

Kvartalsrapport for 3. kvartal 2007

Udvikling i 3. kvartal 2007					
Aktieindeks	Værdi	Værdi	Ændring i 3.kvt.	Afkast i 3.kvt.	Afkast i 2007
	29.06.07	28.09.07			
OMX CPH*	476,08	485,83	9,75	2,05%	14,74%
OMX C20*	483,69	499,93	16,24	3,36%	13,24%
MSCI World*	8.829,00	8.588,36	-240,64	-2,73%	2,28%
MSCI USA*	7.825,67	7.589,46	-236,21	-3,02%	0,34%
MSCI Europa*	11.632,94	11.240,70	-392,24	-3,37%	3,88%
MSCI Japan*	18.072,93	17.002,05	-1.070,88	-5,93%	-6,37%
*opgjort i DKK ex. udbytte					
Renteudvikling i Danmark	Rente	Rente	Ændring i 3.kvt.	Afkast i 3.kvt.	Afkast i 2007
	29.06.07	28.09.07			
Refi-renten	4,25	4,25	0,00	1,06%	3,06%
Cibor 1 år rente	4,71	4,89	0,18	1,20%	3,41%
4% STAT 2008	4,46	4,42	-0,04	1,14%	2,45%
5% STAT 2013	4,60	4,34	-0,26	2,48%	0,63%
7% STAT 2024	4,73	4,61	-0,12	2,39%	-3,14%
4% NYK 2038	5,27	5,2	-0,07	1,93%	-0,72%
EFFAS 1-5**				2,00%	1,77%
**: Udtrykker markedsafkastet for danske statsobligationer med en løbetid på 1 - 5 år					
Valutakurser	Værdi	Værdi	Ændring i 3.kvt.	Afkast i 3.kvt.	Afkast i 2007
	29.06.07	28.09.07			
USD/DKK	5,51	5,26	-0,25	-4,54%	-7,07%
EUR/DKK	7,44	7,45	0,01	0,13%	-0,13%
JPY/DKK	0,0447	0,0456	0,0009	2,01%	-4,00%

Udviklingen på de finansielle markeder i 3. kvartal 2007

Aktiemarkedet

Der har i 3. kvartal været uro på såvel aktiemarkedet som de finansielle markeder. Den amerikanske Sub Prime krise (se kvartalsrapport for 2. kvartal 2007 for uddybning), viste sig at blive mere omfattende end forventet. Flere pengeinstitutter verden over ”meldte ud”, at de havde tab på direkte investeringer i Sub Prime obligationer/fonde, eller at deres aktivitetsniveau var blevet kraftigt indskrænket. Det skabte stor usikkerhed på pengemarkedet (det marked, hvor pengeinstitutterne låner/udlåner likviditet til hinanden), idet mange markedsdeltagere blev nervøse for, om det pengeinstitut de udlånte til, nu også var solidt? Pengemarkedsrenterne ”skød” i vejret, fordi pengeinstitutterne krævede en større risikopræmie for at ”handle” med hinanden. Situationen blev ikke bedre af, at der kom ”run” på Northern Rock. Mange kunder ønskede at hæve deres indskud, da det blev kendt, at selskabet havde alvorlige finansielle problemer.

For at berolige ”pengemarkedet” måtte både ECB, BoE og Fed stille store beløb til rådighed for

pengeinstituttsektoren. Den amerikanske centralbank besluttede tillige at nedsætte diskontoen med 0,5% point og senere indskudsrenten (Fed Funds), der ligeledes blev nedsat med 0,5% point.

De alvorlige problemer i det finansielle system påvirkede aktiemarkederne negativt. Fra medio juli til medio august faldt det danske OMX C20 indeks med ca. 12% til indeks 453. Efter centralbankernes tiltag, formåede OMX C20 indekset, at genvinde det meste af det tabte. OMX C20 sluttede kvartalet omkring indeks 500, svarende til en fremgang på ca. 2% i 3. kvartal 2007. De udenlandske aktiemarkeder, nævnt i skemaet på side 1, formåede også at genvinde en stor del af det tabte, men samlet set oplevede de fleste udenlandske aktiemarkeder (målt i danske kroner) et fald på omkring 3% i 3. kvartal 2007. Den amerikanske dollar faldt i 3. kvartal med hele 4,54% over for danske kroner. Uden denne valutakursændring, ville de amerikanske aktier være steget med omkring 1,5%.

Ud fra bevægelserne på aktiemarkederne kan det konkluderes, at investorerne forventer, at den finansielle krise løses med ”hjælp” fra centralbankerne.

Obligationsmarkedet

Den europæiske centralbank har som følge af den finansielle krise ændret sin retorik, ”idet man skal bruge flere data og analyser for at vurdere de langsigtede virkninger af den finansielle krise”. Banken har med andre ord ”sat” renteforhøjelser på stand-by. De signaler banken har sendt, kunne tyde på, at renten bliver holdt fast i længere tid end hidtil forventet. Det har i kombination med den overraskende store rentenedsættelse i USA medført, at de mellemlange- og lange renter er faldet i såvel USA som i Europa. Det har givet positive afkast på obligationsmarkedet i 3. kvartal 2007. Benchmarkafkastet EFFAS 1-5 er således steget med 2,0% i løbet af 3. kvartal.

Det fremgår af skemaet på side 1, at Cibor 1 års renten faktisk er steget i 3. kvartal 2007 til nu 4,89%, selvom ECB og Nationalbanken har udskudt renteforhøjelser på ubestemt tid. Cibor 1 års renten er den rente, der betales på pengemarkedet for 1 års indskud. Refi-renten (Nationalbankens dag til dag rente) er til sammenligning kun 4,25%. Med meldingerne om at renteforhøjelser er udskudt på ubestemt tid, skulle det normalt forventes, at forskellen mellem Refi-renten og 1 års Cibor ville være relativ lille. Forskellen er pr. 30.09.2007 imidlertid på 0,63% point. Denne store forskel er efter vores vurdering udtryk for, at der fortsat er betydelig usikkerhed i det finansielle system. Den finansielle krise på pengemarkedet er derfor langt fra slut endnu.

Valutamarkedet

Krisen på det amerikanske Sub Prime marked og de efterfølgende rentenedsættelser påvirkede værdien af den amerikanske dollar, der faldt med 4,54% over for danske kroner i løbet af 3. kvartal 2007. Den japanske yen har udviklet sig modsat, og blev styrket med 2,0% over for danske kroner. Styrkelsen af den japanske yen kan sandsynligvis henføres til, at den stigende uro på de finansielle markeder har fået flere investorer til at indfri deres lån i yen, idet risikoen ved ”carry trades” (lån i lavrentelande og placering i højrentelande) er steget betydeligt.

Den økonomiske udvikling i 3. kvartal 2007

Europa

Der har ikke været store vækst- eller inflationsmæssige overraskelser i økonomien i Euroland i løbet af 3. kvartal 2007. Væksten forventes at have været på ca. 2,5% p.a., og de seneste inflationstal fra august viser en stigning i forbrugerpriser på 2,1% og en stigning i kerneinflationen på 1,9%.

Den økonomiske udvikling i Europa i 3. kvartal 2007 er således forløbet stort set som forventet.

USA

Modsat i Europa har væksten i USA ikke været stabil. Udsvingene i den amerikanske vækst har været store. I 1. kvartal 2007 blev der målt en lidt skuffende vækst på ca. 0,7% p.a., så steg væksten markant i 2. kvartal til omkring 3,8% p.a., hvorefter væksten vurderes at være faldet tilbage til et lidt skuffende niveau omkring de 2,5% i 3. kvartal 2007.

Inflationen har fortsat den faldende tendens. Således viser inflationstallene fra august en stigning i forbrugerpriserne på 2,0%, og en kerneinflation på 2,1%. Den amerikanske centralbank har tidligere udtalt, at de sigter efter en kerneinflation på max. 2,0%.

Det ser ud til, at væksten i den amerikanske økonomi har været lidt skuffende i 3. kvartal, medens inflationen har udviklet sig fornuftigt.

Japan

Væksten i den japanske økonomi blev kun 1,6% p.a. i 2. kvartal 2007 mod forventet ca. 2,5% p.a. I 3. kvartal 2007 forventes en større vækst, men der er skabt større usikkerhed om styrken af den økonomiske vækst. Det kan være det første tegn på, at væksten i Japan er ved at tabe momentum.

Inflationen holder sig stadig beskedent positiv.

Efter en skuffende vækst i 2. kvartal 2007, forventes den japanske økonomi at have genvundet styrke i løbet af 3. kvartal 2007, men usikkerheden omkring den er steget. Inflationen er fortsat ikke noget problem i Japan.

Samlet omkring den økonomiske udvikling i 3. kvartal 2007

Væksten i Europa synes at have stabiliseret sig på et niveau omkring 2,5% p.a. og inflationen holder sig også relativt stabil omkring 2,0%. I USA har væksten været en smule skuffende, medens inflationen har overrasket til den positive side. Væksten i den japanske økonomi vurderes at være steget igen i 3. kvartal, men styrken af væksten er noget usikker.

Det er vores vurdering, at den økonomiske vækst i Europa virker robust, medens væksten i USA og Japan skuffer noget. Den positive nyhed er, at inflationen synes under kontrol i alle regioner.

Forventninger

Økonomiske nøgletal						
	2006r		2007e		2008e	
Region	BNP Vækst	Inflation	BNP Vækst	Inflation	BNP Vækst	Inflation
USA	3,30%	3,20%	2,40%	2,50%	3,00%	2,40%
Euroland	2,80%	2,10%	2,60%	2,10%	2,20%	2,10%
Japan	2,20%	0,20%	2,30%	0,00%	1,90%	0,40%
Danmark	3,20%	1,90%	2,10%	1,70%	1,80%	2,00%
kilde: Danske Bank						

Økonomi

Det er på nuværende tidspunkt vanskeligt at vurdere, hvilken effekt den finansielle krise vil få på verdensøkonomien, idet krisen endnu ikke er slut jf. den fortsat høje pengemarkedsrente (se afsnit "Obligationsmarkedet" på side 2). De fremadrettede indikatorer, såsom indkøbschefernes forventninger (ISM) for både USA og Euroland, den tyske investortillid (ZEW), samt den japanske TANKAN rapport har det tilfælles, at de tegner et billede af en økonomi, der fortsat vil vokse, men med en lidt lavere vækstrate. Væksten i verdensøkonomien synes at tabe lidt af sin styrke.

OECD har i deres seneste vækstprognose nedjusteret deres forventninger til væksten i såvel USA som i Europa, medens vækstforventningerne (indtil videre) er fastholdt i Japan.

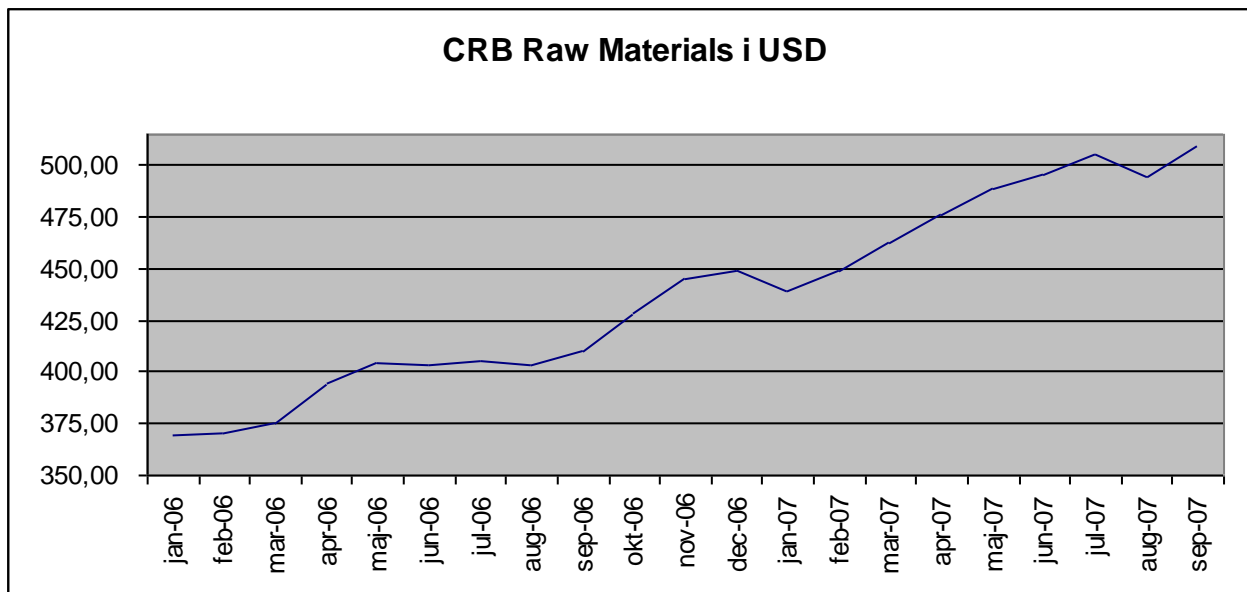
Som udgangspunkt er det også vores vurdering, at den økonomiske vækst generelt ser ud til at aftage en kende, men usikkerheden omkring væksten er blevet forøget. Det samme gælder for væksten i de enkelte regioner. Umiddelbart virker den europæiske vækst robust, medens usikkerheden omkring væksten i både Japan og USA er noget større. Denne vurdering kan også være på vej til at ændre sig.

Inflationen synes under kontrol, men efter vores vurdering er det for tidligt at begrave inflationen som et tema.

Vi er umiddelbart af den holdning, at verdensøkonomien forventes at vokse i et lidt lavere tempo end tidligere, men der vil stadig være tale om en rimelig vækst. Inflationen virker også umiddelbart til at være under kontrol. MEN, med fare for at gentage os selv i forhold til kvartalsrapporterne for både 1. og 2. kvartal 2007, bliver der stadig flere forhold som gør, at usikkerheden omkring "prognosen" bliver større.

Råvarepriserne fortsætter med at stige

Vi har flere gange vist grafen for råvarepriserne, CRB Raw Materials. Grafen viser (se side 5), at råvarepriserne fortsat stiger. Stigningerne vil på et tidspunkt enten resultere i en stigning i inflationen eller accept af lavere overskudsgrad i virksomhederne, idet virksomhederne ikke over længere tid forventes at kunne foretage rationaliseringer i samme omfang, som stigningen i råvarepriserne påvirker produktionsomkostningerne.



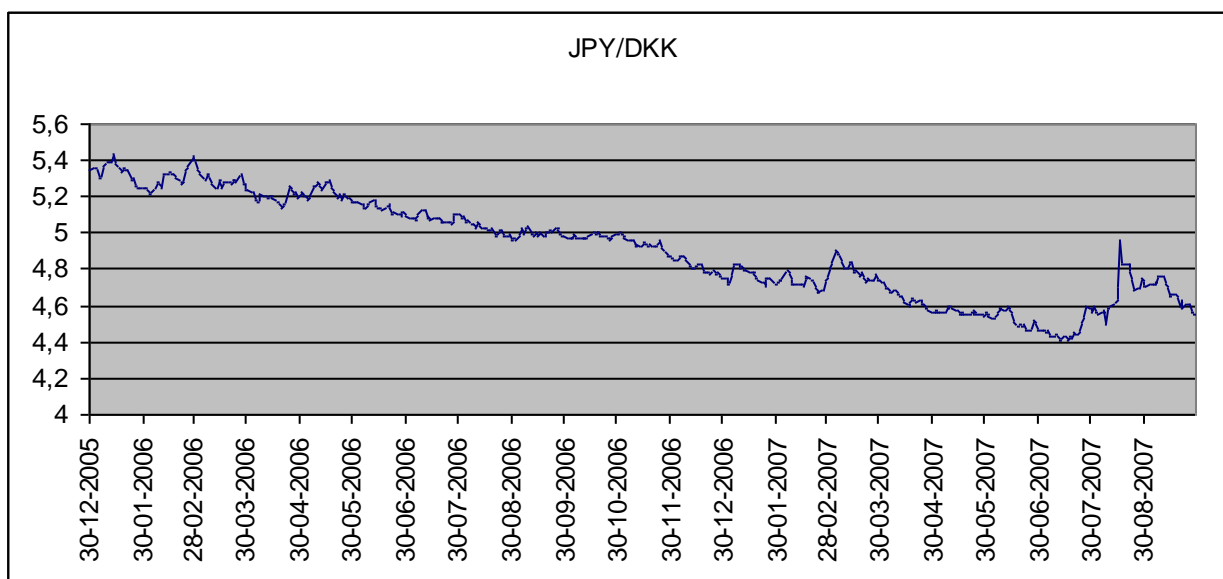
Fald i dollar og yen rammer de europæiske virksomheder

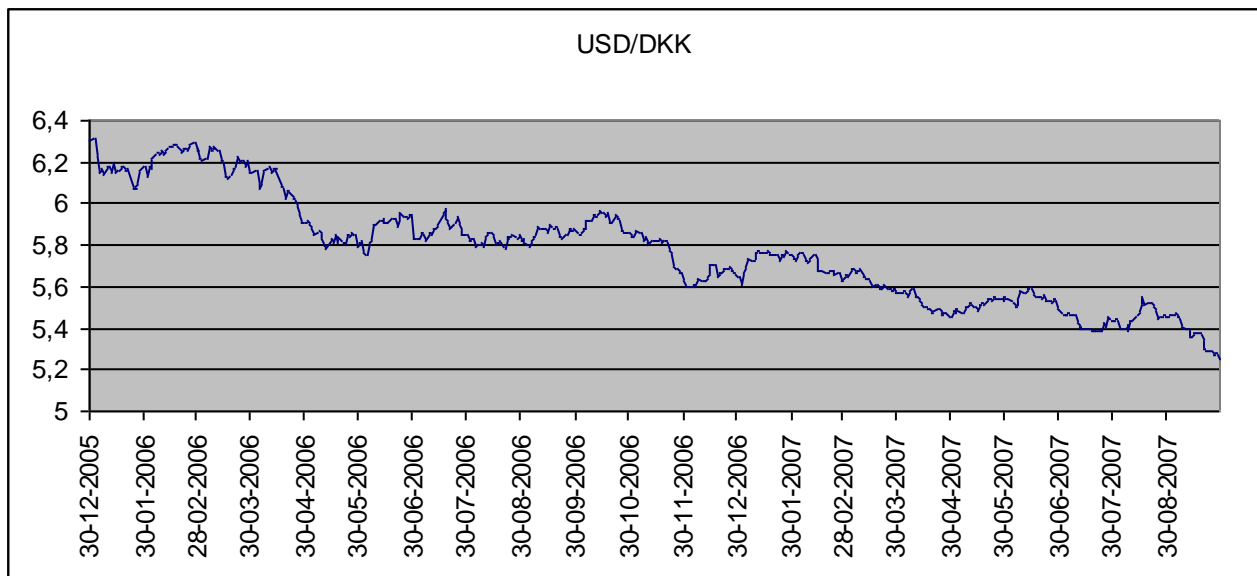
Som det fremgår af nedenstående graf, er den japanske yen siden 1. januar 2006 faldet med knap 15% og den amerikanske dollar (se grafen på side 6) med knap 17% over for danske kroner (og euro).

Europæiske virksomheder har derfor fået forringet deres konkurrenceevne over for såvel amerikanske som japanske virksomheder. Kina har i høj grad valgt at lade deres valuta følge den amerikanske dollar, hvorfor europæiske virksomheders konkurrenceevne også er blevet forringet over for kinesiske virksomheder.

For at modvirke valutakursændringerne har flere europæiske virksomheder flyttet dele af deres produktion til specielt dollarrelaterede lande, bl.a. ved at etablere produktion i Kina. Dette er med til at modvirke effekten af valutakursændringerne, men det kan stadig ikke kompensere fuldt ud.

Der er således risiko for, at væksten i Europa kan blive negativt påvirket af den markante svækkelse af såvel yen som dollar.





Risikable nye lånetyper og nye økonomiske sammenhænge udgør en trussel for økonomien

I kvartalsrapporten for 2. kvartal 2007 beskrev vi udførligt risikoen for, at de nye lånetyper (bl.a. Sub Prime lån) kan blive en trussel for den økonomiske vækst. Denne risiko er i høj grad blevet illustreret ved den finansielle krise, der stadig eksisterer, specielt på pengemarkedet. Hvorvidt krisen kan få større følger, er det vanskeligt at vurdere, idet krisen langt fra er overstået.

I de senere år er der udviklet mange produkter og opstået mange investeringsfonde, som kombinerer den forventede udvikling på flere aktivtyper med hinanden. Som et eksempel på dette kan nævnes Carry Trades, hvor man forsøger at udnytte en lav rente i et land til at optage lån der, hvorefter midlerne investeres i et aktiv, der forventes at give et større afkast. Det kan f.eks. være i aktier, i råvarer eller i obligationer i et Højrenteland. I dette eksempel er der sammenhæng mellem valuta-, aktie-, obligations-, og råvaremarkedet. Kombinationen af de enkelte aktivtyper er blevet foretaget direkte af bankerne, som ofte har sammensat et produkt til deres kunder, men det er i høj grad også blevet foretaget af Hedge Fonde, der "lever af" at spekulere i sammenhænge/ubalancer i de finansielle markeder.

Den kapital, der samlet set er investeret i Hedge Fonde, er betydelig. I Berlingske Tidende d. 5. oktober 2007 henvises der til en undersøgelse fra Hedge Fund Research, som viser, at den samlede investerede kapital i Hedge Fonde verden over er steget fra 39 mia. dollar i 1990 til 491 mia. dollar i år 2000 og til 1.745 mia. dollar pr. 30.06.2007, hvoraf alene de 281 mia. dollar er investeret i løbet af 1. halvår 2007. Det er voldsomme indskud i fonde, som foretager spekulationsforretninger. Og der er ingen tvivl om, at en stor andel er investeret i netop de Hedge Fonde, der som forretningspolitik har at spekulere i forskellige aktivtyper.

Hvad betyder dette så i praksis?

Det første der kan konkluderes er, at sammenhængene på de finansielle markeder er blevet mere komplekse og integrerede. Det har vi set eksempler på i løbet af 2007. Den japanske yen er blevet styrket kraftigt i perioder, hvor der har været stor usikkerhed. Dette skyldes, at der i perioder med stor usikkerhed, har været en tendens til, at fonde/investorer har "lukket" deres positioner i Carry Trades – og den japanske yen har netop været en populær lånevaluta, da renten der er meget lav.

Når der sker så fundamentale ændringer i investeringsmønstrene på de finansielle markeder, skal der passes ekstra på. Mange produkter tager udgangspunkt i historiske erfaringer, både hvad angår afkast og risiko. Men nu er sammenhængene blevet ændret radikalt. Det stiller spørgsmålstegn ved, om de historiske erfaringer er repræsentative for den fremtidige udvikling? Vi er af den opfattelse, at effekten af de historiske sammenhænge på de finansielle markeder i mange tilfælde kan være ændret radikalt. Det betyder, at indtræffer der en større begivenhed/katastrofe på et af de finansielle markeder (f.eks. Højrenteobligationer), kan det risikere at påvirke de andre finansielle markeder (aktie-, valuta og råvaremarkedet) i samme retning. Det vil i givet fald være en overraskelse ud fra tidligere historiske forventninger.

Vi kan konkludere, at sammenhængene på de finansielle markeder er blevet mere komplekse og mere integrerede i de senere år. Derfor skal der udvises ekstra påpasselighed, når fonde/produkter, der udelukkende bygger deres afkast- og risikostyring på historiske sammenhænge, vurderes.

Der kan meget vel ligge en ubehagelig overraskelse gemt her, både for den enkelte investor og for den generelle økonomiske vækst i verden.

Konklusion - Hvordan påvirker ovenstående vores syn på investeringsstrategien?

Som tidligere beskrevet forventer vi en lidt aftagende vækst i verdensøkonomien, der dog fortsat vil befinde sig på et rimeligt niveau. Usikkerheden omkring væksten i de enkelte regioner er det imidlertid blevet vanskeligere at forholde sig til, hvorfor det synes aktuelt, at fordele investeringerne mere ligeligt mellem de enkelte regioner.

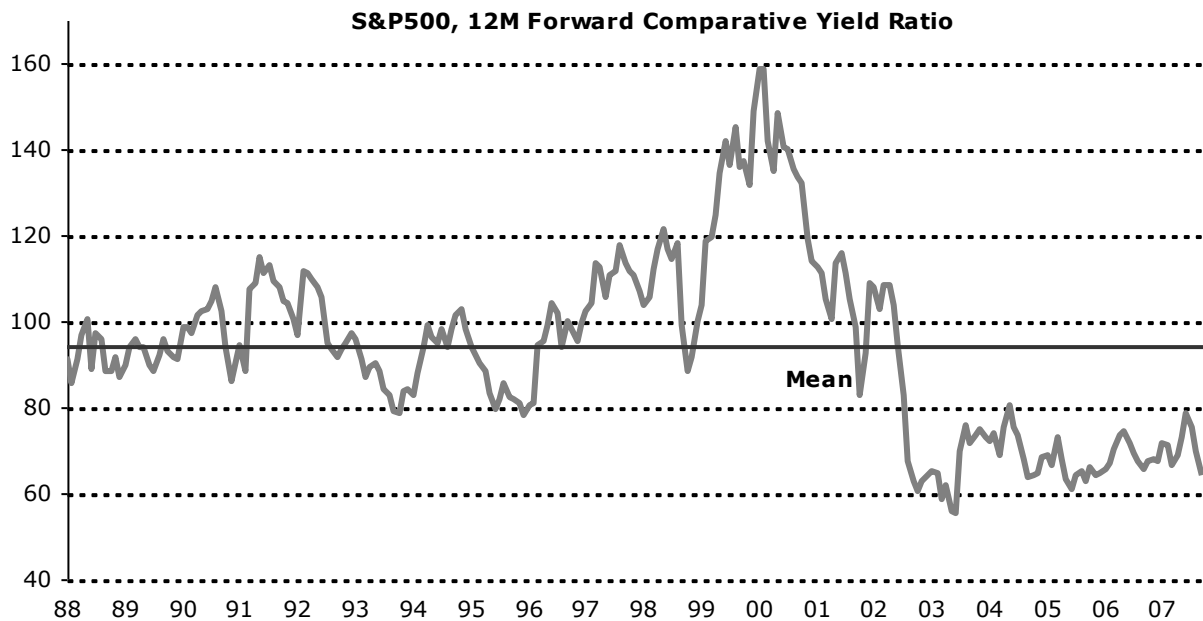
Den stigende usikkerhed betyder, at vi fortsat fraråder investeringer i de mest risikable områder, såsom Emerging Markets og Højrentelande. Endvidere tilrådes der ekstra varsomhed ved overvejelser om investering i produkter/fonde, der udelukkende baserer deres koncept på spekulation ud fra historiske sammenhænge.

Aktier

Som det fremgår af grafen på side 8, synes de amerikanske aktier p.t. at være meget billige. Men ”går man” bag om tallene, kan billedet dog ændre sig noget. Ifølge grafen forventes de amerikanske selskaber at præstere en indtjeningsfremgang på 11% i 2008 mod en forventet fremgang i 2007 på 8%. Med forventning om en aftagende økonomisk vækst i verdensøkonomien, virker det meget optimistisk. Det er vores vurdering, at analytikerne kommer til at nedjustere deres indtjeningsforventninger.

Rente på den 10 årige amerikanske statsobligation, som bruges i sammenligningsgrundlaget i grafen, faldt i løbet af 3. kvartal. Det gør, alt andet lige, aktier relativt mere interessante end obligationer. Vi er noget usikre på, hvorvidt rentefaldet i den 10 årige rente er holdbart, medmindre økonomien forværres.

Vi er grundlæggende af den vurdering, at aktierne på nuværende tidspunkt er fair prisfastsat, men risikoen for skuffelser er forøget. Vi forventer forsat, at aktiemarkedet (MSCI WORLD) vil give et afkast på mellem -15% til +5% i 2007. Derfor anbefaler vi en neutral til svag undervægt i aktier, og primært med investering i større aktier på de veletablerede kapitalmarkeder.



Obligationer

Både den europæiske og amerikanske centralbank er usikre omkring følgerne af den finansielle krise. Det er vi også. Risikoen for negative overraskelser i økonomien er steget. Inflationen synes under kontrol, men stigende råvarepriser udgøre en latent inflationsrisiko. Renteudviklingen er derfor blevet endnu mere uforudsigelig.

Derfor anbefaler vi en kombination af korte og mellemlange obligationer for private midler, medens selskabs- og pensionsmidler herudover kan placeres i højt forrentede obligationer.

12. oktober 2007

Dansk Formue- & Investeringspleje A/S
Fondsmæglerselskab

Julen 2007: vanden tro holder vi kontoret lukket mellem jul og nytår.

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 værdipapirhandlen foretaget på baggrund af kvartalsrapporten. Citeres der fra kvartalsrapporten, skal dette ske med kildeangivelse og udarbejdsdato.