

Fra Guldlok til Double Dip?

Nervøsiteten over statsgæld og offentlige underskud bredte sig for alvor i løbet af kvartalet. Især gik det ud over euroen, ligesom aktiemarkedene havde det svært. I starten af maj – inden nervøsiteten for alvor brød løs – sikrede vi alle låneporteføljer mod kraftige CHF-stigninger.

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



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 – et såkaldt "Guldlok"-scenario.

I 2. kvartal er den lempelige finanspolitik og især forventningerne om en sådan blevet afløst af finanspolitiske opstramninger - særligt i de europæiske økonomier.

FINANSPOLITIKKEN DIKTERET AF DEALERNE

Opstramningerne implementeres bredt – også i de lande, som har orden i "husholdningen" såsom Tyskland og Danmark. At selv de relativt sunde økonomier vælger sparevejen, på trods af sund offentlig økonomi og massivt behov for aktivitet og arbejdspladser, skyldes primært frygt. Politikerne er ganske enkelt bange for de markedsreaktioner, der kan opstå på baggrund af "dealer-snak". Skrækeksemplet er Spanien, hvor vi i andet kvartal så statsrenter stige kraftigt i takt med renterne i Grækenland og Portugal. Og jo – Spanien har sit at kæmpe med, men landet kan, efter min

vurdering, ikke umiddelbart sammenlignes med de to øvrige, da det økonomiske grundlag er meget stærkere. Hertil kommer, at spanierne er gået forrest i ønsket om at få offentliggjort stress-test af bankvæsenet i EU.

ONE SIZE FITS ALL = KRISE?

Fra Asien-krisen i 1998 lærte Den Internationale Valutafond, IMF, at "one size fits all"-finanspolitik til forskellige lande ikke er godt.

For at rekapitulere, så indledtes Asien-krisen med at nogle mindre østasiatiske økonomier, Thailand og Indonesien, havde problemer med offentlig gæld og statsunderskud. Præcis som i eurozonen i dag vågnede de finansielle markeder "pludselig" op og begyndte at trække penge ud – med store rentestigninger til følge. Krisen i de to "økonomiske dværge" skabte nervøsitet for den

>> "Spend now, while the economy remains depressed; save later, once it has recovered. How hard is that to understand?"

Paul Krugman, Professor og nobelpristager i økonomi, finanspolitiske opstramninger. New York Times 2010



langt større og mere robuste økonomi i Sydkorea, som også måtte opleve rentestigninger og konsultation fra IMF. Resultatet blev, at IMF satte alle problemøkonomierne på samme hårde hestekur. For Sydkoreas vedkommende konkluderede IMF efterfølgende, at "hestekuren" var for hård og unødvendig, men skaden var sket, og økonomien kørte i slæbe gear langt længere end nødvendigt.

De europæiske politikere har tilsyneladende glemt denne lektie, eller de har ikke hørt efter.

DEN DÅRLIGE NYHED

De kraftige finanspolitiske stramninger i de europæiske økonomier vil kunne mærkes af forbrugere og virksomheder de kommende år. Derfor er opstramningerne dårligt nyt for væksten, og det øger risikoen for deflation og "japanske" tilstande i de europæiske økonomier. Det er da også på den baggrund, at vi nedjusterer vores vækstskøn for EU for anden gang i 2010.

DEN "GODE" NYHED

Som en konsekvens af opstramninger og deraf lavere vækst vil renterne i EU forblive meget meget lave i længere tid. Isoleret set en god nyhed for låntagere, obligationsinvestorer og – såfremt væksten ikke går helt i stå – aktieinvestorerne. Med andre ord "Guldlok" lever lidt endnu netop pga. rekordlave renter, fravær af inflation og – såfremt privatforbruget kan supplere det offentlige ditto – en nogenlunde fornuftig efterspørgsel.

REAL BNP-VÆKST

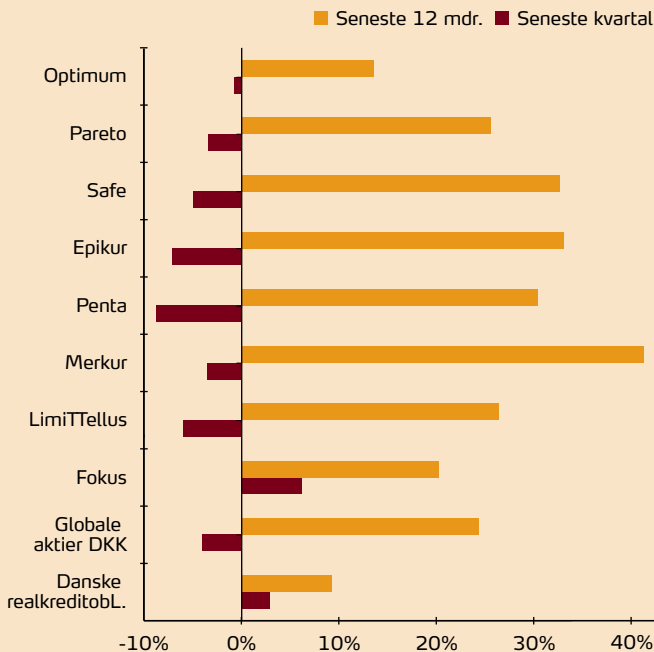
| % YoY | 2009 Konsensus | 2010 Formuepleje | 2010 Konsensus* |
|---------------------|-------------------|---------------------|--------------------|
| Europa | -3,6% | 1,1% (1,3%) | 1,1% (1,2%) |
| USA | -2,4% | 3,0% (2,6%) | 3,2% (3,0%) |
| Japan | -5,7% | 2,1% (1,6%) | 2,2% (1,9%) |
| Kina | 8,2%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

(x) angiver værdier fra sidste offentliggjorte vækstforventninger, såfremt der er ændringer

*Consensus Economics, Economist, IMF, Bloomberg og Formuepleje

Dermed er et egentligt Double Dip-scenario, hvor økonomierne kører tilbage i recession, ikke vores hovedscenarie, men vi anerkender, at væksten sandsynligvis taber momentum i H2 2010 og starten af 2011. Vi vil naturligvis holde skarpt øje med tegn på, hvorvidt økonomierne endnu engang vender vækstpilen nedad.

1 3 OG 12 MÅNEDERS AFKAST



Kilde: Formuepleje og Bloomberg

MISSIONEN: AT ØGE OG BEVARE FORMUEN

Skulle det ske, at det, vi nu vurderer som usandsynligt, bliver sandsynligt, vil vi tage vores forholdsregler for at sikre porteføljerne, præcis som vi valgte at gøre det i 2. kvartal på valutamarkedene (CHF).

Netop i 2. kvartal var Formueplejeselskaberne præget af de nervøse og negative aktiemarkeder, hvor især de mest aktiefølsomme selskaber havde det svært. Således faldt det rent aktiebaserede selskab, LimiTTellus, med ca. 6% mens det rent obligationsbaserede selskab, Fokus, steg med ca. 6%. Målt på 12 måneders sigt er disse selskaber steget med henholdsvis 26,7% og 28,2%. Samtlige selskaber har leveret positivt afkast i 2010, ligesom afkastene de seneste 12 måneder varierer mellem 13,8% og 41,8%.

På de følgende sider kan De se, hvordan Formueplejes fokus er på de forskellige markeder og aktiv/passiv-klasser ved indgangen til 3. kvartal.

Udgangspunktet i de følgende tabeller og figurer (side 36-40) 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

Gældskrisen i Sydeuropa satte dagsordenen på rentemarkederne i 2. kvartal. I de "dårlige" lande med store underskud og høj gæld steg statsrenterne kraftigt, mens renterne faldt markant i de "gode" lande. Danmark er en af dukserne med et lille underskud og en forholdsvis lav gæld, så danske obligationer profiterede af usikkerheden omkring finanserne i de sydeuropæiske lande.

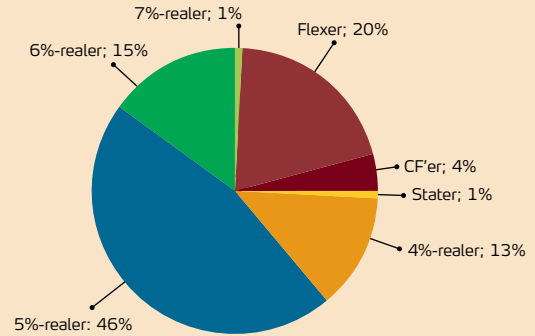
Historisk set er renterne allerede meget lave, og når usikkerheden omkring de sydeuropæiske lande aftager, vil renterne sandsynligvis kravle lidt op.

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

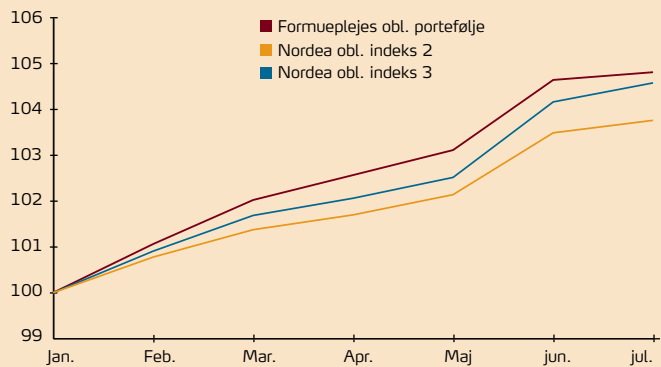


Selvom forskellen mellem de korte og lange renter er blevet mindre, jf. ovenstående graf, så er det historisk set stadig attraktivt at låne i den korte ende af rentekurven og investere i længere løbende obligationer. Specielt fordi der er lange udsigter til renteforhøjelser fra centralbankerne og derved højere korte renter.

FORDELING AF OBLIGATIONER PÅ KATEGORIER



AFKAST FORMUEPLEJES OBLIGATIONSPORTEFØLJE sammenholdt med Nordeas obligationsindeks



Indekseret værdier, 1.januar 2010 = 100. Som sammenligningsgrundlag er anvendt Nordeas obligationsindeks med rentefølsomhed på hhv. 2 og 3, da rentefølsomheden på Formueplejes obligationsportefølje har været mellem 2,7 og 3,7 i 1.kvartal og mellem 1,25 og 2,8 i 2.kvartal.

| NØGLETAL | | | |
|----------------|-------------|----------------------------------|----------------------------------|
| | Formuepleje | Nordea indeks Rentefølsomh. 2 | Nordea indeks Rentefølsomh. 3 |
| Rentefølsomhed | 1,53 | 2,00 | 3,00 |
| Konveksitet | -1,98 | -1,67 | -1,81 |

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 1,53 til 3,51 (+1,98).

| FORVENTNINGER KOMMENDE 12 MDR. | | |
|--------------------------------|--------------|--------------|
| | pr. 30.06.10 | 12 mdr. frem |
| 2-årig statsrente DKK | 0,91% | 1,75% |
| 10-årig statsrente DKK | 2,67% | 3,25% |
| 2-årig swaprente DKK | 1,71% | 2,25% |
| 10-årig swaprente DKK | 3,04% | 3,50% |

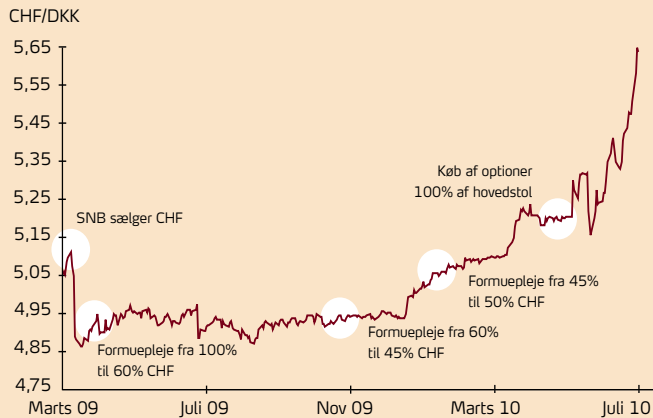
Swap-rente er en interbank-rente, og derved et udtryk for en kreditrente, da der er større risiko på banker i forhold til staten. Derfor bruges swap-renter typisk som udgangspunkt ved vurdering af prisfastsættelsen af danske realkreditobligationer.

Valuta

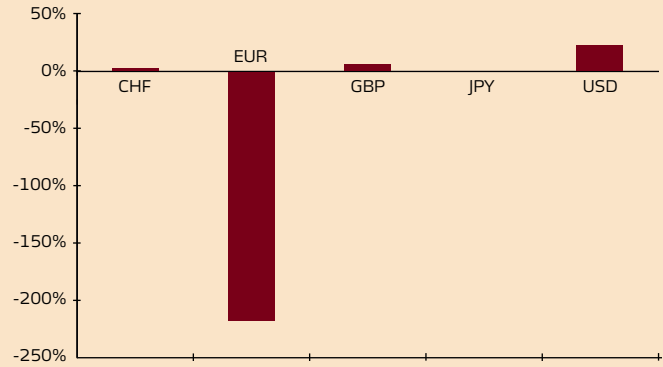
Som nedenstående figur tydeligt illustrerer, var valutamarke-derne i 2. kvartal 2010 præget af store kursudsving. Årsagen er naturligvis, at gældsproblemerne i Sydeuropa har skabt usikkerhed om euroens fremtid, hvilket har fået investorerne til at beskytte sig mod et muligt euro-kollaps ved at sælge valutaen fra. Som figuren viser har Formuepleje beskyttet sig mod dette udfald via køb af beskyttelse på optionsmarkedet. Eksponeringen mod schweizerfrancen generelt er meget tæt på 0 i selskaberne, hvilket ses på figuren øverst i højre spalte.

Det er Formueplejes forventning, at usikkerheden på valutamarkedet vil fortsætte langt ind i 2. halvår 2010. Det er ikke forventeligt, at EU eller den europæiske centralbank vil være i stand til helt at fjerne usikkerheden omkring gældsproblemerne inden for den nærmeste fremtid, og så længe udfaldet er afhængig af politisk vilje, vil nervøsiteten være stor.

CHF OG FORMUEPLEJE DET SENESTE ÅR

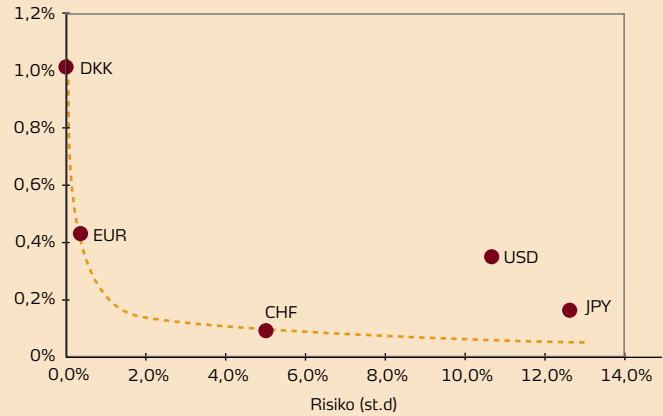


EKSPONERING I.F.T. EGENKAPITAL



Ovenstående figur viser Formueplejes samlede investeringsmandats valutaeksponering. Anvendelsen af optioner øgede pr. 1. juli eksponeringen mod CHF med ca. 92%. Uden optionerne ville CHF-eksponeringen have været omkring -90%. På samme vis sænkede optionerne eksponeringen mod EUR med samme %-sats.

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 | 7,45 | 7,46 | 7,46 |
| CHF | 5,61 | 5,46 | 5,30 |
| USD | 6,06 | 6,11 | 6,15 |
| GBP | 9,12 | 9,26 | 9,40 |
| JPY* | 6,84 | 6,42 | 6,00 |

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

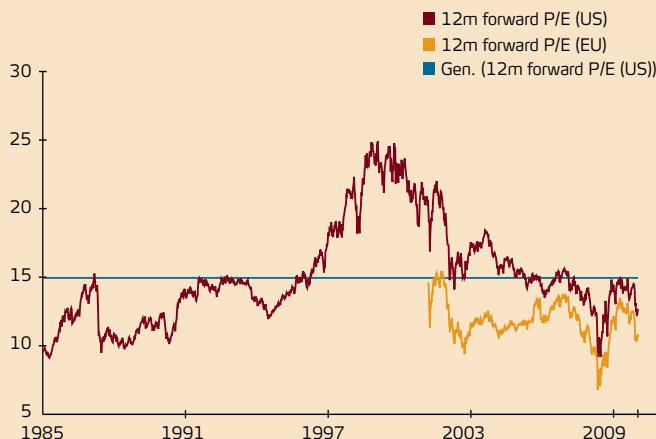
De globale aktiemarkeder har i 2. kvartal udvist betydelige kursfald. MSCI Verden (målt i USD) er faldet med knap 13%. Styrkelsen af US-dollar overfor danske kroner opvejer dog størstedelen af faldet, og målt i kroner er der således kun tale om et mere beskedent fald. Det danske OMXC20 er hidtil sluppet nådigt, hvilket dog primært skyldes en kraftig stigning i Novo Nordisk og i mindre udstrækning A.P. Møller Mærsk, der til sammen udgør knap halvdelen af indekset. Vores aktieporteføljer indeholder begge aktier.

Det altoverskyggende tema i 2. kvartal har været den latente risiko for statsbankerot i Grækenland, hvilket på ny har gjort investorerne nervøse. EU og IMF kastet en foreløbig redningskrans ud til Grækenland i form af en hjælpepakke, ligesom ECB har påbegyndt køb af statsobligationer fra de kriseramte lande i et forsøg på at hindre en yderligere eksplosion i de respektive landes lånerenter.

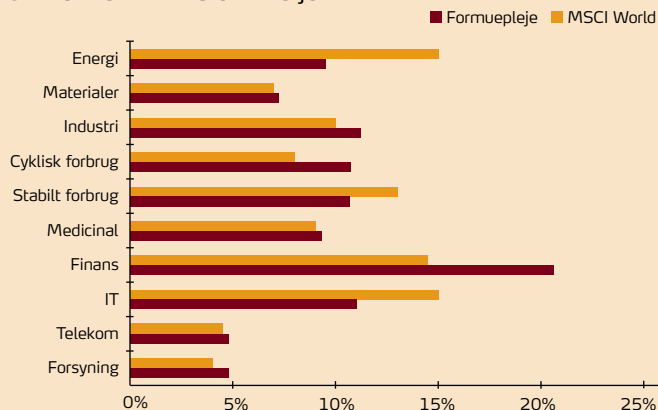
Blandt de selskabsspecifikke nyheder kan specielt fremhæves BP's olietæk i den mexicanske golf, der har forårsaget kraftige kursfald for energisektoren. Aktieporteføljen indeholder ikke BP, men de kraftige kursfald for sektoren har ikke desto mindre haft negativ indflydelse på porteføljens afkast.

Analytikerne opjusterer fortsat forventningerne til de kommende års indtjening. Det er vores opfattelse at prisfæstelsens på aktiemarkedet umiddelbart forekommer attraktiv, såfremt man kan tro på de forholdsvis aggressive indtjeningsforventninger. Det står dog endnu hen i det uvisse i hvilken udstrækning de finanspolitiske opstramninger påvirker forbrugerne og dermed i sidste ende selskabernes indtjening.

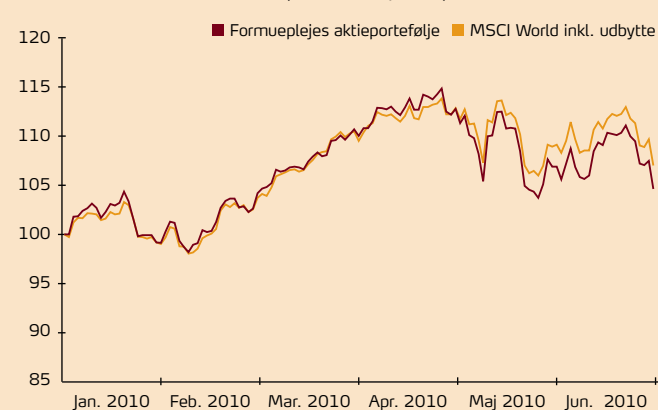
VÆRDIANSÆTTELSE I USA OG EUROPA



SEKTORFORDELING ULTIMO JUNI



AFKAST FRA ÅRETS START (indekseret, DKK)




| NØGLETAL | | |
|------------------------|-------------|------------|
| | Formuepleje | MSCI World |
| P/E 2010E | 9,75 | 11,23 |
| Kurs / Indre værdi | 1,51 | 1,45 |
| Standardafvigelse p.a. | 20,2% | 18,0% |
| Informationsratio | -0,9 | - |

Nøgletallene viser aktieporteføljens egenskaber. P/E 2010E angiver værdiansættelsen i forhold næste års 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. I 2. kvartal er informationsratio desværre negativ, hvilket skyldes at vores aktieportefølje har klaret sig dårligere end MSCI World.

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

De bedste aktier lige nu

Som en service for aktionærene begrundet vi her kort vores aktuelle valg af de 10 største aktiepositioner på tværs af selskaberne – de bedste aktier lige nu. De 10 største aktier udgør ca. 30% af vores samlede aktieinvesteringer.*

Allianz  Allianz er et af Europas førende forsikrings-selskaber 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 investerings-selskab PIMCO. I forbindelse med kreditkrisen 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.



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 marginaler, et stærkt frit cash-flow og moderat værdiansættelse. Det gør aktien til et interessant investeringsobjekt.



Ahold er en internationalt orienteret supermarkeds-kæde, hvor knap 60% af omsætningen kommer fra USA og den resterende del kommer fra i alt 9 europæiske lande. Selskabet driver knap 3.000 butikker med 200.000 ansatte, og har et samlet butiksareal på godt 4 mio. m². Ahold ejer endvidere væsentlige aktieposter i svenske ICA og portugisiske Jeronimo Martins. Aktien er præget af en stabil drift og en yderst velpolstret balance, og vi vurderer, at Ahold i de kommende år står godt rustet til at ekspandere organisk eller købe svagere konkurrenter. Aktien er i vores øjne interessant pga. de stabile egenskaber og en ganske moderat værdiansættelse.

>>



*Bemærk: Der er ikke tale om en traditionel anbefalingsliste. Aktierne skal ses i sammenhæng med de samlede porteføljer. Rækkefølgen er vilkårlig og ikke udtryk for rangordning. Endelig skal det understreges, at hverken Formueplejeselskaberne eller Formuepleje A/S har nogen interesse i at omsætte aktierne, idet det alene betyder omkostninger til eksterne aktører. De ti største aktiepositioner i de enkelte Formueplejeselskaber fremgår af faktasiderne bagest i magasinet FORMUE.



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.



RSA's historie går 300 år tilbage, da forsikringsselskabet 'The Sun' blev grundlagt. Den nuværende selskabsstruktur blev skabt i 1996, da Englands to største forsikringsselskaber, 'Royal Insurance' og 'Sun Alliance', dannede 'Royal & SunAlliance'. RSA's engelske forsikringsforretning udgør 40% af præmieindtægterne, mens den internationale forretning – herunder Codan i Danmark – udgør de resterende 60%. RSA er et meget konservativt forsikringsselskab, hvor risikostyringen dikterer både forsikringsforretningen og selskabets investeringsstrategi. Fokus er i høj grad på at skabe et attraktivt og vedvarende indtjeningsniveau. Blandt andet derfor, har RSA manøvreret stort set uberørt gennem krisen, og står stadig meget stærkt i en usikker fremtid.



FLSmidth & Co A/S er et fokuseret selskab, der er en ledende udbyder af udstyr og service til den globale cement- og mineralindustri. FLSmidth er et globalt selskab, der beskæftiger mere end 10,500 personer over hele verden. 80% af afsætningen sker i Emerging Markets, og dermed er selskabet det danske selskab, der har den største eksponering mod de nye vækstlande. Selskabet har igennem de senest år gennemgået en fokuseringsstrategi, hvor selskabets to hovedforretningsenheder Cement og Minerals udgør 50/50 af selskabets aktiviteter. FLSmidth har en stærk historisk track-record og et teknologisk forspring i forhold til konkurrenterne, og samtidig er den cykliske risiko blevet mindre i takt med indgåelse af servicekontrakter. Vi forventer, at FLSmidth vil fortsætte med at drage fordel af den stigende globale økonomiske vækst, der primært vil finde sted i Emerging Markets.

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 konjunkturudsigter 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.

