



### FRA DEPRESSION TIL RECESSION

At den globale økonomi det sidste år har oplevet den største nedtur siden 1930'ernes "Store Depression" er for længst bekræftet. For blot få måneder siden var dagsordenen endnu en depression – måske endda på niveau med den navnkundige for 80 år siden. Heldigvis kom det ikke så vidt og kommer det sandsynligvis heller ikke i denne konjunkturedgang. Siden marts har økonomierne og ikke mindst de finansielle markeder nemlig stabiliseret sig som følge af (foreløbig) succesrige interventioner fra centralbanker og regeringer verden over. En selvopfyldende profeti mellem bedre ledende tillidsindikatorer og positive aktie- og kreditmarkeder har løftet fokus fra depression til recession. Altså en tilstand hvor de økonomiske variable stadig er negative, men bare mindre negative end for 3-6 måneder siden.<sup>1</sup>

Således forventer de fleste aktører nu positiv BNP vækstfremgang allerede næste år. Senest var IMF ude med en opjusteret 2010 prognose på 2,5% mod tidligere 1,9% fra april og denne ændring afspejler meget godt den fornyede tro, der er kommet ovenpå efterårets og vinterens Armageddon tilstand (verdens undergang). I 2009 er det stadig recession der vil præge billedet, og IMF vurderer her en tilbagegang på -1,4%, som er det største fald siden Anden Verdenskrig. Det er de udviklede lande (USA, Europa og Japan mm.), der trækker voldsomt ned mens lande som eg. Kina stadig vil stå godt.

### DE LANGE DANSKE STATSRENTER STIGER UNDER STOR USIKKERHED

De "grønne skud" som de spirrende positive tendenser i konjunktoren og på de finansielle markeder er blevet døbt af Ben Bernanke, har også løftet forventningen til fremtidig højere vækst og dermed højere inflation. Dette løftede den 10-årige danske rente i vejret med 0,5%-point fra 3,6% i marts til 4,1% i juni før den igen faldt ned til 3,8%. Altså i alt en stigning på 20bp.

Den historiske store tilførsel af centralbanklikviditet<sup>2</sup> til markedet gennem traditionelle og ikke mindst utraditionelle kanaler fik en overgang mange investorer til at tvivle på om inflationen kunne holdes fra døren. En klassisk debat på de akademiske gange og i markedet, mellem Monetarister og Keynesianere, men som ikke har noget facit. Det lykkedes dog alligevel at tegne inflationsspøgelset så tydeligt, at inflationsusikkerheden og dermed de lange renter også steg på denne baggrund.

En sidste fundamental faktor, der har presset renterne op, er den massive udstedelse af statsobligationer til at finansiere hjælpepakkerne. Her er Danmark trods ca. 90mia i forventet underskud i år på statsbudgettet stadig duks. Mange lande, herunder bl.a. Irland, har derimod fået statsgælden "downgraded", som følge af de massive underskud. Andre landes kreditværdighed er sat på "negativ watch", hvilket ikke mindst skabte turbulens, da det ramte Storbritannien. Pludselig blev USA's AAA rating nemlig også sat til debat.

Alle disse negative faktorer for de lange renter er dog delvis gået i sig selv igen, bl.a. fordi USA's regering har sat fokus på nødvendigheden af finanspolitisk konsolidering inden for en årrække. Derudover er det lykkedes centralbankerne at nedtone inflationsrisikoen med deres programmer. Renterne er siden midten af juni derfor hastigt faldet igen.

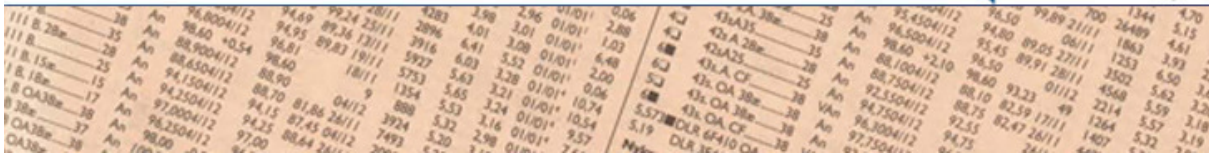
### DE KORTE DANSKE STATSRENTER FALDER YDERLIGERE

ECB har sat renten ned til 1% og holdt den der siden maj. Danmarks Nationalbank har gradvist indsnævret spændet til ECB-renten da valutareserven er steget voldsomt. Renten er nu 1,55% og spændet dermed 0,55%, hvilket skal ses i forhold til spændet på 1,75% da krisen rasede i efteråret. ECB's løbende massive likviditetstilførsel bl.a. ved en nylig 1-årig auktion på EUR 442mia., og introduktion af et Covered Bond opkøbsprogram<sup>3</sup>, har skubbet de helt korte renter ned på historisk lave

<sup>1</sup> Der tales om enten "turning" eller inflection" points, hvor det første er en egentlig vending fra negativ til positiv (BNP vækst eksempelvis). Det sidste, og det er der vi er nu i konjunkturcyklen, er en vending i hastigheden, eksempelvis når BNP går fra -4% til -3%.

<sup>2</sup> Det er i forhold til diskussionen af likviditetens eventuelle påvirkning på inflationen væsentligt at sondre mellem centralbank likviditet (M0) og likviditeten skabt i den kommercielle bankverden (M1,M2,M3..). I et så usikkert miljø som nu låner de kommercielle banker nemlig penge af centralbanken og lader dem stå der som back-up/sikkerhed. Dette er selvfølgelig ikke inflationært. Udlånene til husholdninger og virksomheder tæller under de andre M'er. Disse har typisk større sammenhæng med inflation (teoretisk set kunne husholdninger og virksomheder også godt låne penge og lade dem stå i banken som sikkerhed, det er bare sjældent).

<sup>3</sup> Ligesom både FED og BoE har nu også ECB introduceret et program der har til formål at hjælpe virksomhederne/husholdningerne direkte ved at yderligere likviditet (lavere renter) i Covered Bond segmentet. Dette svarer til vores SDO baserede flexobligationer. I alt er der afsat EUR 60mia i dette program.



niveauer. Lidt længere ude på kurven er renterne dog blev påvirket lidt af de forhold der er nævnt ovenfor. Der ligger forventninger til forhøjelser af de styrende renter i sommeren 2010.

### KREDITSPÆND INDSNÆVRET PÅ DANSK REALKREDIT

I løbet af kvartalet er risikopræmier generelt blevet lavere i takt med bedre økonomiske og likviditetsmæssige forhold. Det segment som er kommet først ud af dødvandet er Investment Grade obligationer, herunder også de danske realkreditobligationer. Udover den "internationale løftestang" pga. lavere risikopræmier, er der dog flere forhold på det danske marked, der isoleret set har skubbet yderligere til performance i realkreditsegmentet.

De historisk lave korte renter og den generelt stejle rentekurve ud til 30 år har skabt 3 tendenser i det danske realkreditmarked. For det første har låntagere opkøbt deres 5% obligation i markedet og udstedt flexlån til finansiering. For det andet har låntagere konverteret deres 6% og 7% lån og ligeledes finansieret det i flexlån. Sidst, nylån kommer også primært i flexlån. Faktisk er der stort set hver dag tale om nettoopkøb i både det konverterbare og CF segmentet på bekostning af udstedelse helt inde på flexkurven.

Denne jagt efter investorernes papirer fra låntageres side (til opkøb) har naturligvis presset performance yderligere i vejret. Ved sidste indfrielse (01.07.09) var der tale om det største genplaceringsbehov af afdrag, kupon og ekstraordinært afdrag siden januarterminen 2006. I alt 65mia i likviditet kom til markedet primært som følge af indfrielse (til kurs 100) på op mod 50% af den udestående mængde i 7% segmentet, som her, kun 1 år efter åbningen er "udbrændt", dvs. låntagerne stort set har konverteret serien i bund. Genplaceringsbehovet har skabt yderligere performance i hele realkreditsegmentet. Trods den store udstedelse af flex'erne, har den massive likviditet der er skabt af centralbankerne i den korte ende, skabt efterspørgsel efter dette segment, så det også har performet.

### PORTEFØLJESTRATEGI OG AKTIVITET

Vi har hele året ligget med en overvægt på varigheden i forhold til benchmark. En del af denne overvægt skal tilskrives strategisk tro på at renterne skal yderligere ned, mens den anden del er af mere taktisk karakter, hvormed forstås at den skal afdække dansk realkredits underperformance ved rentefald og vice versa.

Vi har i dette kvartal hovedsagelig haft varigheden i realkredit og således nydt godt af segmentets performance. Selvom de lange statsrenter er steget har de lange realer stadig leveret positivt afkast som følge af kreditspændsindsnævringen. I den korte ende har flex'erne leveret et solidt afkast, både absolut og relativt. Alt i alt er der skabt et højt afkast i porteføljen i år og væsentligt bedre end benchmark.

Vi har løbende det seneste kvartal reduceret andelen af konverterbare realer som følge af segmentets performance siden oktober 2008. Både 4% og 5% segmentet er solgt fra til forhold for henholdsvis stater og flexobligationer. Givet den høje performance i realkrediten, den sidste måned især, overvejer vi at sælge yderligere fra. I første omgang de konverterbare og i anden omgang flex'erne.

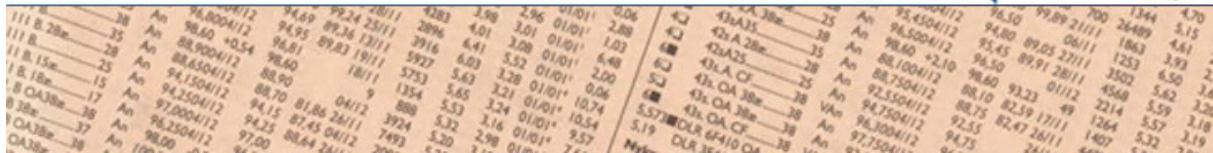
Generelt er Investment Grade segmentet stort set tilbage på "før-Lehman"<sup>4</sup> niveau, i prissætning. For danske konverterbare realers vedkommende gælder det at de handles som om der ikke er nogen kreditkrise tilbage.

### FORVENTNINGER TIL OBLIGATIONSMARKEDET

Vi vurderer, at FED vil holde den korte rente uændret på de ca. 0% i lang tid, og i hvert fald året ud. ECB holder renten på 1% hele året og hæver i hvert fald ikke før sommeren 2010. Vi vurderer, at skal der tilføres yderligere stimuli bliver det ved fortsættelse og/eller udvidelse af utraditionelle metoder, herunder ikke mindst opkøb af Covered Bonds (ECB) og MBS'er (FED). Muligheden for yderligere centralbankopkøb af statsobligationer vurderer vi stort set er lig nul, da markedet bestemt ikke kan lide denne metode, da den giver associationer om fortidens inflationære gældsfinansiering med seddelpressen.

De lange obligationer i Danmark, herunder realkreditobligationer, vurderer vi går en mere stabil afkastperiode i møde. For det første vil de lange renter stadig falde i takt med fortsat aftagende inflation og vækstproblemer. For det andet, begynder likviditeten nu for alvor at flyde og vil før eller siden smitte af på renterne længere ude på kurven. Det løbende afkast ved at søge "udad" på rentekurven er historisk højt, men investorerne er endnu ikke der hvor en kombination af lave inflationsforventninger og rigelig likviditet gør det attraktivt at søge derud.

<sup>4</sup> Lehman Brothers konkurs mandag den 15. september 2008 bliver (er) en milepæl i økonomisk og finansiel historie. Fremadrettet vil mange finansielle variable blive målt ud fra denne dato.

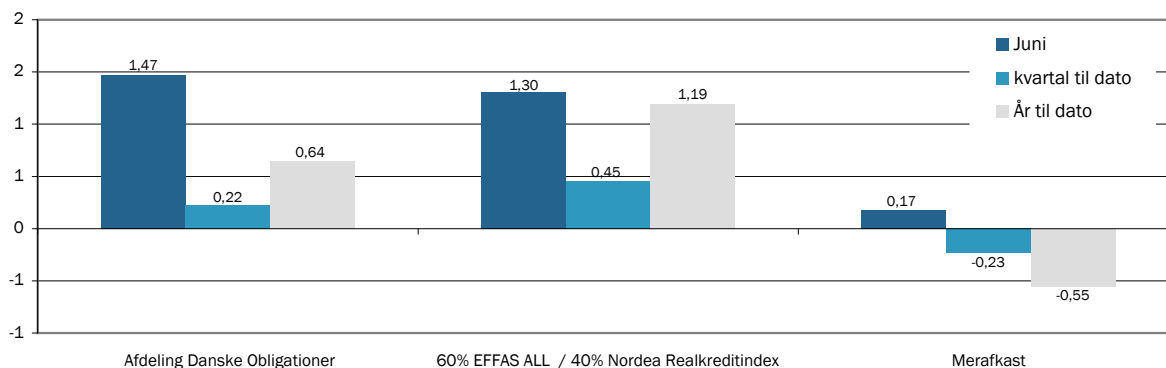


Vi vurderer dog at en sådan kombination, er det centralbankerne arbejder hen imod for på den måde for alvor at få gang i lånekonverteringerne, i eksempelvis de amerikanske husholdninger. En ny konverteringsbølge, mener mange, er en nødvendighed for at kompensere for tabet af disponibel indkomst fra den stigende arbejdsløshed. Selvom det stadig ikke er blevet udelukket at introducere en ny massiv hjælpepakke i USA (eg. skattelettelser) breder der sig en stemning af at dette ikke er den rette vej længere.

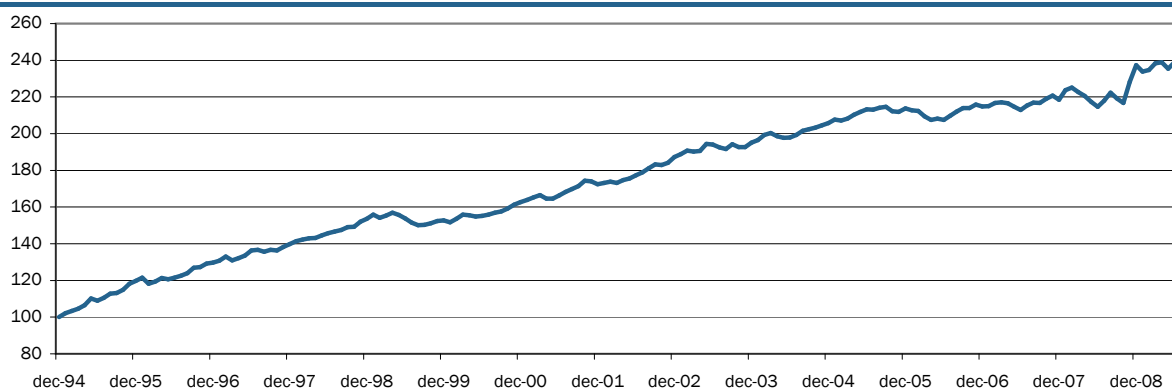
Vi vurderer at de lange renter vil falde yderligere, dog under fortsat stor usikkerhed, så vi vil sandsynligvis benytte den seneste tids kraftige kursstigning til at reducere varigheden noget. Reduktionen i varigheden vil blive i lange stater og realer.

### Afkast afdeling Danske Obligationer 2009

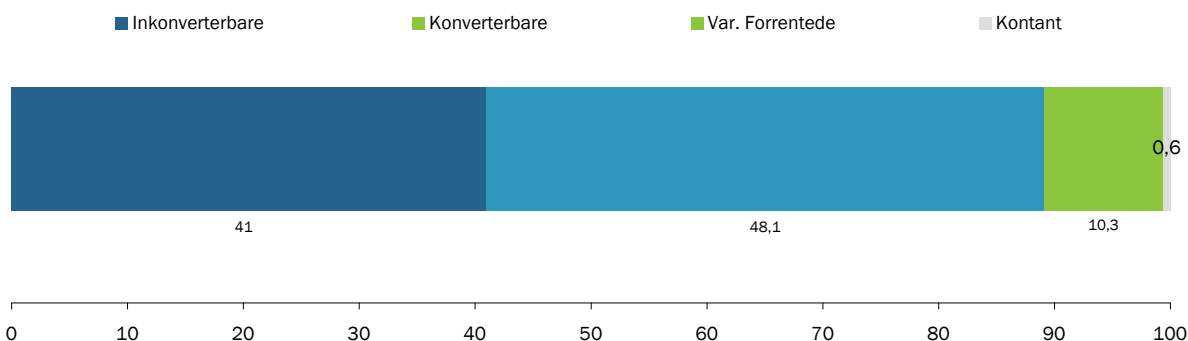
Afdelingens afkast er opgjort til indre værdi



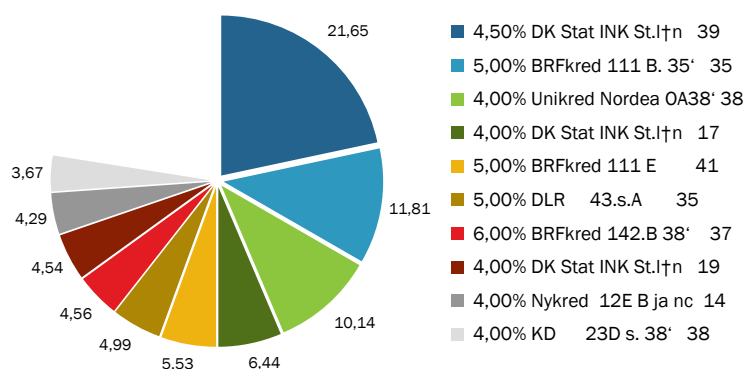
### Afkast afdeling Danske Obligationer siden start



### Valutafordeling



### 10 største beholdninger



Den, der anvender dele af informationen heri, bør særligt være opmærksom på, at informationen tilgodeser situationen på tidspunktet for tilblivelsen og hurtigt kan blive uaktuel. Opsparing gennem fonde indebærer altid en risiko. Vær opmærksom på, at tallene er historiske, og at tidligere afkast ikke kan anvendes som en pålidelig indikator for fremtidige afkast, ligesom gevinsterne kan blive forøget eller formindsket som følge af udsving i valutakurser. Alfred Berg frasiger sig ethvert ansvar for direkte eller indirekte tab eller skade, uanset dennes art, som opstår på grund af kunders anvendelse af dette til forskellige investeringsbeslutninger