

Teorien virker igen

Tvivlen om styrken i det begyndende globale opsving prægede markederne i 1. kvartal. Både aktie- og obligationsmarkederne leverede dog fornuftige afkast. Det er vores vurdering, at den positive udvikling forsætter. Usikkerheden om økonomiernes sundhedstilstand er dog stadig stor, og frygt for kursfald kan hurtigt blusse op.

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



Alle Formueplejeselskaberne nød godt af markedsudviklingen i kvartalet. Særligt i perioderne med uro viste selskaberne med spredning på både aktier, obligationer og lånefinansiering stor stabilitet. Her varierede afkastet mellem ca. 9% i Formuepleje Pareto til knap 13% i Formuepleje Merkur. Også selskaberne uden såkaldt gearing (lånefinansiering) havde et ganske fornuftigt kvartal. Her leverede den rene aktieportefølje, Formuepleje LimiTtellus, et afkast på 11,3%, hvilket var noget bedre end sammenlignelige globale aktier, som målt ved MSCI World inklusive udbytter gav 9,5%. Tilsvarende leverede ugearede Formuepleje Optimum et afkast på 5,2%.

PORTEFØLJETEORI LEVERER RESULTATER I EN "NORMAL" VERDEN

Også på 12 måneders sigt kan vi betegne afkastene som fornuftige. Her har de ugearede porteføljer givet et afkast på henholdsvis 56,2% (Formuepleje LimiTtellus) og 21,5% (Formuepleje Optimum). I samme periode har det globale aktieindeks leveret et afkast på 48,7%, mens Nykredits danske realkreditobligationsindeks gav et afkast på 7,9%. 12 måneders afkastene i selskaberne med aktier, obligationer og lånefinan-

siering lå fra 50,4% til 80,6%. Disse resultater skal ses på baggrund af, at de lånefinansierede selskaber delvist har benyttet sig af CHF som lånevaluta. Alene i 1. kvartal styrkedes denne med ca. 4% (se også side 41).

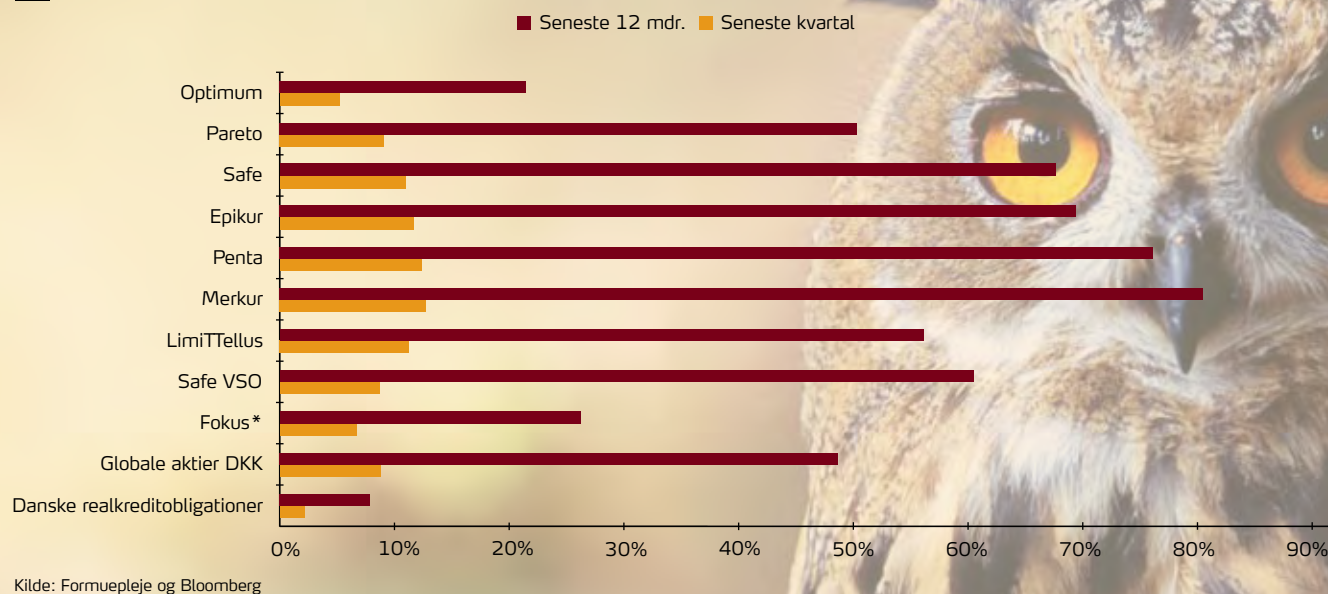
"GULDLOK SOVER SØDT"

I begyndelsen af året beskrev jeg, hvordan de meget lave renter og den lempelige finanspolitik i kombination med en ekstrem lav inflation havde skabt et investeringsklima, som var gunstigt for både aktie- og obligationsinvesteringer. Dette såkaldte "guldløks-scenarie" har vist sig at holde stik indtil videre i 2010.

Når vi betragter, hvordan væksten i verdensøkonomien gradvist bedrer sig, og hvordan diverse økonomer og analytikere bliver mere optimistiske, kan vi se at vores (dengang) optimiske prognose om en global realvækst på over 4% bliver mere og mere "mainstream".

For nuværende ser vi ingen grund til at ændre vores globale vækstforventninger. 1. kvartal har dog givet anledning til, at vi har opjusteret vores vækstskøn en smule for USA og neddrolet forventningerne i 2010 til EU.

1 3 OG 12 MÅNEDERS AFKAST



* Fokus' afkast siden start 1. maj 2009

REAL BNP-VÆKST - FORVENTNINGER

% YoY	2009	2010 Formuepleje	2010 Konsensus*
Europa	-3,9%	1,3%	1,2%
USA	-2,5%	2,6%	3,0%
Japan	-5,3%	1,6%	1,9%
Kina	8,7%	10,0%	9,6%
Indien	5,6%	8,0%	7,7%
Udviklede økonomier	-3,2%	2,1%	2,1%
Verden	-0,8%	4,1%	3,9%

* Consensus Economics, Economist, IMF, Bloomberg.

KOMMER BJØRNEN IGEN?

Selvom meget ser godt og tilforladeligt ud i den globale økonomi lige nu, er det store tvivlsspørgsmål stadig, om verdensøkonomien kan klare sig uden de ekstremt lave renter og de massive finanspolitiske hjælpepakker? Som i eventyret om Guldlok, skal der ikke meget til at ødelægge den fredfyldte stemning. Bjørnen ligger på lur, og risiciene og de ubesvarede spørgsmål er ganske mange på finansmarkederne.

Ved starten af 2. kvartal vil vi i særlig grad være opmærksomme på:

- Hvordan den truende gældskrise i Grækenland og øvrige lande kan udvikle sig?
- Hvordan centralbankerne vil tilrettelægge deres nødvendige exitstrategier.
- Om forbrugerne i de vestlige økonomier begynder at røre på sig trods høj arbejdsløshed, lavere huspriser og høj gældsætning.
- Virksomhedernes udmeldinger om forventningerne til fremtiden.

På de følgende sider kan De se, vores samlede fokus og forventninger til de forskellige markeder og aktiv/passivklasser.

soeren.astrup@formuepleje.dk

Udgangspunktet i de følgende tabeller og figurer (side 40-44) er de samlede investeringsmandater under forvaltning hos Formuepleje A/S. Der er altså tale om en gennemsnitsbetragtning, hvorfor billedet for de enkelte investeringsprodukter kan afvige helt eller delvist. De præsenterede forventninger er udelukkende udtryk for Formueplejes skøn på udgivelsesdatoen, og kan ikke erstatte læserens egen vurdering.

OBLIGATIONER

Obligationerne har i 1. kvartal givet et ganske fornuftigt afkast. Det skyldes i høj grad et fald i de europæiske renter i kølvandet af uroen omkring finansieringen af statsunderskuddet i Grækenland og andre sydeuropæiske lande.

Hvis disse underskud skal nedbringes kræver det store besparelser i disse lande. Det vil være med til at dæmpe væksten og derved behovet for renteforhøjelser i Euroland generelt. Samtidig har der i 1. kvartal også været en stigende interesse for kreditobligationer, hvilket har haft en positiv effekt på danske realkreditobligationer.

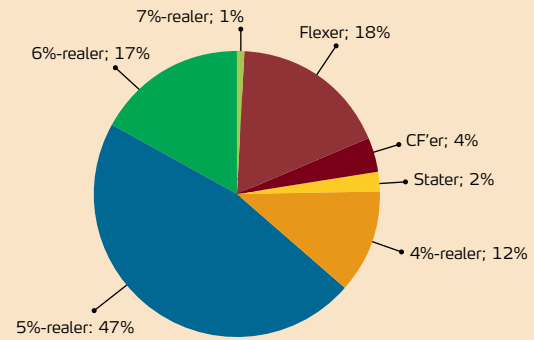
FORSKEL MELLEM LANG DANSK REALKREDITRENTE OG 1 MDR. LIBOR I EURO



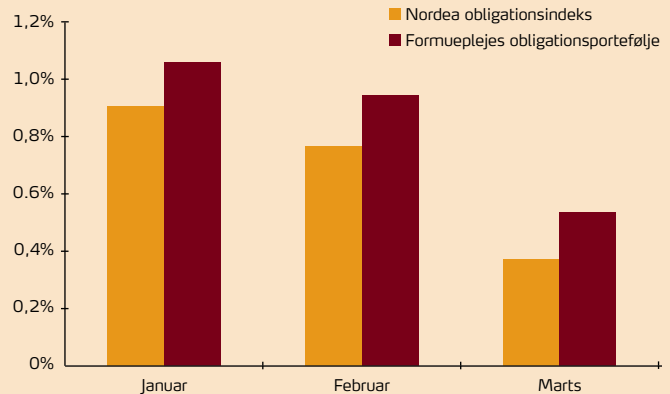
Økonomierne er langsomt i bedring, og selvom der stadig er en del udfordringer, tyder meget på, at det går i den rigtige retning. Samtidig begynder centralbankerne gradvist at trække stimulanter tilbage, så derfor er der udsigt til generelt stigende renteniveau i det kommende år.

På grund af en meget lav inflation vil der dog kun være tale om moderate rentestigninger. Der er fortsat muligheder på obligationsmarkedet, da det stadig er interessant at låne i den korte ende af rentekurven og investere i længere løbende obligationer, jf. ovenstående graf.

FORDELING AF OBLIGATIONER PÅ KATEGORIER



1. KVARTAL



Der er anvendt Nordeas obligationsindeks med rentefølsomhed 3, som sammenligningsgrundlag, da rentefølsomheden på Formueplejes obligationsportefølje har været mellem 2,7 og 3,7 i perioden.

NØGLETAL

	Formuepleje	Nordea obligationsindeks
Rentefølsomhed	2,85	3,00
Konveksitet	-2,57	-1,65

Rentefølsomhed er udtryk for, hvor meget kursen vil ændre sig ved en renteændring på 1%-point, og er samtidig et udtryk for, hvornår man i gennemsnit kan forvente at få det investerede beløb tilbage. Konveksitet er et udtryk for, hvor meget rentefølsomheden ændrer sig ved en renteændring på 1%-point. Ved en rentestigning på 1%-point vil rentefølsomheden stige fra 2,85 til 5,42 (+2,57).

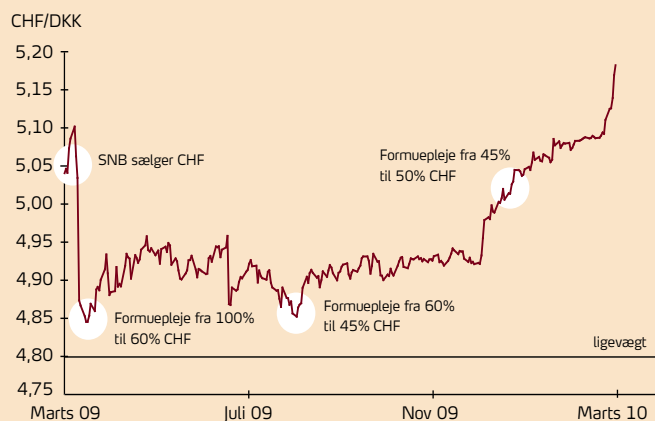
FORVENTNINGER KOMMENDE 12 MDR.

	pr. 31.03.10	12 mdr. frem
2-årig statsrente DKK	1,51%	2,40%
10-årig statsrente DKK	3,36%	3,90%
2-årig swaprente DKK	1,94%	2,75%
10-årig swaprente DKK	3,55%	4,10%

Swap-rente er en interbank-rente, og derved et udtryk for en kreditrente, da der er større risiko på banker end stater. Derfor bruges swap-renter typisk som udgangspunkt ved vurdering af prisfastsættelsen af danske realkreditobligationer.

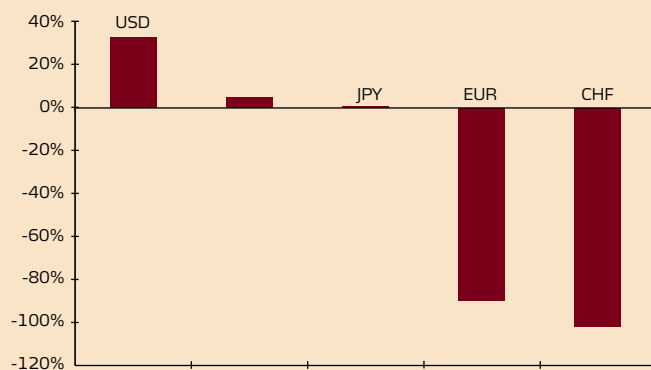
Nedenstående graf illustrerer den modvind euroen har været i det seneste kvartal. Den fælleseuropæiske valuta er blevet svækket over for stor set alle andre betydende valutaer. Den store fælles årsag til denne svækkelse, er de markante fald i de helt korte euro-renter, der p.t. er på niveauer, der indikerer, at næste rentehævning fra den europæiske centralbank kommer i andet halvår 2011. Dette er selvfølgelig en udløber af problemerne i Grækenland. Den græske tragedie rækker altså også ind på valutamarkedene.

CHF OG FORMUEPLEJE DET SENESTE ÅR



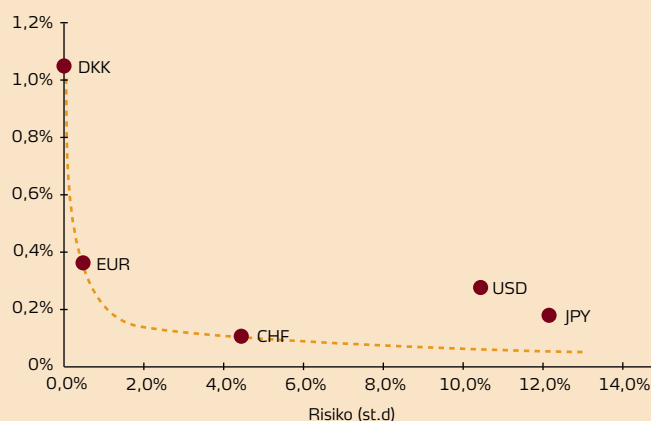
I det kommende kvartal er det Formueplejes forventning, at valutamarkedene igen bliver drevet af renteforskellene mellem regionerne. Vores holdning er, at forventningerne til den europæiske centralbank er alt for konservative, og at de korte euro-renter vil stige mere end forventet, hvilket vil styrke valutaen specielt over for de øvrige europæiske valutaer som f.eks. schweizerfranc. Samtidig forventer vi, at tegnene på, at Europas opsving bliver langt svagere end det amerikanske vil give styrke til den amerikanske dollar.

EKSPONERING I.F.T. EGENKAPITAL



Når eksponeringen er positiv, er der positivt afkast på en valutakursstyrkelse. Er eksponeringen negativ, er der positivt afkast på en valutakurssvækkelse.

LÅNERENTE



Den viste lånerente er baseret på 1-månedes LIBOR-renter og opgøres uden bankernes rentemarginal. Risikoen er beregnet på baggrund af historiske data og er ikke nødvendigvis udtryk for risikoen fremadrettet.

VALUTAPROGNOSE

	Spot	6 mdr. frem	12 mdr. frem
EUR	7,44	7,45	7,46
CHF	5,16	5,08	5,00
USD	5,46	5,68	5,90
GBP	8,44	8,67	8,90
JPY*	5,85	5,57	5,30

Kursen på JPY er skaleret med 100. Kurserne er i forhold til danske kroner. EUR – euro; CHF – schweizerfranc; USD – amerikansk dollar; GBP – britisk pund; JPY – japansk yen.

AKTIER

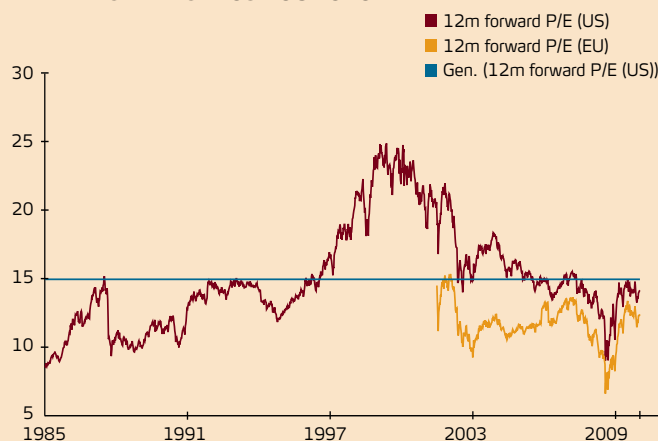
De globale aktiemarkeder er kommet godt fra start i 2010 på trods af sidste års kraftige fremgang. MSCI Verden (målt i USD) er således år til dato steget med knap 5%, hvilket bringer den samlede stigning op på godt 78% siden bunden i marts 2009.

Regnskaberne fortsatte i 1. kvartal med at overraske til den positive side. Mange virksomheder har det seneste år trimmet omkostningerne i et hidtil uset omfang og står på den baggrund godt rustet, når omsætningen igen kommer op i et højere gear.

Aktieanalytikerne forventer aktuelt, at aktierne i det amerikanske S&P500-indeks vil udvise en indtjeningsfremgang på ikke mindre end 40% i 2010 og yderligere knap 20% i 2011, og det bliver derfor vanskeligere fremadrettet for virksomhederne at overgå analytikernes stadigt højere forventninger.

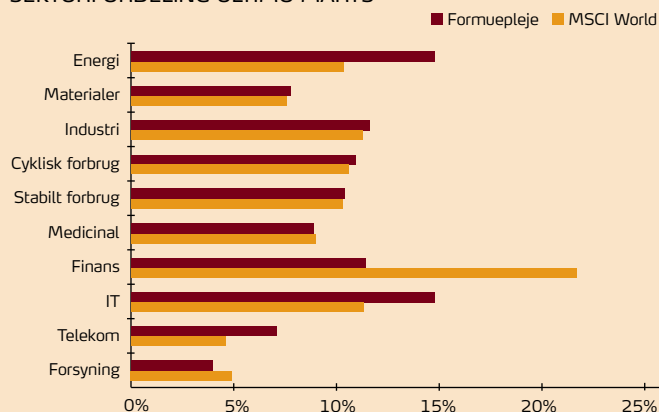
Baseret på indtjeningsforventningerne for 2010 handles aktierne i S&P500-indekset til en P/E på 15, hvilket er på niveau med det historiske gennemsnit. Dette synes måske ikke umiddelbart synderligt attraktivt i lyset af de fortsat mange usikkerheds momenter. Vi ser dog fortsat muligheder for specielt konservative kvalitetsselskaber, der i mange tilfælde ikke har profiteret af det seneste års indsnævring af risikopræmien.

VÆRDIANSÆTTELSE I USA OG EUROPA

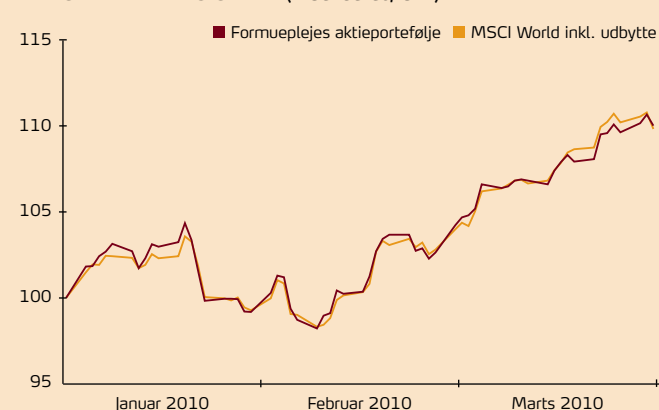


Centralbanker og politikere har det seneste års tid haft held til at stabilisere den globale økonomi, og de fleste økonomiske nøgletal viser nu entydigt tegn på bedring. Det står dog endnu tilbage at se om den økonomiske fremgang er selv bærende, eller om både den globale økonomi og aktiemarkedet kan stå distancen, den dag de mange stimuli tages af bordet igen.

SEKTORFORDDELING ULTIMO MARTS



AFKAST FRA ÅRETS START (indekseret, dkk)



NØGLETAL		
	Formuepleje	MSCI World
P/E 2010E	13,0	14,9
Kurs / Indre værdi	2,0	1,8
Standardafvigelse p.a.	14,3%	12,7%
Informationsratio	0,49	-

Nøgletallene viser aktieporteføljens egenskaber. P/E 2010E angiver værdiansættelsen i forhold til årets forventede indtjening, mens kursen i forhold til den indre værdi fortæller, hvad vi i gennemsnit betaler for 1 kroners egenkapital på tværs af aktieporteføljen. Aktieporteføljens historiske udsving for perioden måles ved standardafvigelsen. Informationsratioen angiver, hvor meget ekstra vi får i afkast for at øge standardafvigelsen i forhold til MSCI World. Forvaltere, der leverer afkast i øverste kvartil har typisk en informationsratio omkring 0,5.

FORVENTNINGER KOMMENDE 12 MDR.	
Aktieafkast	6,0%
Udbytte	2,0%
Total	8,0%

10 største aktier

De ti største aktier, der udgør ca. 28% af vores samlede aktieinvesteringer*.

Allianz  Allianz er et af Europas førende forsikringselskaber og har en stærk international tilstedeværelse. Selskabet tilbyder skades- og livsforsikring til både erhverv og private med Tyskland, Frankrig og Italien som de vigtigste markeder i Europa. I perioden 1998 til 2000 tilføjede Allianz porteføljepleje og bankdrift som supplement til forsikringsdelen. Herunder det anerkendte investeringselskab PIMCO. I forbindelse med kredittkrisen solgte den kriseramte Dresdner Bank til Commerzbank. Dermed er fokus i højere grad tilbage ved den rene forsikringsdrift, hvilket gør Allianz langt mere attraktiv i den kommende tid.

Microsoft Microsoft, der formentlig kendes bedst fra styresystemet Windows og Office-pakken, er et af verdens største it-selskaber. Deres stabile forretningsgrundlag i form af licens- og servicerelaterede indtægter, gør Microsoft særlig interessant i det nuværende investeringsmiljø. Microsoft bliver konstant udfordret af gratisprogrammer og nytænkning fra især Google. Ikke desto mindre har kundernes afhængighed af Microsofts produkter gentagne gange vist sig at være stærkere end som så. Trods markedets usikkerhed omkring holdbarheden i forretningsmodellen mener vi, der er større værdi i en investering i Microsoft end konkurrenterne.

IBM IBM er, som Microsoft, en af IT-sektorens supertankere og tilbyder, som følge af den serviceorienterede forretningsmodel, en høj og stabil indtjening samt et tilsvarende attraktivt cash flow. IBM søger at give virksomheder mulighed for at udnytte deres ressourcer optimalt og blive mere konkurrencedygtige gennem virksomhedsindsigt og brugen af it. Behovet for at effektivisere arbejdsgange og processer er en stor del af fundamentet for IBM's forretningsmodel, og skaber netop grundlaget for den stabile indtjening. For os er denne stabilitet en meget attraktiv egenskab, der samtidig er relativ modstandsdygtig, selv i en økonomisk udfordrende periode.

Danske Bank

Danske Bank har som bekendt haft en hård tur gennem finanskrisen. Nedskrivninger på udlån i særligt Irland og Danmark har haft en stor betydning for de seneste regnskabsaflæggelser. Vi mener, at fremtiden for bankerne i høj grad bliver bestemt af kapitalgrundlagets størrelse samt adgangen til likviditet. Kapitalgrundlaget, fordi det udtrykker evnen til at modstå fremtidige tab, men også evnen til at opfylde eventuelle fremtidige regulatoriske krav. Effekten af manglende likviditet så vi under krisen, og en tilstrækkelig likviditet skal derfor sikre bankforretningen såfremt situationen på kapitalmarkederne forværres. Danske Bank bør efter deltagelse i bankpakkerne, øget fokus på indlån og udstedelse af obligationer, være relativt godt rustet til fremtiden.



G4S er en global sikkerhedsvirksomhed, der servicerer regeringer, virksomheder og andre organisationer samt private. Sikkerhedsopgaverne er meget varierede og spænder fra bygninger til store begivenheder som sports- og koncertarrangementer til private vagtopgaver. Selskabet har også en "cash-handling" forretning, som håndterer store cash beholdninger for detailforretninger og servicerer kontantautomater. G4S har knap 600.000 ansatte og sin primære forretning i Europa og Nordamerika, og nye vækstmarkeder bidrager i stigende grad til væksten. Vi forventer, at G4S vil se et pænt løft i den organiske vækst i løbet af 2010. Højere marginer, et stærkt frit cash-flow og moderat værdiansættelse. Det gør aktien til et interessant investeringsobjekt. >>

Forsikringer

* Listen er ikke en anbefalingsliste. Aktierne skal ses i sammenhæng med de samlede porteføljer, hvori aktierne indgår. Rækkefølgen er vilkårlig og er ikke udtryk for rangordning.



Vale er Brasiliens og Latinamerikas største privatejede selskab og verdens største producent af jernmalm og anden største producent af nikkel. Selskabet ejer egen infrastruktur som jernbaner og havne og beskæftiger 500.000 globalt. Jernmalm er den væsentligste ingrediens i fremstillingen af stål og jern, der især finder anvendelse i byggeriet, automobilindustrien, den maritime industri og maskinindustrien. Vales jernmalm udmærker sig ved, at deres miner indeholder den højeste kvalitet malm med færrest urenheder, hvilket reducerer forarbejdningsomkostningerne for selskabets kunder. Til gengæld er der betydelige transportomkostninger forbundet med afskibningen af jernmalm fra Brasilien til forbrugsområderne i Asien. Vi vurderer, at Vale i 2010 vil fordoble driftsoverskudet til ca. 10 mia. USD, bl.a. på baggrund af øgede volumener og markant højere priser. I løbet af de næste fem år vil Vale transformere sig til en mere diversificeret mineproducent, hvilket vil reducere risikoen i selskabet og styrke prisfastsættelsen.



Israelske Teva er verdens førende indenfor fremstilling kopimedicin og markedsfører tillige farmaceutiske produkter, hvor det vigtigste er Copaxone mod multiple sclerose. Vi forventer, at Teva vil nyde godt af den globale trend mod øget brug af kopimedicin, og med baggrund i sin ledende position, vil levere en indtjeningsvækst, der ligger over sammenlignelige selskaber. Derfor anser vi Teva som en attraktiv investering på kort og lang sigt.

HALLIBURTON

Halliburton er hjemmehørende i USA. Selskabet er et internationalt olieservice selskab med aktiviteter over hele verden, som tilbyder rådgivende ingeniør ydelser og påtager sig integrerede løsninger indenfor udforskning, udvikling og produktion af olie- og gasfelter. Halliburton er en attraktiv langsigtet investering, da selskabet vil drage fordel af et stadigt stigende behov for udforskning og udvinding af olie.



Amerikanske ConocoPhillips er et internationalt integreret energiselskab med aktiviteter indenfor udvikling, produktion, salg og transport af olie og gas samt kemikalier. Med udsigt til fortsat forbedrede konjunkturodsigter og svagt stigende efterspørgsel efter olie vil der langsigtet være en bund under olieprisen. ConocoPhillips vil i et scenario med stigende oliepriser nyde godt af udviklingen i forhold til andre integrerede selskaber.



AkerSolutions er et norsk selskab med en betydelig ekspertise indenfor bygning af store industrielle anlæg, herunder bl.a. olie- og gasindustrien, raffinaderier, petrokemiske anlæg og skibsbygningsanlæg. AkerSolutions er en attraktiv langsigtet investering, hvor selskabet vil drage fordel af et stadigt stigende behov for udforskning og udvinding af olie på svært tilgængelige lokaliteter og det begrænsede udbud af borerigg.

