

**Indhold:**

- Opfølgning på feb. 2010
- Analyse af den korte og den lange rente
- Bud på finansieringen
- Bud på 3 valutaer i forhold til EURO

Rolig udvikling i den korte rente

Bunden ser ud til at være nået

Forventninger herfra er uændret kort rente omkring nuværende niveau. Mindst 12 mdr. fremad

Udsving på +/- 0,2% må forventes

Analysen er udarbejdet af  
Lars Søgaard  
Investeringsrådgiver

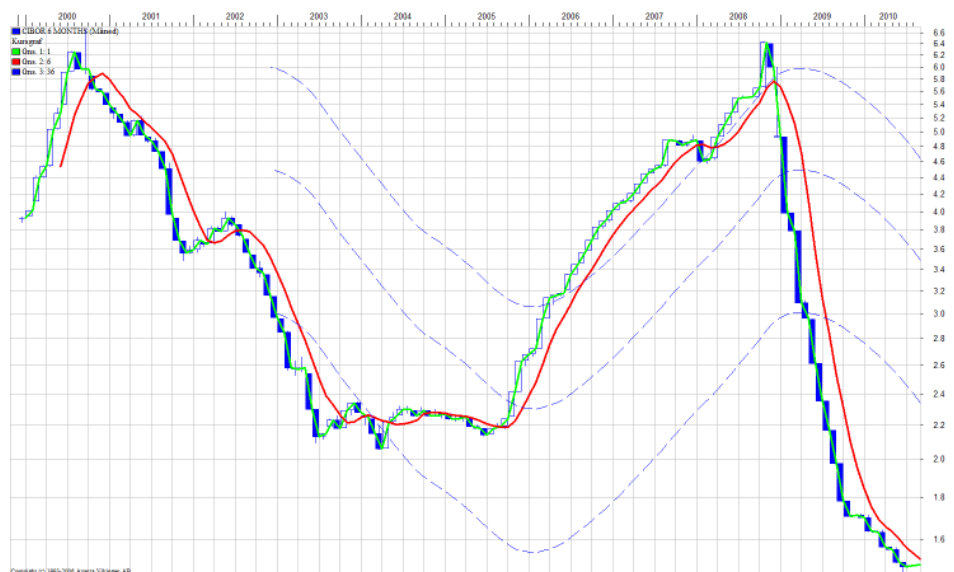
**Renteprognose 2010 – opfølgning på prognose i februar 2010**

I februar 2010 var hovedbudskabet i vores analyse følgende punkter på renteudviklingen i 2010:

- Den korte rente nærmer sig bunden, men ingen stigninger foreløbig
- Fortsat faldende lang rente i den kommende periode.
- Vi tror på en lavere bund på den lange rente end sidste gang i 2005
- Valutalån – USD, JPY, CHF skulle nedlukkes øjeblikkeligt – alle valutaer styrkes overfor euro

**Hvad er der så rent faktisk sket med den korte rente i 2010:**

Den danske korte rente (DKK cibor6) har været svagt faldende fortsat siden februar 2010 fra 1,65% til omkring 1,49% p.t. Faktisk har den korrigeret en lille smule op fra bunden på 1,45%. I ca. 3 mdr. har DKK cibor6 ligget helt fladt i mellem 1,48 – 1,50%. Vi forventer, at vi nu har den korte rente meget tæt eller måske faktisk helt på bunden. I figur 1 fremgår det nu, at den korte rente er faldet ud, som tilbage i sidste konjunkturbund i 2003. Udsvingene i den "flade" fase i 2003- 2005 frem til, hvor renten begyndte at stige igen var omkring 0,15%.



**Figur 1: Cibor6 DKK**

Forløbet kan se ud til at blive tilsvarende den sidste konjunkturedgang i 2003. Den korte rente er på et lavere niveau, hvilket også svarer til, at denne konjunktur nedgang har været langt mere alvorlig end den sidste. Det kan så også betyde, at det varer længere end sidste gang inden den begynder at stige, hvilket kan betyde at F1 lånene bliver den billigste lånetype i meget lang tid. Første tegn som vi kigger efter på mere vedvarende stigninger i den korte rente vil p.t. være, at DKK cibor6 stiger til over 1,7% og bliver der på ugebasis.



Den lange rente er faldet som forventet

Ny lavere bund end ved sidste konjunkturedgang

Den økonomiske nedtur er hård denne gang

Mindre korrektion op til 2,5% på den lange rente.

Fortsatte fald i den lange rente herfra

Væksten i DK er svag 1,0%

Udelukkende trukket af offentligt forbrug

2. kvartal 2010 faldt i privatforbruget

Brutto investeringer på et særdeles lavt niveau

## Hvad er der så rent faktisk sket med den lange rente i 2010:

I nedenstående figur 2 vises den danske 10 års rente. Den var omkring 3,5% i februar 2010, hvor vi forventede fortsat faldende lang rente. Det har i den grad holdt stik, de første måneder faldt renten stille og roligt for så i maj og august 2010 at falde ret kraftigt til 2,2% p.t. I september er renten steget lidt igen til omkring 2,5 % på 10 års renten.



Figur 2: DKK 10 års renten

Den lange rente har nu som vi forudsagde i februar 2010 lavet en lavere bund end i sidste lavkonjunktur. Dette var meget forventeligt, da den økonomiske nedtur er betydelig mere omfattende og langt større end hvad vi har set i meget lang tid.

Hvordan skal vi så fortolke stigningen fra bunden på 10 års renten omkring 2,2 % til d.d. 2,5 %? Er det så vendingen i den lange rente som er startet? Vi vurderer det som en helt normal korrektion efter det meget kraftige rentefald i august. Vi forventer, at den lange rente igen vil begynde at falde. Vi ligger vægt på en række økonomiske forhold i vores analyse, som vi mener får stor betydning fremadrettet.

BNP steg i 2. kvartal med 1,0% i Danmark svarende til udvikling i EU. USA faldt noget tilbage efter at have været lidt over 1,0% vækst i 4. kvartal i 2009 er 2. kvartal 2010 nu kun på 0,5%, hvilket må siges at være meget lavt for USA. Kigger man mere på de underliggende tal for Danmark, fremgår det, at det private forbrug er faldet med 0,3% i 2. kvartal 2010. Bruttoinvesteringerne er steget lidt efter at have været konstant faldende siden 2007, se Figur 3. Væksten er således næsten udelukkende kommet fra stigninger i det offentlige forbrug, der i 2. kvartal igen er steget med 0,8%.

Af figur 3 fremgår det med alt tydelighed, at de faste brutto investeringer er faldet meget kraftigt igennem perioden fra 1. kvartal 2007 og frem til 1. kvartal 2010. De nyeste tal fra 2. kvartal er ikke opdateret i grafen endnu, men vil vise, at investeringerne er steget lidt - til gengæld falder det private forbrug.

Figur 3 giver et meget godt bud på den fremtidige vækst i Danmark. Der er allerede nu meldt ud fra det offentlige, at der skal skæres kraftigt i budgetterne for de kommende år i både kommuner og staten, og anlægsinvesteringer skal udskydes. Med voldsomt store underskud på statsfinanserne på 70 – 80 mia.kr. må det derfor forventes, at der rent faktisk bliver skåret i disse udgifter.

For at opretholde væksten skal det komme fra privatområdet. De faste brutto investeringer viser med stor tydelighed, at der holdes meget igen med investe-

Nedskæringer i det offentlige nødvendige

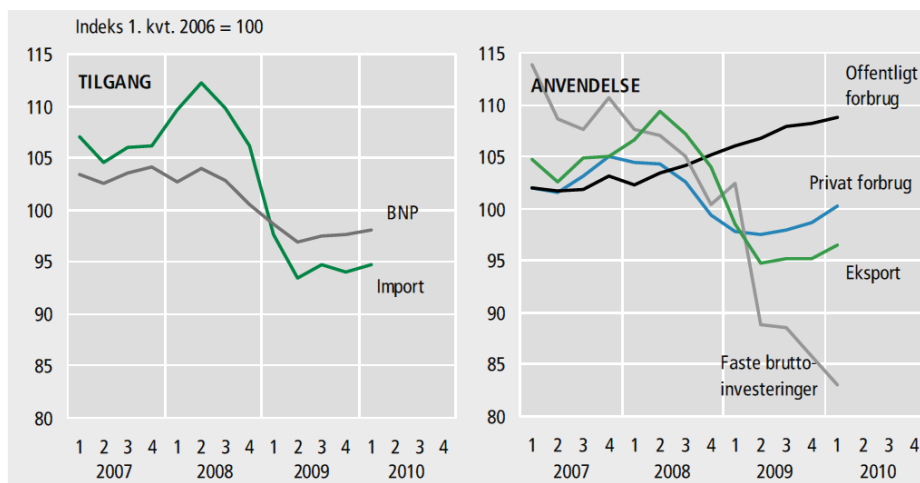
Svag udvikling i privatforbruget fortsat

BNP fortsat under 2% vækst i den kommende periode

Arbejdsløsheden stiger mere

ringer, som bliver afgørende for at kunne skabe vækst fremadrettet. Investeringerne befinder sig på et meget lavt niveau, og den meget stramme udlåns politik fra bankerne og kreditforeningen, vil holde dem på et lavt niveau et godt stykke tid frem.

Nationalregnskabs hovedstørrelser.  
Sæsonkorrigerede værdier i 2000-priser, kædede værdier



Figur 3- Udviklingen i forbrug og investeringer.

Privatforbruget er faldet i 2. kvartal 2010 i en periode, hvor den fulde besparelse indenfor renter til boligejere og lempelser i skatterne er slået igennem til forbrugerne. Folk har mange penge til rådighed lige nu, men frygten for arbejdsløshed og generel adfærdændring omkring forbrug gør, at der holdes igen på pengene. Bruttoledigheden er steget til 6,3% svarende til 171.000 stk. Dette tal er renset for folk, der sendes ud i betalt aktivering o.l. Den reelle arbejdsløshed er således steget måned for måned uafbrudt siden juni 2008. Dette passer fint sammen med, at når BNP-væksten er under 2% skabes der ikke nye arbejdspladser.

Den nærmeste fremtid byder således på faldende (alternativt nulvækst) offentligt forbrug, svag udvikling i privatforbruget og fortsat manglende/lave investeringer der hæmmer væksten fremadrettet. Hertil kommer den helt store ubekendte – bankernes udlåns politik, som med meget stor sandsynlighed fortsat vil være meget restriktiv. Alle punkter trækker ned i væksten i BNP, som derfor må forventes at være meget lav < 2%. Ud fra dette vil arbejdsløsheden fortsætte med at stige de kommende 12 mdr.

### Hvordan får vi så den billigste kreditforeningsfinansiering fremadrettet?

I en rentefaldsperiode er flexlån naturligvis klart at foretrække og jo kortere tilpasningsperiode jo bedre. Derfor har den billigste kreditforeningsfinansiering de sidste 2 år været EUROBOR3 lån med tilpasning kvartalsvis. Som følge af den finansielle krise har Danmark haft en kunstig høj rente i forhold til EU-landene. EURO lån har således været billigere end DKK lån. Danmark har haft en højere rente af hensyn til valutareserven og den faste kronkurs i forhold til EURO. Merrenten har været imellem 0,5 – 1,0%. Dette forhold er nu ved at være på et naturligt niveau igen således, at forskellen er omkring 0,3%, hvilket er en mere normal merpris for at ligge i DKK frem for EUR.

Nu har vi konstateret, at den korte rente ligger lige omkring bunden og den lange rente er faldet langt ned i forhold til tidligere. Hvordan får vi så optimeret finansieringsomkostningerne?

4% 30 års obligation  
tæt på kurs 100

Alternativt 3% 20 års

Vi anbefaler at man fortsat venter med at låse lang rente

Opdatering på renterne i november forud for ny tilpasning i december

Indskyder garanti bortfalder pr. 30/9-2010

Mange virksomheder har været vægтет i JPY, USD og CHF lån for at reducere renteomkostninger

Det er gået rigtig skidt

Disse valutaer er ikke velegnet til lån i det nuværende marked

JPY — Trend op

CHF — Trend op

USD — Mulig vending, fra op til ned

## Konklusion finansiering:

Den lave lange rente skaber helt ny muligheder. 4% obligationen på 30 år skrev vi om var åbnet sidste gang i februar omkring kurs 93. Den er p.t. omkring kurs 98. Den har været over kurs 99. Samtidig er 3% 20 års obligationen åbnet og ligger omkring kurs 95,5 p.t. 3% 30 års er kun åbne få steder og ligger på en kurs omkring 90, hvilket er for stort et kurstab at påtage sig. Det svarer til en effektiv rente på 3,84%. Ud fra vores prognose bør man fortsat være afventende med at optage lån med fast rente.

- Behold helt korte lånetyper i kreditforeningen, alle typer Ciborlån og F1 i DKK og EUR.
- Afvent fortsat bedre kurser på 3% 2041 serierne. Hvis likviditeten er til det kan 3% 20 års obligationer anvendes ved kurs 98–99.
- Ang. den kommende rentetilpasning i december — undgå fastlåsnings

Først i november opdaterer vi renteforventningerne således, at der er mulighed for i løbet af november at træffe nye beslutninger omkring flexlån med termin til december 2010. Men der er således fortsat grund til at nyde de lave renter.

**VIGTIGT:** for folk med netto kontant indestående i banken. Indskyder garanti- en bortfalder d. 30/09-2010 for beløb udover 750.000 kr. Kontant indestående udover dette beløb er ikke længere sikret ved bankens konkurs.

## Valuta — valutalån

Vi advarede meget kraftigt imod valutalån indenfor USD, JPY og CHF i oktober 2009 og igen i februar 2010, hvor vi anbefalede en øjeblikkelig nedlukning af disse positioner. Siden vores første anbefaling omkring i oktober er disse valutaer styrket med USD +14%, CHF +15% og JPY +23%, og dette er efter den sidste uges kraftige fald i alle valutaer, tabene har været op til 6 -7% højere for blot en uges tid siden. Tiden er ikke til at anvende disse valutaer som lånevaluta i ens låneportefølje. Dette gælder både som fysiske lån og SWAP – aftaler m.v. Risikoen for meget store tab er enorm lige p.t.

Valutaerne kan naturligvis bruges som rendyrket spekulation, hvis man har tid, egenkapital og meget professionel indstilling til styringen af sådanne positioner. Det skal påpeges at valuta markedet er særdeles vanskeligt at begå sig i, hvorfor langt de fleste bør holde sig udenfor.

Vores nuværende bud på valutaernes udvikling over de kommende måneder er følgende:

**JPY – Trend klart pil op.** Har korrigeret ned fra toppen omkring 7,00 til 6,60. iflg. vores grafiske analyse model ser vi en bund i kursen omkring netop dette niveau 6,5 – 6,6. Herfra er det vores forventninger, at der igen kommer kraftige stigninger og at den seneste top omkring 7,00 brydes indenfor de næste 3 mdr. Hvis lukkekursen kommer ned under 6,4 kan der være tale om en trendvending i JPY og så har vi en ny situation.

**CHF – Trend klart pil op.** Har netop korrigeret tilbage fra 5,80 til 5,65 nu. Vi forventer bunden for denne korrektion er omkring 5,40 - 5,50, hvorefter der kommer nye stigninger. CHF ser særdeles stærk ud og vores model viser nye kraftige stigninger med mulig brud på gammel top omkring de 5,80 indenfor de næste 3 – 5 måneder. Lukkekurser omkring 5,30 – 5,35 kan der være tale om en trendvending i CHF.

**USD – Trend mulig vending fra op til ned.** Har været i 6,22 og er nu i 5,70. Vi forventer en bund omkring 5,60 og herefter stigninger igen op til niveauet omkring 5,90. Lukkekurser under 5,55 – 5,60 vil set fra vores side signalere et trend skifte, hvor USD kan falde igen til niveauet omkring 5,00- 5,10. USD er i en særdeles vanskelig fase lige p.t. hvorfor der ikke lige nu kan gives et helt tydeligt svar på, hvad vej den skal herfra.