

KVARTALSRAPPORT FOR 2. KVARTAL 2008

Udvikling i 2. kvartal 2008					
Aktieindeks	Værdi	Værdi	Ændring i 2.kvt.	Afkast i 2.kvt.	Afkast i 2008
	31.03.08	30.06.08			
OMX CPH*	405,55	392,94	-12,61	-3,11%	-12,03%
OMX C20*	428,10	424,30	-3,80	-0,89%	-8,58%
MSCI World*	6.784,54	6.632,07	-152,47	-2,25%	-17,67%
MSCI USA*	5.922,56	5.783,80	-138,76	-2,34%	-17,98%
MSCI Europa*	9.093,25	8.586,74	-506,51	-5,57%	-20,16%
MSCI Japan*	13.087,01	13.426,19	339,18	2,59%	-12,73%
*opgjort i DKK ex. udbytte					
Renteudvikling i Danmark	Rente	Rente	Ændring i 2.kvt.	Afkast i 2.kvt.	Afkast i 2008
	31.03.08	30.06.08			
Refi-renten	4,25	4,35	0,10	1,08%	2,15%
Cibor 1 år rente	4,94	5,74	0,80	1,34%	2,67%
4% STAT 2010	3,78	5,00	1,22	-1,26%	0,95%
4% STAT 2015	4,05	4,79	0,74	-3,46%	-1,17%
7% STAT 2024	4,47	5,02	0,55	-4,28%	-1,65%
4% NYK 2038	5,14	5,71	0,57	-4,32%	-1,56%
EFFAS 1-5**				-1,51%	0,47%
**: Udtrykker markedsafkastet for danske statsobligationer med en løbetid på 1 - 5 år					
Valutakurser	Værdi	Værdi	Ændring i 2.kvt.	Afkast i 2.kvt.	Afkast i 2008
	31.03.08	30.06.08			
USD/DKK	4,72	4,73	0,01	0,21%	-6,71%
EUR/DKK	7,46	7,46	0,00	0,00%	0,00%
JPY/DKK	0,0474	0,0448	-0,0026	-5,49%	-0,22%

UDVIKLINGEN PÅ DE FINANSIELLE MARKEDER I 2. KVARTAL 2008

Aktiemarkedet

Stemningen på aktiemarkedet i 2. kvartal 2008 har været særdeles negativ. De fleste indeks jf. skemaet oven for viser fald, dog med undtagelse af det japanske marked, der er steget med 2,59%. Aktierne startede kvartalet med at stige, men fortsat stigende olie og fødevarerpriser medførte, at inflationstruslen holdt sit indtog på de finansielle markeder. Kombinationen af stigende inflation, aftagende økonomisk vækst og finansiell krise trak aktierne i rødt igen. Således har MSCI Europa, med et fald på over 20%, oplevet sit værste halvår siden 1987. I USA har aktiefaldet i juni måned 2008 været det værste siden juni 1930.

Sammenlignet med topniveauerne i 2007, har aktiefaldene været ganske betragtelige. Det danske OMX C20 toppede i oktober 2007 i indeks 518 og med en værdi på 424 ultimo juni 2008, er indekset således faldet ca. 18% fra toppen. I USA er aktierne (Dow Jones Industrial) faldet med ca. 20% fra toppen, medens de 50 største europæiske aktier (Euro Stoxx 50) er faldet med ca. 26% fra topniveauet sidste år. Det er betragtelige fald, men det er faktisk gået endnu værre på andre markeder. Således er det

Kinesiske aktieindeks (Shanghai indekset) faldet med over 50% siden toppen, medens det indiske indeks, Bombay 30 indekset (30 største indiske selskaber), er faldet med næsten 40% siden topniveauet og frem til 30. juni 2008.

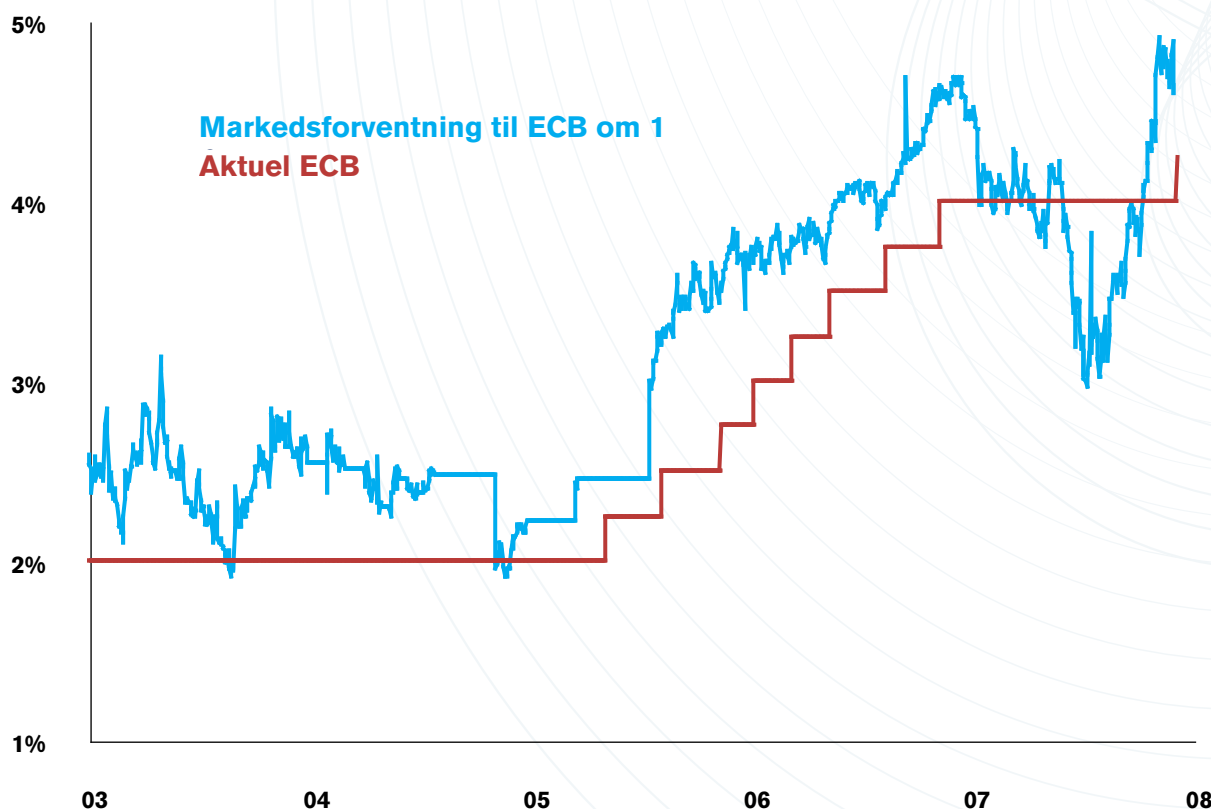
Aktiefaldene er således globale, og faldene har været ganske betragtelige siden de respektive aktiemarkeder nåede deres topniveauer. Ord som aktiekrise/krak er ganske dækkende for perioden, vi befinder os i. Det afgørende er imidlertid, hvorvidt det vurderes, om aktiefaldene er berettigede eller ej. Det vil vi nærmere vurdere i denne Kvartalsrapport, hvor vi specielt vil fokusere på inflationen, som for mange investorer er opstået som en fugl Phønix i det forgangne kvartal.

Obligationsmarkedet

Når ordet inflation nævnes på obligationsmarkedet, går der nærmest et gys gennem investorerne. Inflation er med til at udhule værdien (fremtidige reale købekraft) af de rentebetalinger, som en investor får på sine obligationsinvesteringer. Derfor vil en stigende inflation medføre, at investorer vil kræve en højere rente/afkast for at købe en given obligation. Højere renter betyder lavere obligationskurser, når der bortses fra de få obligationstyper, der er inflations-sikrede (indeksobligationer).

Inflationen er i løbet af kvartalet steget til 4,0% i Euroland, og ligger således langt over ECB's målsætning om en maksimal inflation på 2,0%. Inflationspresset er et internationalt fænomen, idet den nuværende stigning i inflationen i overvejende grad kan henføres til stigende olie- og fødevarerpriser. ECB har i løbet af 2. kvartal signaleret, at de med en fortsat stigende inflation, vil reagere (hæve renten). Det har medført, at obligationsrenterne er steget betydeligt i løbet af 2. kvartal 2008. Som det ses af skemaet på side 1, er renten på 4% STAT 2010 steget med hele 1,22% point og renten på 4% STAT 2015 med 0,74% point. De kraftige stigninger i obligationsrenten har medført, at der i 2. kvartal har været negative afkast på de fleste obligationer. Således er der realiseret et negativt afkast på 1,26% på den korte statsobligation 4% STAT 2010 og et negativt afkast på 4,28% på den lange statsobligation 7% STAT 2028.

At reaktionen på obligationsmarkedet har været så voldsom skyldes det faktum, at mange investorer nærmest havde aflivet inflationen, idet inflationspresset i de senere år har været uhyre beskedent. Som det fremgår af grafen på side 3, der viser, hvad ECB's ledende rente aktuelt har været, samt hvad investorerne forventede, at ECB's ledende rente ville være om 1 år, fås en fornemmelse af, hvordan obligationsinvestorerne er blevet overrasket. Grafen starter i august 2003 og slutter i juli 2008. Grafen viser, at obligationsinvestorerne i starten af 2008 forventede, at den europæiske centralbank i løbet af det kommende år ville sænke renten fra det daværende aktuelle niveau på 4,0% til 3,0%. Men i løbet af 2008 er forventningen i stedet blevet ændret til, at den europæiske centralbank i løbet af det kommende år vil hæve renten med 0,75% point til 4,75%. Renteforventningen er således i det seneste halvår gået fra et rentefald på 1% point til en rentestigning på 0,75%. Det er en markant skift i investorernes forventninger til renten, og det illustrerer meget godt det hysteri, som har præget obligationsmarkedet i 1. halvår 2008. Investorerne er efter vores vurdering gået fra at være inflationsfornægttere til at blive inflationshysteriske. Begge dele er efter vores vurdering lige fejlagtige. Begrebet "den gyldne mellemvej" er åbenbart ukendt på de finansielle markeder. Alt er enten sort eller hvidt. Derfor også de markante udsving. En vurdering af det fremtidige inflationspres er således også nøgleordet, når renteutviklingen på obligationsmarkedet vurderes.



Forklaring til figuren: Den røde linje er det aktuelle renteniveau fra ECB, mens den blå linje er investorenes forventninger til ECB's renteniveau på samme tid 1 år efter. Y-aksen angiver renteniveauet i %, mens X-aksen starter i august 2003 og slutter i juli 2008.

Valutamarkedet

Mens uroen fortsatte på aktiemarkedet og for alvor ramte obligationsmarkedet i løbet af 2. kvartal 2008, har der været mere roligt på valutamarkedet. Den amerikanske dollar er stort set uforandret over for euroen. Den japanske yen er derimod svækket med ca. 5,5% over for både euro og dollar i løbet af 2. kvartal, og svækkelsen af yennen svarer stort set til den stigning, der skete i 1. kvartal 2008. Den kraftige nedlukning af spekulative investeringer, vi oplevede i 1. kvartal af 2008, synes dermed at være aftaget kraftigt i løbet af 2. kvartal 2008.

DEN ØKONOMISKE UDVIKLING I 2. KVARTAL 2008

Europa

Den økonomiske vækst i Europa har indtil videre holdt sig fornuftig med en årlig vækstrate på 2,1% i 1. kvartal 2008 i Euroland og en forventet årlig vækst på 2,0% i 2. kvartal. Nedturen i den amerikanske økonomi og den finansielle uro har således indtil videre kun haft en begrænset virkning på den økonomiske vækst i Europa. Men modvinden vil uden tvivl ramme Europa i de kommende kvartaler.

Inflationen har over alt været problembar. Inflationen i Euroland forventes i gennemsnit at have ligget på 3,4% i 1. kvartal 2008 og 3,6% i 2. kvartal. Den seneste måling for juni viste en stigning på hele 4,0%. Inflationen i Euroland ligger således milevidt over ECB's målsætning om maksimalt at måtte stige med 2,0%. Kerneinflationen (inflationen renset for fødevarer- og energiprisstigninger) viser heldigvis i såvel 1. som 2. kvartal kun en stigning på omkring de 2,4 – 2,5%. Hovedparten af inflationsstigningen kan således henføres til en stigning i energi- og fødevarerpriser. Derfor skal inflationsfrygten ikke overdramatiseres.

USA

Væksten i den amerikanske økonomi er begyndt at aftage, men ikke så meget som frygtet. Den årlige vækstrate forventes at have ligget på omkring 2,5% i 1. kvartal 2008 og 1,6% i 2. kvartal. Det er faktisk bedre end forventet, idet mange frygtede, at USA ville få en længerevarende recession (mindst 2 kvartaler i træk med negativ vækst). Det er imidlertid eksporten og ikke den indenlandske efterspørgsel, som holder den amerikanske økonomi i gang. Eksporten er steget mere end forventet.

Inflationen er også et problem i USA, idet inflationen forventes at have ligget på 4,1% i 1. kvartal 2008 og 4,2% i 2. kvartal. Men som i Europa holder kerneinflationen sig heldigvis i ro. Kerneinflationen forventes at have ligget på omkring 2,4% i 1. kvartal 2008 og 2,2% i 2. kvartal.

Japan

Væksten i den japanske økonomi har været tilfredsstillende i 1. halvår af 2008. Den årlige vækstrate forventes at have ligget på omkring 1,3% i 1. kvartal og 1,9% i 2. kvartal. Den japanske økonomi er i lighed med den europæiske hidtil ikke i nævneværdig grad blevet påvirket af udviklingen i den amerikanske økonomi og den finansielle uro, men påvirkningerne her fra forventes at ramme økonomien i de kommende kvartaler.

Også Japan oplever nu inflation. Inflationen er steget til 1,0% i 1. kvartal 2008 og forventet 1,3% i 2. kvartal. Kerneinflation forventes imidlertid at have ligget på omkring 0,0% i såvel 1. som 2. kvartal.

Samlet omkring den økonomiske udvikling i 2. kvartal 2008

Den amerikanske økonomi oplever i øjeblikket en opbremsning, men takket være eksporten, ser det ud til, at man kan undgå den recession, som mange økonomer havde frygtet. Opbremsningen virker således mere mild end frygtet. I såvel Europa som Japan har økonomierne også udviklet sig mere positivt end forventet, men påvirkningerne forventes at ramme disse regioner i 2. halvår af 2008.

Inflationen har til gengæld været et problem verden over. Prisstigninger på specielt energi (olie) og fødevarer har trukket inflationen op i nogle niveauer, som ikke er set i de sidste mange år. Det er en af de største udfordringer for økonomierne, men inflationsfrygten skal ikke overdramatiseres, idet kerneinflationen har holdt sig rimelig stabil. Med normale olie- og fødevarerestigninger, vil inflationen sandsynligvis igen falde tilbage til nogle mere holdbare niveauer.

FORVENTNINGER

Økonomiske nøgletal						
	2007r		2008e		2009e	
Region	BNP Vækst	Inflation	BNP Vækst	Inflation	BNP Vækst	Inflation
USA	2,20%	2,90%	1,50%	4,40%	1,50%	2,60%
Euroland	2,60%	2,10%	1,40%	3,50%	1,20%	3,10%
Japan	2,10%	0,10%	1,40%	1,70%	1,70%	0,80%
Danmark	1,90%	1,70%	1,40%	3,10%	1,30%	2,40%
kilde: Danske Bank						

BRIK landene

BRIK landene, Brasilien, Rusland, Indien og Kina, 4 af de store befolkningstunge lande i verden, har en pæn fremgang i deres økonomier. Ca. 42% af verdens befolkning bor i BRIK landene og deres andel af den samlede verdenshandel udgør i øjeblikket ca. 10%, men landene forventes i fremtiden at spille en stigende rolle for verdensøkonomien. Goldman Sachs forventer at alle 4 lande i år 2050 vil være blandt de 6 største økonomier i verden, hvor specielt Kina spås at få en meget fremtrædende rolle. Deloitte & Touche forventer, at Kina i løbet af de næste 20 år vil blive verdens største økonomi. Vi vil i denne Kvartalsrapport vurdere landene i de efterfølgende afsnit, og fra og med næste Kvartalsrapport vil vi vurdere landene i hele Kvartalsrapporten.

At landene allerede nu er ved at blive en økonomisk magtfaktor illustreres af, at Den Internationale Valutafond (IMF) skønner, at BRIK landene tegnede sig for halvdelen af væksten i verdensøkonomien i 2007. Ifølge en ny rapport fra Verdensbanken forventes der følgende vækstrater for landene i 2008:

- Brasilien 4,6%
- Rusland 7,1%
- Indien 7,0%
- Kina 9,4%

Det er ganske pæne vækstrater set i lyset af, at der forventes at være sket et fald i den forventede vækst på mellem 1 og 2 % point i forhold til den realiserede vækst i 2007, idet landene dels er påvirket af afmatningen i den amerikanske økonomi, dels har været nødsaget til enten både at hæve renten og/eller stille større sikkerhedskrav til udlånsinstitutterne for at dæmme op for den inflationsstigning, der på grund af stigninger i energi- og fødevarerpriser også har ramt disse lande.

Økonomi

I USA indikerer den fremadrettede økonomiske indikator ISM (de amerikanske indkøbschefers syn på deres virksomheds tilstand), at virksomhederne står over for en større opbremsning i den indenlandske efterspørgsel, medens eksporten udvikler sig positivt. Det forventes, at den amerikanske økonomi må indstille sig på en periode med en beskeden økonomisk vækst. De stigende olie- og fødevarerpriser samt faldende boligpriser har skabt større usikkerhed hos den amerikanske forbruger. Forbrugertilliden ligger på samme niveau som under oliekrisen i 70'erne. Heldigvis har det ikke resulteret i en tilsvarende markant opbremsning i forbruget. Fortsætter energi- og fødevarerpriserne ikke deres himmelflugt, vil opbremsningen i forbruget sandsynligvis fortsat blive af mere moderat karakter.

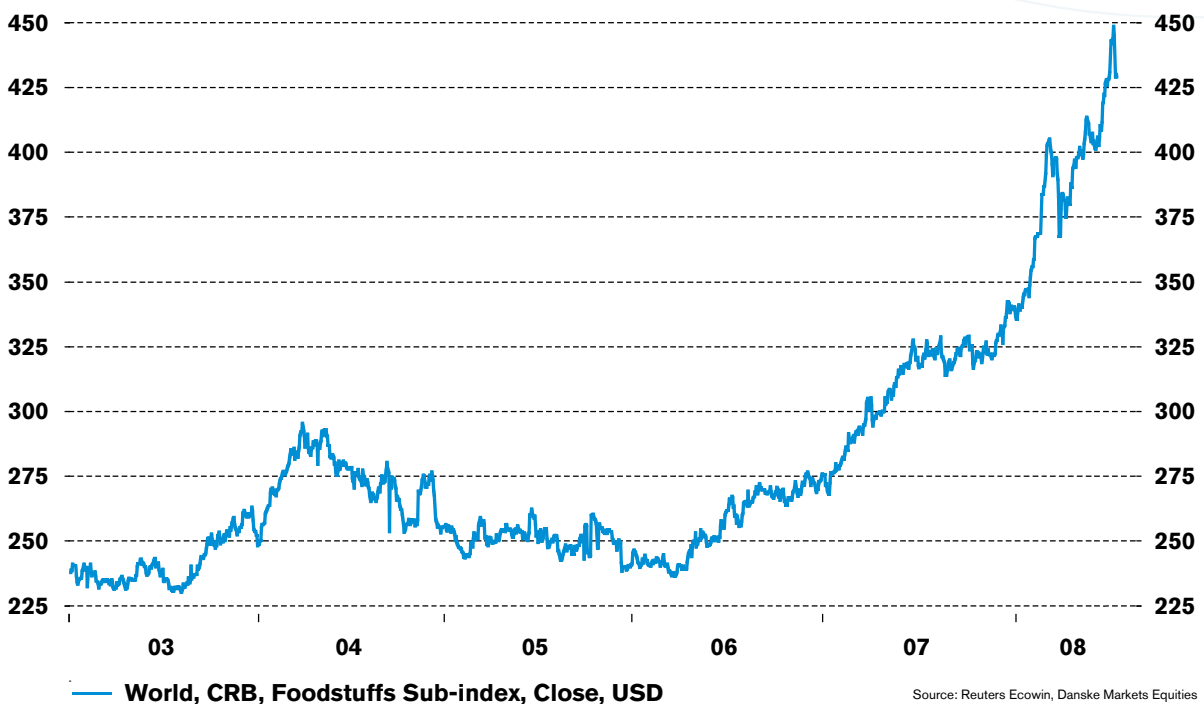
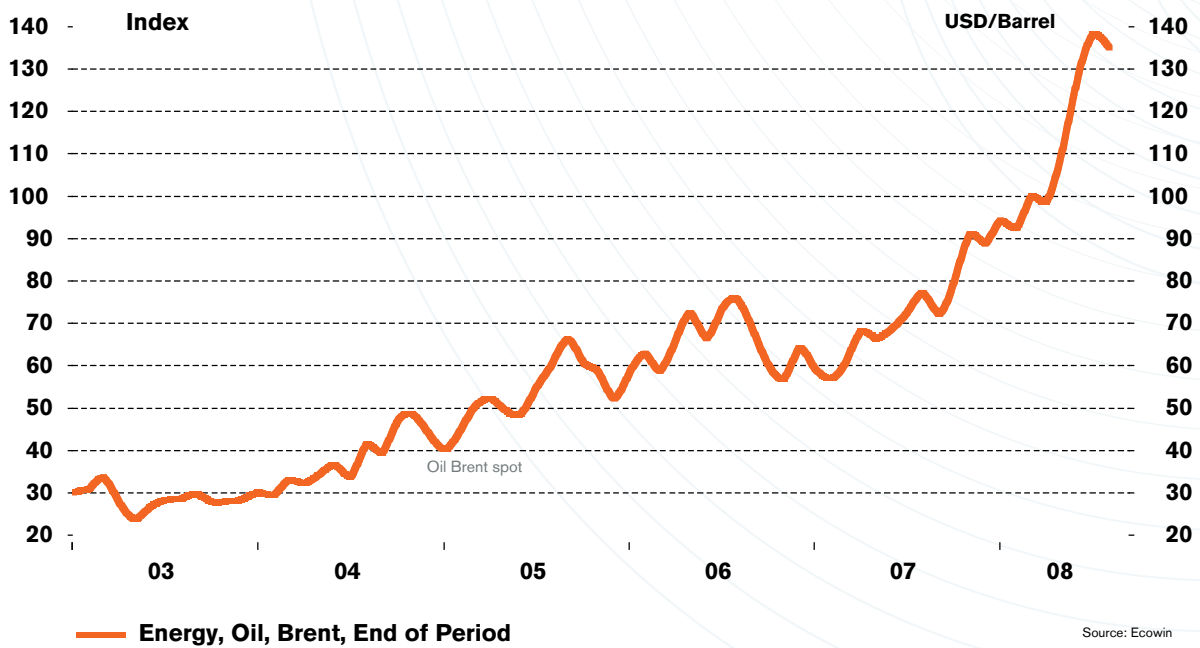
De fremadrettede indikatorer fra Europa (indkøbschefernes vurdering og det tyske IFO) samt TANKAN undersøgelsen i Japan, viser, at vi kommer til at se en opbremsning i den økonomiske vækst i det kommende halvår. Virksomhederne melder, at de stigende energi-, råvare- og fødevarerpriser begynder at påvirke efterspørgslen negativt. Stigningen i energi- og fødevarerpriser medfører, at forbrugerne skal bruge en større del af deres indkomst til fødevarer, transport og opvarmning af bolig. Den økonomiske vækst er således på vej ned i såvel Europa som i Japan og BRIK landene. Heldigvis er der tale om en opbremsning og ikke et dramatisk fald. Den kinesiske regering har udtalt, at den ikke forventer, at den nuværende krise vil ramme så "hårdt", at væksten kommer "helt ned" til bundniveauet fra 1990-1999, hvor væksten på et tidspunkt faldt til 7,9%.

Samlet set vurderer Verdensbanken, at den globale vækst i verdensøkonomien vil falde fra 3,7% i 2007 til 2,7% i 2008, hvilket underbygger vores forventning om en opbremsning og ikke et dramatisk fald i væksten.

De stigende energi- og fødevarerpriser spiller på mange områder en afgørende rolle for, hvorledes verdensøkonomien kan forventes at udvikle sig i den kommende tid. Ikke nok med at prisstigningerne får væksten til at falde, men det har også fået mange centralbanker verden over, inklusive ECB, til at hæve renten. En højere rente medfører højere låneomkostninger for såvel virksomheder som forbrugere og dermed mindre forbrug og økonomisk vækst. Stigende energi- og fødevarerpriser er efter vores vurdering den største risiko for den økonomiske vækst i verdensøkonomien. Vi vil derfor vurdere dette nærmere i det følgende.

Prisudviklingen på olie- og fødevarer

Som det ses af graferne nedenfor og på næste side er olieprisen, målt ved Brent prisen i USD, 5-doblet i de seneste 5 år, mens fødevarerpriserne målt ved CRB Foodstuffs indekset i USD i de seneste 2 år næsten er fordoblet. Det er markante prisstigninger og de pæne økonomiske vækstrater i bl.a. BRIK-landene er en del af forklaringen herpå, idet disse lande dels skal bruge flere råvarer til væksten samt flere og bedre fødevarer som følge af den stigende velstand. En del af prisstigningerne er således givetvis relateret til fremgangen i verdensøkonomien. Men vi tvivler på, at det er hovedårsagen.



Hvad driver efter vores vurdering den nuværende prisudvikling på olie- og fødevarer?

Vi argumenterede i Kvartalsrapporten for 1. kvartal 2008 for, at en stor del af prisstigningen på olie- og fødevarer skyldtes spekulation. Det er forsat vores vurdering.

Det er for os uforståeligt, at olie- og fødevarer fortsætter med at stige, når udsigterne for den økonomiske vækst falder. De burde gå hånd i hånd og hvorfor de ikke gør det, er der flere andre, som er begyndt at undre sig over. De olieproducerende lande (OPEC) har været ude at sige, at der er olie nok, og at de er uforstående over for olieprisens kraftige stigning. De giver hedgefonde (spekulanter) den væsentligste skyld. På det seneste G8 møde i Japan er problemstillingen blevet indgående diskuteret.

Denne fokusering på problemet har betydet, at der gradvist dukker meget interessante data/analyser frem, som bl.a. har været beskrevet i Dagbladet Børsen.

Det vurderes, at spekulanter tegner sig for 70% af den daglige handel i New York med futures på olie (aftale om levering af olie på et fremtidig tidspunkt til en aftalt pris). 70% af handlen med olie i New York er således af spekulativ karakter, og har intet at gøre med, at producenter/forbrugere af olie blot vil sikre sig, at de kender deres fremtidige pris. Det er en markant andel og viser med tydelighed, at der er store spekulative interesser i olieprisen.

Det er ikke kun handlen med olie-futures, som er eksploderet i omfang i de senere år. Det gælder for stort set alle råvarer og fødevarer. Eksempelvis udgjorde handlen med futures på hvede i USA i 2002 ca. 10 gange den faktiske produktion. I 2007 var handlen med futures steget, så den udgjorde 30 gange den faktiske produktion. Handlen med futures er således steget med hele 300% på bare 5 år, uden at det kan henføres til en højere/lavere produktion af en given vare. Det viser med al tydelighed, at omfanget af spekulative interesser i fødevaremarkedet er steget betydeligt i de seneste 5 år.

At den stigende spekulation i energi- og fødevarerpriser er noget der skal tages alvorligt understreges af, at G8 på deres seneste møde i Japan udnævnte dette til den største trussel mod den globale økonomiske vækst. Og en af verdens mest kendte spekulanter, George Soros (manden som knækkede det britiske pund i 1992) har efterlyst øget kontrol med finanssektoren, idet den stigende handel med futures kan skabe farlige bobler. Warren Buffet har kaldt den generelle handel med futures for "financial weapons of mass destructions".

For liberalister er det nærliggende at have den holdning, at skabes der en bobbel i priserne, kan forbrugerne bare lade være med at købe den pågældende vare og i stedet købe en vare magen til. Og så er det bare synd for den investør, som brænder inde med den dyre vare, når boblen springer. Men der er altså nogle problemstillinger her, som gør, at det ikke er helt så ligetil. For det første er det vanskeligt at finde andre varer end fødevarer at spise, og for det andet er det også vanskeligt på kort sigt at erstatte olie til opvarmning og benzin. Derfor er forbrugerne relativt afhængige af en høj grad af forsyningssikkerhed indenfor disse områder, og den normale priselasticitet er sat delvis ud af kraft her. Hedgefonde lever af at finde områder, hvor de mener, der er ubalancer (købe varer, de finder er for billige eller sælge varer, de finder er for dyre i forhold til den sande efterspørgsel/værdi), således at de kan tjene penge, når der igen kommer balance. Men på olie- og fødevarerområdet er der formodning om, at de ikke udnytter ubalancer, men at de i stedet udnytter det faktum, at selvom de driver priserne markant i vejret, skal vi stadig bruge fødevarer, opvarme huse og køre bil. De udnytter, at prisdannelsen ikke er underkastet normale udbud/efterspørgsels forhold, som f.eks. hvis valget stod mellem at købe et par sko af forskellige mærker. For det tredje er de spekulative investeringer begyndt at udgøre så betydelige summer, at det kan påvirke den generelle økonomi, når bobler springer og Fonde går konkurs. Regningen kommer ikke kun blåøjede investorer til at betale, men hele samfundet.

Det er nok ovenstående bekymringer som gør, at liberalister som Warren Buffet og Georges Soros, IMF, den amerikanske Kongres, fremtrædende europæiske politikere som den tyske forbundskansler og franske præsident, alle er blevet ekstra opmærksomme på problemstillingen. Det er vores vurdering, at der meget vel kan komme en eller anden politisk regulering af spekulanters mulighed for at påvirke energi- og fødevarerpriser, idet der netop på disse

områder er gode argumenter for, at der bør skabes en bedre balance mellem politik og økonomi. Hvis eller rettere når dette sker, kan det, hvis markedet inden da ikke har reguleret sig selv, udløse faldende olie- og fødevarerpriser.

At der i øjeblikket investeres i olie, råvarer og fødevarer på usædvanlig vis illustreres af udtalelser af flere analytikere og investorer. De fortæller, at så længe obligationsmarkedet er presset af inflation og aktiemarkedet lider under aftagende vækst samtidig med at den amerikanske dollar er svag, vil de fortsætte med at øge deres investeringer i olie-, råvarer og fødevarer. Det vil resultere i stigende priser på disse varer og dermed stigende inflation, højere rente og endnu lavere økonomisk vækst. Hermed har vi en negativ spiral uden ende. Og vurderes der videre på denne sammenhæng, så gør Centralbankerne det faktisk værre for inflationsbekæmpelsen, når de hæver renten, idet de dermed forringer vækstbetingelserne for verdensøkonomien og dermed får energi- råvare og fødevarerpriserne til at stige. Centralbankerne burde derimod sænke renten for at bekæmpe inflationen, forudsat de "nye sammenhænge" vurderes at være varige.

Vi mener ikke, at førnævnte nye sammenhænge på de finansielle markeder bliver varige, men er et udtryk for en stigende spillementalitet bag mange investeringer. Den bobbel vil også briste, som den gjorde det med Sub Prime lånene og andre lån med kreditrisiko, hvor investorerne pludselig troede, at der var kommet nye sammenhænge og at kreditrisikoen forsvandt ved at give lånene en ny indpakning. Risikoen forsvandt som bekendt ikke og det samme vil vise sig at blive gældende med de nuværende energi- og fødevarerpriser. Når spekulanterne enten naturligt eller måske på grund af en ændret lovgivning skal nedbringe deres spekulative investeringer i energi- og fødevarermarkedet, så vil vi se priserne falde igen.

Det er således vores vurdering, at det nuværende inflationspres vil aftage, og dermed skabe grobund for, at centralbankerne verden over ikke skal foretage en byge af rentestigninger, der vil påvirke verdensøkonomien negativt.

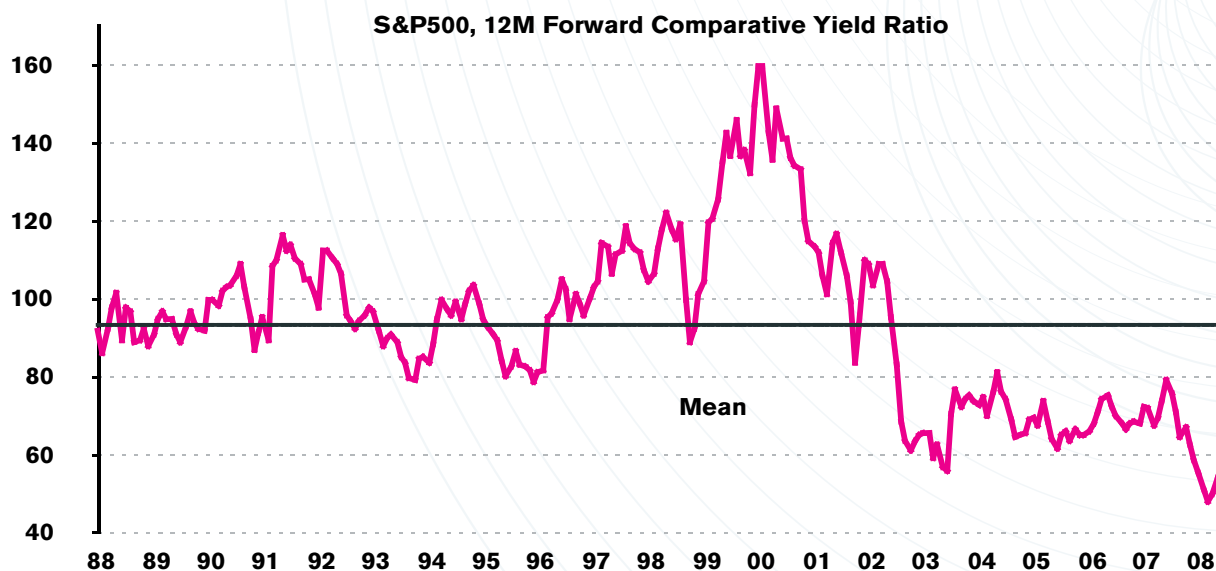
Aktier

Efter de kraftige kursfald, der har været på aktiemarkedene verden over i de seneste 9 måneder og negative spådomme omkring den økonomiske udvikling kan investorer blive grebet af resignation og konkludere, at det hele er noget skidt og dermed sælge ud af sine aktier. Men så er det, at investor skal bruge sin sunde fornuft og huske på, hvad en aktie egentlig er, nemlig en ejerandel i en virksomhed, og dermed en ejerandel i virksomhedens indtjening i hele virksomhedens levetid. Det vanskelige er naturligvis at kunne vurdere, hvor lang tid virksomheden vil eksistere og hvad den vil indtjene. Det er der ingen, som kan forudsige med sikkerhed, men investor kan bruge sin fornuft og tænke rationelt, når der sker store kursbevægelser. Når der er krisetegn, kan man spørge sig selv om man tror, at den nuværende krise vil forringe virksomhedens fremtidige indtjening i en sådan grad, at det berettiger at aktiekursen f.eks. skal falde med 30%. Hvorvidt vi vurderer på denne måde, finder de nuværende kursfald på aktierne berettiget, vil vi belyse nedenfor.

I Berlingske Tidende d. 22. april 2008 kunne vi læse, at pengeskasserne hos de danske virksomheder er fyldte, og virksomhederne stort set aldrig har været så velpolstrede. Det betyder, at virksomhederne som udgangspunkt er godt rustede til finansielt at stå imod en evt. økonomisk nedtur, og faktisk meddelte virksomhederne, at de ville benytte en nedgang i økonomien/aktiekurserne til at opkøbe konkurrenter. Det er helt nye toner, idet vi normalt oplever en økonomisk nedtur, når virksomhederne har overinvesteret. Det ser således anderledes ud på nuværende tidspunkt. Skal virksomhederne virkelig komme til at lide, skal den økonomiske krise forværres betydeligt.

Betragtes den generelle prisfastsættelse af aktier i forhold til det nuværende renteniveau ud fra Fed-modellen jf. nedenfor, virker aktierne meget billige. Vi har i flere Kvartalsrapporter både argumenteret for, at renteniveauet var for lavt og indtjeningsforventningerne for høje hos analytikerne. Nu har vi fået en pæn rentestigning, og analytikerne er nu også endelig begyndt at nedjustere deres indtjeningsforventninger til virksomhederne. Hvis vores forventning om at inflationen kommer under kontrol holder, skal renten ikke højere op, nærmere tværtimod. Derfor er sammenligningsrenten i nedenstående figur retvisende. Derimod er analytikernes indtjeningsforventninger fortsat for høje, så de

kommer givetvis længere ned. Men selv med en forventning om et indtjeningsfald hos virksomhederne i størrelsesordenen 10-15%, vil aktierne fortsat være billige.



En af verdens største investeringsbanker, Merrill Lynch, foretager hver måned en måling af, hvorledes investorerne vurderer de finansielle markeder. I bankens rapport den 18. juni 2008 kan nogle spændende konklusioner læses:

- 91% af investorerne forventer, at virksomhedernes indtjeningsforventninger er for høje
- 34% af investorerne har overvægtet deres kontantbeholdninger mod kun 21% i maj måned
- Kun 6% af investorerne tror, at europæiske aktier er undervurderede mod 29% i marts måned.

I takt med at aktierne er faldet, har investorerne således forhøjet deres kontantbeholdninger og er blevet mere skeptiske på aktier. Det virker som om, at investorerne vurderer aktier på den helt korte bane, jo mere de falder, desto mindre attraktiv er de at købe. Vi forstår ikke denne holdning, idet vi som forbruger normalt er glade, når forretningerne holder udsalg og der kan købes 2 varer for 1 vares pris.

Det er vores vurdering af den nuværende prisfastsættelse på aktiemarkedet, at der er indeholdt meget negative forventninger til virksomhedernes indtjening i de kommende år. Investorerne har i de seneste måneder forøget deres kontantbeholdninger og er blevet mere skeptiske på udsigterne på aktiemarkedet. Efter vores vurdering, skal der således meget negative selskabsmeddelelser til før virksomhederne overrasker investorerne negativt. Og der er gode chancer for, at det ikke går helt så galt, som investorerne frygter. Der er efter vores vurdering gode "tilbud" på aktiemarkedet i øjeblikket, idet investorerne fokuserer for meget på den kortsigtede økonomiske udvikling og glemmer, at en aktie er en andel i en virksomheds indtjening i hele virksomhedens levetid.

Vi anbefaler derfor, at den seneste tids kraftige kursfald udnyttes til at øge aktieandelen. Vi anbefaler desuden, at en del af opsparingen investeres i de fjernøstlige aktiemarkeder, idet væksten der i de kommende år forventes at blive ekstraordinær høj og flere af aktiemarkederne er faldet med mellem 30-50% fra topniveauet. BRIK landene vil sandsynligvis fortsætte med at have en høj vækst, men vi er noget skeptiske omkring forventningerne til Rusland og Brasilien, idet de 2 lande har nydt godt af de kraftige prisstigninger på olie- og råvarer. Hvis olieprisen og prisen på andre råvarer pludselig dykker kraftigt, vil vækstudsigterne blive mindre positive for disse lande.

Obligationer

Med forventning om et aftagende inflationspres anbefaler vi, at investorerne øger deres varighed (løbetid) på deres obligationsbeholdninger. Desuden anbefaler vi, at pensions- og selskabsbeskattede investorer placerer en andel af deres obligationsbeholdning i høj rente obligationer såsom 6% og 7% realkreditobligationer, og herudover placerer en andel af obligationsbeholdningen i virksomhedsobligationer via en investeringsforening.

Hvilke handelsomkostninger betaler jeg som kunde, når Dansk FI foretager en værdipapirhandel?

Vi er blevet opfordret til at genopfriske vores handelsbetingelser, når vi foretager en værdipapirhandel for vores kunder, så det gør vi selvfølgelig gerne.

Når Dansk FI foretager en værdipapirhandel foregår den altid på vegne af den enkelte kunde, og vi har kun et incitament, nemlig at skaffe den bedste pris (inklusive handelsomkostninger). Dansk FI fungerer som mægler i værdipapirhandlen, og vi tjener intet på at udføre værdipapirhandlen, hverken kurtage eller kursskæring. Vi har ingen handelsbeholdning af aktier/obligationer, som der handles op imod, og der betales ingen særskilt kurtage til Dansk FI. Vores kunder betaler kun den kurtage, som den bank/børsmægler tager for at udføre værdipapirhandlen for os. Vi har pt. forhandlet os frem til, at der ikke betales kurtage for obligationsinvesteringer, og at der maksimalt betales 0,15% for handel med danske aktier og investeringsbeviser. Og vi arbejder i stigende omfang på at kunne købe investeringsbeviserne direkte hos de enkelte investeringsforeninger uden at skulle betale en handelsomkostning for dette. Dette er hidtil lykkedes hos 3 investeringsforeninger. Udover de førnævnte handelsomkostninger betaler vore kunder et notagebyr på pt. 40 kr. til det pengeinstitut, hvor værdipapirerne ligger i depot. Dette gebyr dækker pengeinstitutets omkostninger forbundet med udarbejdelse og fremsendelse af handelsnota.

Dansk FI arbejder således til stadighed for, at vores kunder kan få så lave handelsbaserede omkostninger som muligt. Denne målsætning sikres bedst ved, at Dansk FI ikke har økonomiske fordele ved at handle et givent værdipapir. Vi har således kun én interesse, nemlig at få den bedste pris, inklusive handelsomkostninger ("best execution") til vores kunder. Jf. i øvrigt om Handel med værdipapirer på selskabets hjemmeside www.danskfi.dk

18. juli 2008

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 udarbejdsdato.