

# Terra incognita

## – det ukendte land



**Redningen af det finansielle system synes sikret med udgangen af 2009, hvor både aktier og obligationer leverede flotte afkast. Usikkerheden om økonomiernes sundhedstilstand er dog stadig stor og frygt for kursfald kan hurtigt blusse op.**

AF SØREN ASTRUP, DIREKTØR, FORMUEFORVALTNING, FORMUEPLEJE A/S

Markedsuroen over gældssætningen i Dubai og Grækenland i løbet af 4. kvartal 2009 er eksempler på, at den tillid til markederne, som gradvist er bygget op i løbet af 2009, hurtigt kan blive afløst af frygt og aktiekursfald. Vores vurdering er, at 2010 vil være præget af den samme form for "humørsvingninger" på markederne. Økonomierne, virksomhederne og de finansielle markeder vil i 2010 stadig restituere sig ovenpå den værste afmatning i nyere verdenshistorie. Bl.a. derfor peger pilen fortsat op for aktiemarkederne, men det bliver ikke uden tilbageslag undervejs – præcis som i 4. kvartal 2009.

Selvom uroen og tvivlen var tilstede i kvartalet kunne de globale aktier igen mønstre pæne stigninger på ca. 6%. Dette var primært resultatet af en stadig større tiltro til, at virksomhederne igen vil kunne levere en fornuftig tocifret indtjeningsvækst. Tilsvarende blev kvartalet en positiv oplevelse for ejerne af danske real-kreditobligationer, på trods af, at den toneangivende 10-årige danske rente steg en smule (0,15%-point). På valutamarkederne var kvartalet forholdsvis roligt, men dog præget af en styrkelse af både USD og CHF.

Valutabevægelser	Seneste kvartal	Seneste år
CHF	2,3%	0,7%
USD	2,2%	-2,4%
JPY	-1,5%	-4,9%

Alle Formueplejeselskaberne nød godt af markedsudviklingen i kvartalet. Særligt i perioderne med uro viste selskaberne med både aktier, obligationer og lånefinansiering stor stabilitet. Dette viser, at når markederne fungerer normalt

og ikke er brudt sammen er det svært at finde et stærkere investeringskoncept end tangentporteføljeteorien – også ved uro og aktiekursfald.

For hele 2009 ser afkastudviklingen også fornuftig ud, fordelt med afkast mellem 14,5% i Optimum til 58,5% i Safe. Afkastene for 2009 i de fleste selskaber ville dog have været væsentlig større, såfremt selskaberne ikke havde ændret skattestatus. Fremadrettet er den nyvundne *skattefrihed* dog en ubetinget fordel for alle selskaberne.

### Gode muligheder i 2010

Som vi tidligere har beskrevet, har verdensøkonomien aldrig før i historien set så lave renter som nu og så mange finanspolitiske hjælpepakker. Alt sammen noget, som egentlig har skabt et rigtig godt investeringsklima – se også artiklen "Ti bud på 2010" på side 4.

Et eksempel på "det gode klima" er de meget lave korte renter ift. de lange renter – også kaldet en stejl rentestruktur. I Formuepleje-regi er det en klar fordel med en stejl rentestruktur for de selskaber, som investerer i obligationer – uanset om det er finansieret af egenkapital (ingen gearing) eller i en kombination med lånekapital. Denne "rentemotor" kører ganske stærkt lige nu, som det også fremgår af artiklen side 22.

### BIS advarer mod grådighed

I modsætning til den måde selv de mest gearede Formueplejeselskaber agerer på, findes der desuden lige nu en lang række investeringsmuligheder, hvor den rigelige likviditet i banksystemet og de rekordlave renter sandsynligvis bruges til overdreven risikotagning. Det er vurderingen fra Bank of International Settlements i Basel (BIS) – også kaldet centralbankernes centralbank. BIS advarer nu direkte mod overdreven risikotagning



som følge af den rigelige likviditet og kræver kontrol og overblik, således at situationen med alt for højt gearede banker og hedgefonde ikke kan gentage sig.

#### Det ukendte land

Ud over bekymringen for overdreven risikotagning og skabelsen af nye bobler vil det store spørgsmål i starten af 2010 blive, om verdensøkonomien kan klare sig uden de ekstremt lave renter og de massive finanspolitiske hjælpepakker?

For blot at nævne et par eksempler har centralbanken i USA annonceret, at opkøbet af amerikanske realkreditobligationer vil ophøre i løbet af 1. kvartal, ligesom regeringens hjælpepakke på knap 790 mia. USD ebber ud.

- Men hvad hvis stimuliene ikke er nok til at økonomien kan klare sig uden?
- Vil der være råd til flere stimuli?
- Er der råd til at lade være med at stimulere økonomierne?

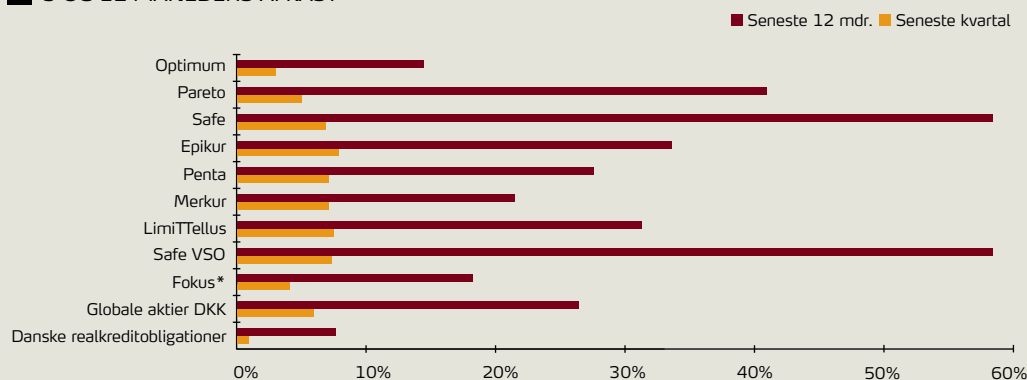
Ingen tvivl om at økonomierne centralbankdirektører, politikere og ikke mindst markedsaktørerne befinder sig i "terra incognita" – det ukendte land - hvor der hersker usikkerhed, ukendte faktorer og potentielt nye ricisi i forhold til at få økonomierne på ret køl igen.

Som jeg dog tidligere har skrevet, er det vores klare vurdering, at alle disse meget ekspansive tiltag før eller siden vil virke efter hensigten. Det viser erfaringen og den økonomiske teori, som centralbankdirektører og finansministre læner sig op ad. Derfor er vores hovedscenarie for 2010 også ganske positivt og vi tror på, at den amerikanske centralbankdirektør Ben Bernanke & Co. med erfaring og lærebøgerne i hånden godt kan navigere fornuftigt. For uanset om det er ukendt land, hav eller økonomi gælder det gamle citat:

"Den som handler uden teori, er som kaptajnen, der står til søs uden søkort og kompas." (Leonardo da Vinci, 1452-1519).

På de følgende sider kan De læse om de væsentlige porteføljeændringer vi har foretaget i 4. kvartal, samt argumenterne for vort syn på aktie-, obligations- og valutamarke-derne ved indgangen til det nye år.

## 1 3 OG 12 MÅNEDERS AFKAST



Kilde: Formuepleje og Bloomberg

\* Fokus' afkast siden start i maj 2009

Alle Formueplejeselskaberne er blevet skattefrie som følge af ny lovgivning. Som konsekvens heraf har selskaberne måtte afskrive akkumulerede skattemæssige underskud, hvilket har påvirket indre værdier og dermed ovenstående afkast negativt. Se mere på [www.formuepleje.dk](http://www.formuepleje.dk)