% STAT 2012 til minus 2,7% på den lange statsobligation 7% STAT 2024. De fleste obligationsinvestorer har således i 1. kvartal realiseret negative afkast.

Valutamarkedet

ECB's varsling af snarlige rentestigninger har været en medvirkende årsag til at euroen i løbet af 1. kvartal 2011 er blevet styrket. Katastrofen i Japan har ikke overraskende ført til en svækkelse af den japanske yen. Dette har ført til en forholdsvis kraftig styrkelse af euroen på 6,4% over for USD og på 8,7% over for JPY. Disse begivenheder har formået at overskygge gældskrisen i Europa, som hos investorerne er gået lidt i glemmebogen.

Den økonomiske udvikling i 1. kvartal 2011

Europa

Den økonomiske aktivitet har i 1. kvartal 2011 været højere end forventet. Således forventes den økonomiske vækst i 1. kvartal 2011 sammenlignet med det forgangne kvartal at have været på 1,6%. Den økonomiske fremgang er dog fortsat noget uens, hvor de gældsplagede lande i Sydeuropa fortsat lider, medens udviklingen i såvel Frankrig som Tyskland har været fornuftig. ECB har som følge af den bedre end forventede start på 2011 opjusteret forventningen til den økonomiske vækst i Euroland fra 0,7-2,1% til 1,3-2,1%. Bundniveauet for den økonomiske vækst er således blevet hævet.

Selvom inflationen i marts 2011 er steget 2,7%, så er kerneinflationen (inflationen rensset for prisstigninger på energi og fødevarer) i Euroland fortsat stabil og lav med en stigning på 1,3% for marts 2011 sammenlignet med marts 2010. Bortset fra prisstigninger på fødevarer og energi, er der i Euroland således ikke noget generelt inflationspres. Og netop denne problemstilling bliver meget central i vurderingen af, om vi står over for en periode med kraftige rentestigninger fra ECB eller om renten vil blive sat op i et mere moderat tempo. Det vil vi kommentere senere i kvartalsrapporten.

USA

Væksten i den amerikanske økonomi forventes i 1. kvartal 2011 sammenlignet med det forgangne kvartal at have været på 2,5%. Det er umiddelbart en anelse under, hvad de fleste økonomer for 3 måneder siden havde forventet, men den er fortsat på et meget tilfredsstillende niveau. Jobskabelsen i den amerikanske økonomi har været større end forventet. Samlet set vurderes de økonomiske nøgletal at have været en anelse bedre end forventet, men der er en lang vej endnu. Jobskabelsen er, sammenlignet med de mange jobs der gik tabt under Finanskrisen, fortsat forholdsvis beskeden, og den økonomiske vækst nyder stadig godt af manglende besparelser i den amerikanske økonomi. Så der er fortsat betydelige udfordringer for den amerikanske økonomi.

Også i USA er inflationen på det seneste steget. Inflationstallene for februar 2011 viste - sammenlignet med året før - en stigning på 2,1%, medens en tilsvarende måling fra november 2010 kun viste en stigning på 1,1%. Det er dog, som i Europa, primært energi og fødevarerpriser som trækker inflationen op, idet kerneinflationen i februar 2011 sammenlignet med februar 2010 kun var på 1,1%. Den amerikanske centralbank vurderer ikke, at stigningen i inflationen nødvendiggør en rentestigning, idet centralbanken tillægger udviklingen i kerneinflationen, som fortsat er lav, stor vægt. Centralbanken vil have mere gang i den amerikanske økonomi, før den påbegynder en normalisering af renteniveauet.

Japan

Den økonomiske vækst i Japan forventes på grund af jordskælvet og den efterfølgende tsunami i 1. kvartal 2011 sammenlignet med det forgangne kvartal at have været negativ med 0,3%. Det er naturligvis usikkert, hvor hårdt den japanske økonomi på kort sigt bliver ramt af den forfærdelige katastrofe, men der er dog næppe nogen tvivl om, at den japanske økonomi også vil opleve en tilbagegang i 2. kvartal 2011 sammenlignet med 1. kvartal 2011.

Den seneste tids prisstigninger på fødevarer og energi har betydet, at den deflation (negativ inflation) i Japan nu er afløst af uændrede priser. Inflationen forventes således i Japan at være tæt på 0.

BRIK landene

Brasilien

Den økonomiske vækst i Brasilien i 4. kvartal 2010 ligger fortsat på et højt niveau med en vækstrate omkring de 5% sammenlignet med samme periode året før. Samlet set betyder dette, at den brasilianske økonomi i hele 2010 sammenlignet med hele 2009 forventes at være vokset med omkring 7,5%.

Frygten for en overophedning af den brasilianske økonomi er fortsat til stede, ikke mindst fordi inflationen i februar 2011 er steget til 6% sammenlignet med samme periode året før. Den brasilianske centralbank (BCB) har et mål om, at inflationen skal være omkring de 4,5% med et udsvingsbånd på 2% point. Det betyder, at inflationen aktuelt er meget tæt på toppen af inflationsbåndet.

Frygten for en overophedning af den brasilianske økonomi og den relativt høje inflation, har fået BCB til i 1. kvartal 2011 at hæve renten med 1% point, således at den ledende rente (Selic renten) nu er 11,75%. Det betyder, at Brasilien faktisk har en af de højeste realrenter (aktuelle renteniveau fratrukket det aktuelle inflationsniveau) svarende til en realrente på ca. 5,75%. Det giver mulighed for at sænke renten betydeligt, hvis der pludselig kommer en væsentlig opbremsning i den økonomiske vækst uden yderligere inflationsstigning.

Rusland

Den stigende oliepris har været en medvirkende årsag til, at der i løbet af 4. kvartal 2010 kom mere gang i den økonomiske vækst. Således forventes den økonomiske vækst at have været omkring 5% sammenlignet med 4. kvartal 2009. Væksten er fortsat ind i 1. kvartal 2011, hvor vækstraten forventes at være fastholdt omkring de 5% sammenlignet med 1. kvartal 2010.

Inflationen er imidlertid igen begyndt at blive et problem. Således viser en måling for februar 2011 et inflationsniveau på 9,5% sammenlignet med februar 2010. Den russiske centralbank har derfor hævet den ledende rentesats med 0,25% point til 8,0%. Rentestigningen er fulgt op af skærpede kapitalkrav til de russiske banker. Og der kan forventes yderligere rentestigninger samt skærpede kapitalkrav, hvis inflationen ikke viser tegn på stabilisering.

Indien

Den indiske økonomi fortsætter med at vokse mellem 8-9% p.a., hvilket også forventes at være tilfældet i 1. kvartal 2011 sammenlignet med 1. kvartal 2010. Økonomien er imidlertid godt understøttet af, at Indien har haft et budgetunderskud på omkring 5%, og der forventes i 2011 kun et moderat lavere underskud. Det høje underskud skal imidlertid nedbringes, hvilket vil lægge et pres på det nuværende høje væksthiveau.

Inflationen er fortsat et stort problem. Således forventes denne i marts 2011 sammenlignet med året før at have været på omkring 8,5%. Derfor har den indiske centralbank også reageret med yderligere én rentestigning i løbet af 1. kvartal 2011, således at den ledende rente nu er 6,75%, hvilket er 2,0% point højere, end da renten bundede for knap et år siden. Og der er udsigt til flere renteforhøjelser, hvis ikke inflationen holder sig i ro.

Kina

Den kinesiske vækstmaskine fortsætter med at køre i et meget højt gear. Således forventes den økonomiske vækst i Kina i 1. kvartal 2011 sammenlignet med 4. kvartal 2010 at have været omkring 9,5% p.a. Men der er ved at komme grus i maskineriet, idet inflationen for februar 2011 viste en stigning på 4,9%, hvilket er en del over centralbankens inflationsmål på 4,0%. Flere økonomer forventer, at inflationen i løbet af maj/juni 2011 kan komme helt op omkring de 6%.

Den kinesiske centralbank, People's Bank of China (PBoC), har reageret på den kraftige inflationsstigning ved 3 gange i løbet af 1. kvartal 2011 at hæve reservekravene til bankerne og ved at forhøje renten. Det er fortsat primært fødevareinflationen, som bekymrer, hvorfor kineserne har talt om at genindføre den priskontrol på fødevarer, som de havde i 2008, da fødevarerpriserne også steg voldsomt.

Samlet omkring den økonomiske udvikling i 1. kvartal 2011

Den økonomiske vækst er i løbet af 1. kvartal 2011 fortsat på et relativt højt niveau, men inflationen er ved at blive en udfordring. Derfor er renten i flere af BRIK landene blevet forhøjet, og der er indført andre vækstbremsende tiltag så som at hæve reservekravene til bankerne, så de ikke kan låne så meget ud. Inflationen er imidlertid også blevet et problem for den europæiske centralbank, som har varslet snarlige rentestigninger. Den første rentestigning er netop blevet en realitet, idet ECB har hævet renten med 0,25% point til nu 1,25%.

Forventninger

Økonomiske nøgletal						
	2010r		2011e		2012e	
Region	BNP Vækst	Inflation	BNP Vækst	Inflation	BNP Vækst	Inflation
USA	2,80%	1,60%	3,40%	2,00%	3,40%	1,30%
Euroland	1,70%	1,60%	2,00%	2,40%	1,80%	1,80%
Japan	4,30%	-1,00%	1,50%	0,20%	2,50%	0,50%
Danmark	2,10%	2,30%	2,10%	2,90%	1,60%	1,90%
Brasilien	7,50%	5,10%	5,70%	6,00%	4,50%	5,40%
Rusland	4,10%	6,80%	4,70%	9,10%	5,10%	8,70%
Indien	8,00%	11,80%	7,70%	8,00%	8,10%	6,50%
Kina	10,20%	3,30%	9,00%	4,50%	8,50%	3,00%

Kilde: Danske Bank og Dansk FI

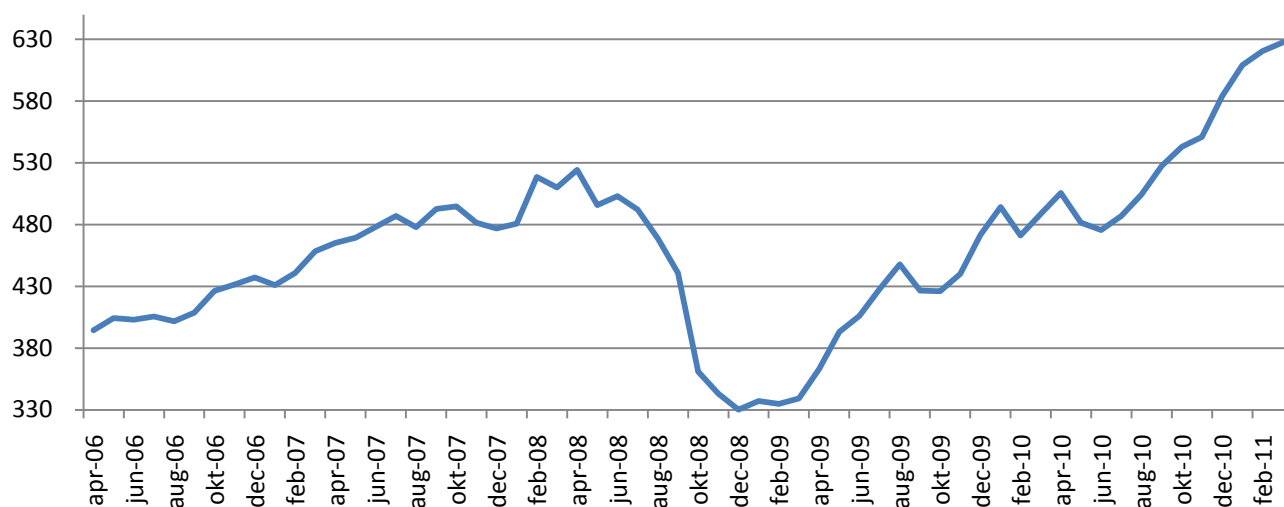
Økonomi

Der er al mulig grund til at være ekstra påpasselig med inflationen. Som det fremgår af grafen på næste side er det amerikanske råvareindeks, CRB Raw Materials i USD næsten fordoblet på bare 2 år.

Olieprisen, målt ved Crude Oil i USD, er siden starten af 2009 mere end tredoblet i værdi (se grafen på side 3), og fødevarerpriserne målt ved CRB Food Index i USD er i samme periode næsten fordoblet.

Alene i 1. kvartal 2011 er olieprisen og fødevarerpriserne steget med henholdsvis 18% og 15% målt i USD. Så der er god grund til at holde et vågent øje med inflationen. Inflationen påvirker imidlertid de enkelte landes økonomi forskelligt. Det vil vi belyse nærmere i det følgende.

CRB Raw Industrials i USD



Kilde: Danske Bank

CRB Food Index i USD



Kilde: Danske Bank

Inflation er ikke bare inflation

Der er stor forskel på, hvad der skaber inflation og hvordan den påvirker de enkelte lande økonomisk. I de udviklede lande bruges en relativ lille andel af den disponible indkomst på fødevarer, f.eks. skønnes danskerne at bruge ca. 10% af deres disponible indkomst på fødevarer. Anderledes forholder det sig i BRIK landene og andre udviklingsøkonomier, hvor befolkningen bruger en væsentlig større andel af den disponible indkomst på fødevarer. Således skønnes kineserne i gennemsnit at bruge mellem 30-40% af deres disponible indkomst på fødevarer, medens andelen er endnu højere i Indien, hvor hele 46% af byboernes og 69% af landbeboernes disponible indkomst skønnes at blive brugt på fødevarer. Derfor betyder det væsentligt mere for en inder eller kineser end for en dansker, hvis der sker kraftige prisstigninger på fødevarer. Dette afspejles også i de respektive landes inflationsindeks, der netop er

sammensat således, at det afspejler det enkelte lands forbrugsmønstre. Derfor er inflation ikke bare inflation, og inflationsniveauet vil således bevæge sig forskelligt fra land til land afhængigt af, hvad det er, som skaber inflationspresset.

Når der sker en kraftig stigning i fødevarerpriserne vil arbejderne i Indien og Kina, for bare at kunne fastholde deres nuværende levestandard sandsynligvis kræve en pæn lønstigning. Omvendt betyder fødevarerprisstigninger knapt så meget for de europæiske og amerikanske arbejdere, forudsat at prisstigningerne ikke spredt sig til andre vareområder. Derfor er der i Europa og USA stor fokus på kerneinflationen, dvs. inflationen rensset for prisstigninger på fødevarer og energi. Hvis ikke kerneinflationsniveauet stiger mærkbart i Europa og USA, er den seneste tids inflation således mindre bekymrende. Det er også det, den amerikanske og europæiske centralbank har meldt ud. De overvåger nøje udviklingen i kerneinflationen, og denne er heldigvis fortsat meget lav i såvel USA som Euroland i niveauet omkring 1,1% til 1,3%. Kan kerneinflationen holde sig pænt under de 2%, som er ECB's målsætning, kan vi sandsynligvis undgå en række af renteforhøjelser fra ECB.

Vi frygter som udgangspunkt ikke noget voldsomt inflationspres hverken i Euroland eller i USA, idet vi vurderer, at der ikke kan komme et voldsomt lønpres her. Dertil er arbejdsmarkedet fortsat for presset, og der er skabt en generel krisebevidsthed i såvel USA som Euroland med løntilbageholdenhed til følge. Det er vores vurdering, at den seneste tids kraftige prisstigninger på energi og fødevarer vil virke som en "ekstra skat" på forbrugerne i såvel Euroland som USA, idet der ikke er forventning om kompensation herfor. Prisstigningerne vil således virke vækstdæmpende, hvorfor der ikke vil være behov for kraftige rentestigninger for at dæmpe væksten. Renten i såvel USA som i Europa er historisk lav, hvorfor det er forventningen, at såvel ECB som Fed bevæger sig væk fra de ultra lave renter. ECB har startet denne proces, men vi vurderer, at det vil ske i et meget moderat tempo.

I BRIK landene er situationen en helt anden. Her er den økonomiske vækst generelt meget høj, og der er ikke nogen krisebevidsthed i befolkningen, tværtimod er det modsatte tilfældet. Derfor vil inflationen her sandsynligvis blive modsvaret af pæne lønstigninger, hvis ikke der skal skabes grobund for social uro, som vi bl.a. på det seneste har været vidne til i Mellemøsten. Der er ingen tvivl om, at de respektive regeringer vil gøre alt for at undgå en sådan social uro. Derfor forventer vi et betydeligt lønpres i BRIK landene og et fortsat højt inflationsniveau. Dette vil dog blive forsøgt modvirket ved fortsatte renteforhøjelser og andre væksthæmmende tiltag, så som højere kapitalkrav til de enkelte landes banker. Det betyder, at vi i BRIK landene, når de væksthæmmende tiltag i løbet af specielt 2. halvår 2011 begynder at få effekt, kan forvente en faldende økonomisk aktivitet.

Samlet vurderer vi, at de stigende energi- og fødevarerpriser vil virke som en ekstra skat på de udviklede landes økonomier med lavere økonomisk vækst til følge, medens vækstøkonomierne vil komme ned i gear, når effekten af rentestigninger, stigende kapitalkrav til bankerne og andre væksthæmmende tiltag i løbet af 2011 begynder at få den ønskede effekt på de respektive økonomier.

Er der grus i den kinesiske vækstmotor?

Der er på det seneste begyndt at komme flere artikler om, at der kan være problemer i horisonten for den kinesiske vækstmotor. Den 29. marts 2011 fremgik det af en artikel på business.dk, at der nu er 64 millioner tomme lejligheder i Kina og at der er hele nyopførte byer, som står hen som rene spørgelsesbyer. Baggrunden for dette er, ifølge artiklen, at den kinesiske vækstmotor delvist er blevet holdt oppe af et kraftigt indenlandsk byggeri og ikke kun af en boomende eksport. Men flere af disse nyopførte lejligheder er så dyre, at det kun er de færreste kinesere, som har råd til at flytte ind i dem. Derfor står de nu tomme hen. Aktiestrategen Albert Edwards fra Societe Generale har for nylig betegnet det kinesiske ejendomsmarked som en boble af episke proportioner, som snart vil briste.

Der er flere andre kritiske røster ude. Bl.a. har en kinesisk politiker, Yin Zhongqing, i et interview til Reuter udtalt, at den kinesiske gæld er væsentlig større end officielt oplyst. Kina er opdelt i tusindvis af distrikter, som pr. definition ikke må gældssætte sig direkte. For at modvirke effekten af Finanskrisen har disse distrikter, med central velsignelse, optaget gæld via nogle finansielle konstruktioner som ikke er med i de officielle opgørelser. Ifølge Yin Zhongqing skulle denne gæld nu være større end den samlede offentlige gæld, men gælden vil sandsynligvis aldrig blive betalt tilbage, men optræde som tab i banker og forøgede udgifter fra central side i de kommende år. Men det vil ifølge Yin først komme op til overfladen, når den økonomiske vækst igen aftager i Kina. Indtil da kan det skjules.

Det internationale kreditratingbureau Fitch har også været ude at advare om, at der kan være en potentiel bankkrise på vej i Kina. Dette er ud fra deres tidligere erfaringer med udviklingsøkonomier, hvor der er forøget risiko når et lands banker oplever en udlånvækst på over 15% p.a. over 2 år i kombination med at ejendomspriserne stiger med mere end 5% p.a. efter inflation. Dette er sket for Kina i årene 2008-2009 og sandsynligvis også i 2010. Fitch har på den baggrund sænket deres vurdering af den kinesiske økonomi fra tidligere stabil til nu negativ, hvilket kan indebære at den kinesiske kreditværdighed vil blive sænket af Fitch i den nærmeste fremtid.

De kinesiske myndigheder har heldigvis været opmærksomme på problemstillingen, hvorfor de gradvist har hævet kapitalkravene til landets banker. Erfaringen fra den danske banksektor viser dog, at der ofte kommer mange dårlige lån på bøgerne, når udlånene vokser kraftigt i en flerårig periode og der lånes kraftigt ud til enkelte sektorer (ejendomssektoren), der samtidig har oplevet en kraftig værdistigning.

Investor skal derfor være opmærksom på, at der efter flere år med meget høje vækstrater kan være skabt nogle ubalancer i den kinesiske økonomi. Investor skal som altid være ekstra kritisk, når noget ER gået godt og vurdere, hvorvidt det også KAN gå godt i fremtiden og ikke mindst, hvor stor risiko der er forbundet hermed.

At vi skal til at indstille os på en lavere kinesisk vækst i fremtiden kan sandsynligvis også læses af, at den kinesiske premierminister Wen Jiabao i februar 2011 fremlagde vækst målet for den kommende 5 års periode. Her var vækst målet en årlig vækst på 7% p.a., hvilket er noget under de 9-10%, som vi har været vidne til på det seneste.

Vesten kan således ikke bare læne tilbage i den tro, at den kinesiske vækst i de kommende år vil rede verdensøkonomien. Væksten er sandsynligvis på vej ned i Kina. De vestlige økonomier må derfor sørge for at få orden i eget hus, således at vi - til gavn for alle - kan bidrage til en sund fremgang i verdensøkonomien.

Verdensøkonomien kan vanskeligt absorbere nye chok

Vi har i de seneste Kvartalsrapporter haft stor fokus på gældsproblematikken i hele den vestlige verden. Denne problematik er fortsat meget aktuel og seneste har Portugal måttet bede EU og IMF (Den Internationale Valutafond) om hjælp til at få nedbragt sine låneomkostninger. Nu har såvel Grækenland som Ir-land og Portugal måttet bede om økonomisk hjælp til at få nedbragt deres låneomkostninger, men det har sin pris! For at få del i hjælpepakken skal de respektive lande på en streng slankekur, som gerne skulle bringe en bedre balance imellem udgifter og indtægter. Og som belønning for dette tilbyder IMF og EU via deres "fond" European Financial Stability Facility (EFSF), at landene kan få lov til at optage statslån til en rente, der er lavere end den, de selv kan funde sig til. Men det er ikke en foræringsrente! F.eks. betaler Irland lidt over 6% for et 7,5 årigt lån via EFSF. Det er fortsat en forholdsvis høj rente. Og det får ikke gældsproblemet til at forsvinde. Det køber dem bare tid og så må tiden vise, om landene er i stand til at få bragt deres økonomi på rette spor. Det er vi stærkt tvivlende

over for, og det vil ikke undre os, hvis nogle af de mest gældssatte lande, så som Grækenland, i løbet af de næste 1-2 år vil få omstruktureret deres gæld med tab for ejerne af de græske statsobligationer som konsekvens.

Den spanske regering har sat landet på en stram hestekur for at undgå, at de skal blive det næste land i rækken til at bede EU og IMF om hjælp, og det er nu meget afgørende om den spanske befolkning vil acceptere denne hestekur når de i forvejen har en arbejdsløshed på over 20%.

I USA er der netop blevet vedtaget et budget for 2011 for den amerikanske økonomi indeholdende en besparelse på 200 mia. kr., og præsident Obama har fremlagt hans 2023-plan, hvor han gradvist vil indføre offentlige besparelser på 4000 mia. USD over de næste 12 år samt forøge skatteindtægterne ved en højere beskatning af de rigeste amerikanere. Ifølge planen skal USA's budgetunderskud maksimalt være på 2,8% af landets BNP i år 2015. Dette er en kraftig reduktion fra det nuværende niveau omkring 10%.

Store dele af den vestlige og gældsplagede verden har således påbegyndt en slankekur, der bliver væsentligt hårdere før det bliver bedre! Vi er meget opmærksomme på, at der kan opstå en situation, hvor det ikke går helt så godt for verdensøkonomien eller at der kan indtræffe en uventet hændelse, som har potentiale til at afspore det økonomiske opsving og hvad kan de vestlige regeringer så gøre? Der er i den vestlige verden absolut ikke megen økonomisk frihed til at imødegå et chok, og netop det faktum gør, at vi er ekstra påpasselige. Jo mere sårbar, desto større skade kan en uforudset hændelse resultere i. Dette finder vi særdeles bekymrende.

Aktier

Med de seneste pæne råvareprisstigninger in mente samt udsigt til stigende lønpres i Emerging Markets, som mange virksomheder har outsourcet dele af deres produktion til, kan virksomhederne få vanskeligt ved at opretholde deres nuværende høje indtjeningsmarginale, fordi de - specielt i vesten - ikke kan vælte de omtalte prisstigninger over på forbrugerne. Herudover vil de stigende fødevarer- og energipriser virke som en ekstra skat på forbrugerne, hvilket vil reducere den disponible indkomst til øvrigt forbrug. Der er således basis for, at virksomhedsindtjeningen i løbet af 2011 kan skuffe investorerne, hvilket kan føre til kursfald på aktiemarkedet, og ikke de kursstigninger, som mange investorer forventer.

Vi er således skeptiske omkring aktiemarkedet, idet der kan være udsigt til, at selskabsindtjeningen kan skuffe. Samtidig er verdensøkonomien meget sårbar, idet de vestlige lande ikke har finansielt råderum til at kunne imødegå uforudsete chok. Derfor anbefaler vi at undervægte aktiebeholdningen, således at der er plads til at samle op på evt. kursfald.

Obligationer

Efter ECB's overraskende signal om renteforhøjelser hersker der en del usikkerhed på obligationsmarkedet. Står vi over for en byge af rentefohøjelser eller bliver det en behersket rentestigning? Det er i øjeblikket det store spørgsmål, og markedet har reageret meget nervøst med stigende renter i såvel den lange som den korte ende af rentekurven.

Vi tror ikke på, at vi står over for en stribe af renteforhøjelser, men ECB vil formodentlig i 2011 hæve renten 2-3 gange mere a 0,25% point, således at den kommer op i nærheden af de 2%, hvilket sandsynligvis vil ligge meget tæt på inflationsniveauet senere på året. ECB's målsætning er en inflation omkring de 2%, og selvom renten ventes at stige, er en rente på 2% fortsat en meget lav rente!

Meget afhænger naturligvis af inflationsudviklingen og ikke mindst af udviklingen i kerneinflationen. Kan kerneinflationen fastholdes på et niveau under 2,0% vil ECB sandsynligvis ikke have noget hastværk med at hæve renten. Derfor vil vi holde ekstra øje med udviklingen i kerneinflationen. Indtil investorerne får vished om der kommer en række af renteforhøjelser eller kun en mindre tilpasning af renteniveauet vil der herske usikkerhed på obligationsmarkedet. Det kan give større udsving, hvorfor vi fortsat anbefaler en neutral varighed på obligationsbeholdningen. Hvis kerneinflationen fortsat holder sig på et lavt niveau, og den økonomiske vækst begynder at aftage, anbefaler vi en forøgelse af varigheden på obligationsbeholdningen.

12. april 2011

Dansk Formue- & Investeringspleje A/S
Fondsmæglerselskab

Nærværende kvartalsrapport kan ikke erstatte den rådgivning, der gives i Dansk Formue- & Investeringspleje A/S, Fondsmæglerselskab. Rapporten er således ikke en opfordring til at købe eller sælge værdipapirer. Selskabet påtager sig heller ikke noget ansvar for rapportens rigtighed eller fuldkommenhed, selvom rapporten naturligvis er søgt sikret et korrekt og retvisende indhold. Selskabet påtager sig ikke noget ansvar for eventuelle tab, der følger af værdipapirhandler foretaget på baggrund af kvartalsrapporten. Citeres der fra kvartalsrapporten, skal dette ske med kildeangivelse og udarbejdesdato.