

# Kvartalsrapport

## 2. kvartal 2012

### RESUME

#### **Økonomiske udsigter**

Der har i de fleste lande og i særdeleshed i BRIK landene i løbet af 2. kvartal 2012 været en større opbremsning i den økonomiske vækst end forventet. Et for de finansielle markeder succesfuldt EU topmøde i slutningen af juni har skabt lidt optimisme på de finansielle markeder og fået de 10-årige sydeuropæiske statsrenter til at falde. Tiden vil vise, om optimismen kan holde, men det er desværre tvivlsomt, hvis ikke der snart kommer en plan for en varig løsning af den europæiske gældskrise.

Vi er ikke i tvivl om, at politikerne skal beslutte sig for, om de vil gå helhjertet ind for at bibeholde euroen, eller om der skal ske en opsplitning. En bibeholdelse af euroen vil efter vores vurdering kræve, at der skal arbejdes hen imod Europas Forenede Stater, hvor der etableres en fælles økonomisk politik, herunder en bankunion og fælles hæftelse for gælden. Tyskland har hidtil været stor modstander af fælles gældshæftelse, men i realiteten er det næsten allerede indført!

#### **Aktiemarkedet**

Vurderingen af potentialet i de amerikanske aktier rangerer blandt førende økonomer fra et fald på over 50% til en stigning på over 50%. Dette illustrerer meget godt, at udfaldsrummet på nuværende tidspunkt er særdeles stort. Vi anbefaler fortsat at undervægte aktieandelen, men samtidig være parat til at øge denne, hvis enten prisfastsættelsen bliver mere attraktiv og/eller der præsenteres en succesfuld langsigtet plan for løsningen af eurokrisen.

#### **Obligationsmarkedet**

Fremlæggelsen af en langsigtet plan for en løsning af eurokrisen kan sagtens betyde en markant stigning i de nordeuropæiske lange renter, hvilket vil komme som en stor overraskelse for mange investorer.

Derfor anbefaler vi investorerne at placere deres investeringer i korte obligationer, mens boligejere kan overveje at optage et fast 3,5% 30-årigt realkreditlån.



FORMUE- & INVESTERINGSPLEJE A/S  
Fondsmæglerselskab

Udvikling i 2. kvartal 2012					
Aktieindeks	Værdi	Værdi	Ændring i 2.kvt.	Afkast i 2.kvt.	Afkast i 2012
	30.03.12	29.06.12			
OMX CGI	524,24	521,37	-2,87	-0,55%	14,34%
OMX C20*	444,71	446,04	1,33	0,30%	14,38%
MSCI World All Countries	1.073,65	1.065,29	-8,36	-0,78%	8,43%
MSCI USA*	7.499,89	7.662,09	162,20	2,16%	11,16%
MSCI Europa*	7.685,15	7.398,48	-286,67	-3,73%	2,56%
MSCI Japan*	12.830,68	12.580,28	-250,40	-1,95%	4,71%
*opgjort i DKK ex. udbytte					
Renteudvikling i Danmark	Rente	Rente	Ændring i 2.kvt.	Afkast i 2.kvt.	Afkast i 2012
	30.03.12	29.06.12			
Rente på indskudsbeviser	0,30	0,05	-0,25	0,04%	0,12%
5% STAT 2013	0,23	-0,17	-0,40	0,51%	0,34%
4% STAT 2015	0,52	0,17	-0,35	1,20%	0,87%
7% STAT 2024	2,10	1,70	-0,40	4,19%	2,34%
4% NYK 2044	4,03	3,94	-0,09	2,04%	3,12%
EFFAS 1-5**				1,10%	0,70%
**: Udtrykker markedsafkastet for danske statsobligationer med en løbetid på 1 - 5 år					
Valutakurser	Værdi	Værdi	Ændring i 2.kvt.	Afkast i 2.kvt.	Afkast i 2012
	30.03.12	29.06.12			
USD/DKK	5,57	5,90	0,33	5,92%	2,69%
EUR/DKK	7,44	7,43	-0,01	-0,13%	0,00%
JPY/DKK	0,068	0,074	0,006	8,82%	0,00%

## Udviklingen på de finansielle markeder i 2. kvartal 2012

### Aktiemarkedet

Efter nogle meget flotte stigninger på aktiemarkedene i 1. kvartal 2012 vendte usikkerheden tilbage i løbet af 2. kvartal 2012. En række skuffende økonomiske nøgletal fra specielt Emerging Markets og en stigende erkendelse af, at den europæiske gældskrise langt fra er løst, skabte til tider store fald på aktiemarkedene verden over samt i valutakurserne i Emerging Markets. Imidlertid resulterede et vellykket europæisk topmøde i slutningen af juni i (hvad resultatet reelt blev, kan diskuteres meget, men de finansielle markeder tog udfaldet positivt op), at aktiemarkedene rettede sig pænt, således at faldet på det danske aktieindeks OMX C20 kun blev på -0,55% i 2. kvartal 2012, og faldet på MSCI Europa 3,73%, medens det amerikanske aktieindeks, målt i DKK, formåede at stige med 2,16%.

Aktie- og valutakurserne rettede sig også i Emerging Markets i slutningen af juni, men faldene i specielt Rusland og Brasilien havde været så voldsomme, at de respektive aktieindeks, målt i DKK, jf. oversigten på næste side, oplevede et fald på omkring 10,6% henholdsvis 19,55%. Fælles for disse lande er, at deres respektive valutaer i kvartalet er faldet med omkring 4,5% over for DKK.

Land	Aktieindeks	Afkast i DKK i Q2 2012	Afkast i DKK i 2012
Brasilien	Bovespa	-19,55%	-9,07%
Rusland	Micex	-10,60%	4,15%
Indien	Sensex 30	-2,38%	10,75%
Kina	Shanghai	4,47%	5,99%

## Obligationsmarkedet

Uroen på aktiemarkedene resulterede i, at investorerne søgte mod obligationer fra lande/udstedere, som investorerne anser for sikre. Danske stats- og realkreditobligationer vurderer investorerne på nuværende tidspunkt som tilhørende denne kategori, hvorfor der i kvartalet har været en kraftig efterspørgsel efter danske obligationer. Det har resulteret i, at der er opnået pæne afkast på danske obligationer i løbet af det forgangne kvartal. Således har afkastet på den korte statsobligation 5% STAT 2013 i kvartalet været på 0,51%, medens den lange statsobligation 7% STAT 2024 har realiseret et afkast på 4,19%.

Efterspørgsel efter danske statsobligationer har været så kraftig, at den danske krone er blevet styrket for meget over for euroen, hvorfor Nationalbanken i løbet af kvartalet har nedsat renten, således at renten på indskudsbeviser pr. 30.06.2012 var nede på kun 0,05%. Dette er en meget lav rente, men mere bemærkelsesværdigt er det dog, at den danske statsobligation 5% STAT 2013 pr. 30.06.2012 blev handlet til en negativ effektiv rente på -0,17! Det vil med andre ord sige, at de investorer som køber denne statsobligation ved, at de vil realisere et negativt afkast på -0,17%, hvis investeringen holdes til udløb! Det er selvfølgelig ikke en holdbar situation, at investorer skal acceptere negative afkast, men det er dels et udtryk for, at investorerne er meget nervøse og vil gøre ALT for at beskytte (dele af) deres investering, dels at flere investorer har spekuleret i, at euroen kan risikere at falde fra hinanden, hvilket sandsynligvis vil resultere i en styrket dansk krone over for de fleste valutaer og i særdeleshed de valutaer, som ved en opsplitning af eurozonen vil blive indført igen i Sydeuropa.

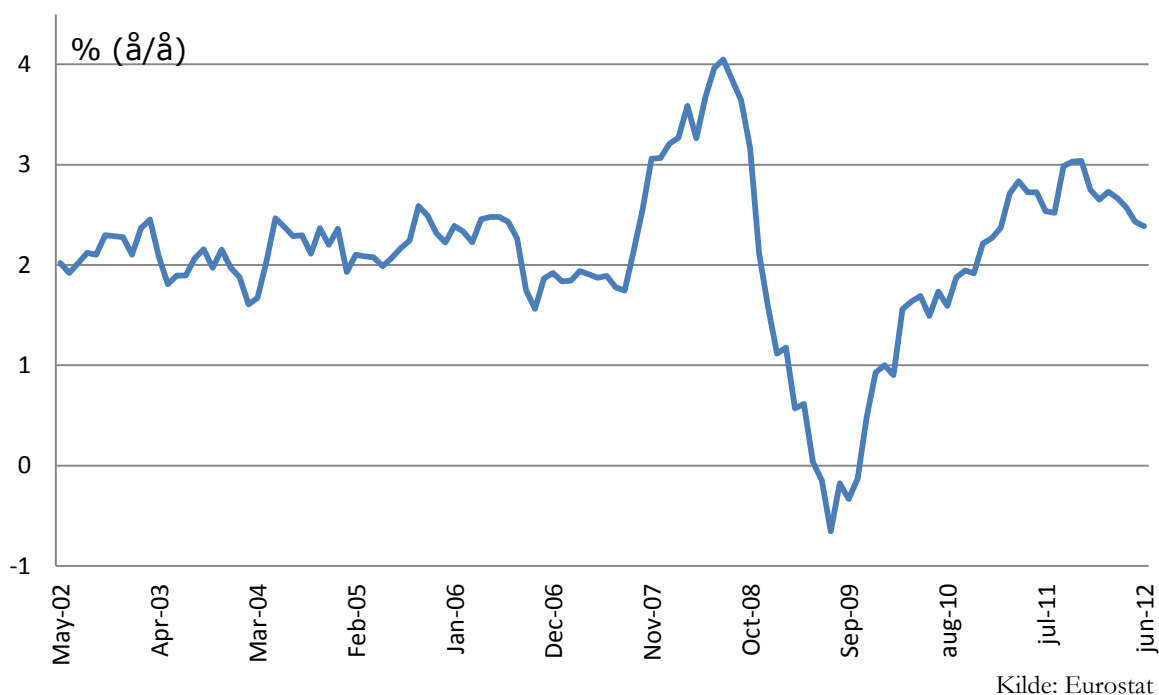
Det er påfaldende, at de danske statsobligationer i denne omgang regnes for en meget sikker investering, idet det modsatte var tilfældet, da Finanskrisen startede i efteråret 2008, hvor der var et voldsomt pres på den danske krone samt tilbagesalg af danske stats- og realkreditobligationer. I det økonomisk perspektiv, er der ikke siden da sket de store ændringer i den danske økonomi. Det er i stedet den økonomiske udvikling i eurozonen og i særdeleshed i Sydeuropa, som er blevet kraftigt forværret, hvorfor den danske økonomis relative vurdering er blevet bedre. Men det som investorerne sandsynligvis overser er, at Danmark også er meget afhængig af den økonomiske udvikling i resten af Europa, hvorfor et kollaps i euroen også vil sende kraftige chokbølger gennem dansk økonomi. At betragte Danmark som et "safe haven" er efter vores vurdering derfor overdrevet, helt på samme måde som det modsatte var tilfældet i efteråret 2008.

Det husejere kan overveje er, om det ikke nu er et gunstigt tidspunkt at optage et 30 årigt fastforrentet lån. Den effektive renten på 3,5% NYK 2044 er omkring 3,7% ved en kurs omkring de 97,75, hvilket vi anser som en særdeles lav rente - specielt fordi det ikke kan afvises, at der kan komme rentestigninger i kølvandet på en løsning af eurokrisen.

De økonomiske nøgletal har i løbet af det forgangne kvartal betydet mindre for udviklingen på obligationsmarkedet. Som det fremgår af grafen på næste side er inflationen heldigvis aftaget i løbet af kvartalet, men det sker desværre stadig i et langsomt tempo. Det aktuelle inflationsniveau er for juni

måned omkring 2,4%, hvilket stadig er over ECB's målsætning omkring et niveau lige under de 2,0%. At inflationen aftager i et meget behersket tempo indikerer, at vi kan være på vej ind i en periode, hvor den deflationære tendens af globaliseringen i den udviklede del af verden (USA og Europa) er på vej til at slutte. Dette vil vi belyse nærmere senere i Kvartalsrapporten, idet dette i givet fald kan få nogle markante betydninger for investeringsstrategien.

## Inflationen i Euroområdet



### Valutamarkedet

Med de betydelige, såvel politiske som økonomiske, spændinger, der har været omkring euroen i løbet af det forgangne kvartal, er det ikke den store overraskelse, at euroen er blevet svækket over for såvel den amerikanske dollar som den japanske yen. Således blev den amerikanske dollar styrket med 5,9% og den japanske yen med 8,8% over for såvel danske kroner som euro i løbet af kvartalet.

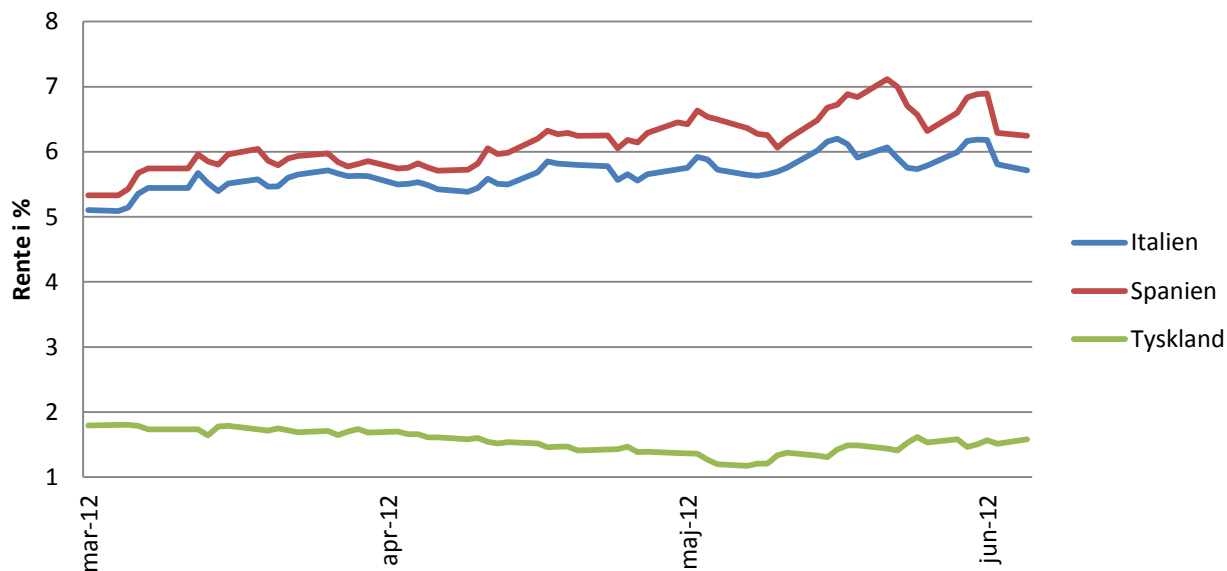
## Den økonomiske udvikling i 2. kvartal 2012

### Europa

Krisen i den europæiske økonomi er desværre blevet forstærket i løbet af 2. kvartal 2012, hvor det forventes, at væksten i eurozonen har været negativ med -1,0% p.a. sammenlignet med 2. kvartal 2011. Arbejdsløsheden er også fortsat med at stige i eurozonen. Den nåede i maj op på 11,1%, hvor specielt den spanske arbejdsløshed på hele 24,6% skiller sig negativt ud. De fortsat dystre økonomiske udsigter for den økonomiske udvikling i eurozonen i kombination med politikernes fortsatte uenighed om, hvordan krisen skal løses, resulterede i, at renterne på de sydeuropæiske statsobligationer fortsatte med at stige gennem 2. kvartal, medens de tyske statsrenter faldt. Det blev ikke bedre af, at Spanien måtte bede de øvrige eurolande om en redningspakke til de spanske banker for at undgå en total nedsmeltning af landets finansielle sektor. Som det ses af grafen på næste side for renteutviklingen på

de 10 årige spanske, italienske og tyske statsrenter i løbet af 2. kvartal 2012, har der været nogle pæne stigninger på de spanske og italienske 10-årige statsrenter i løbet af kvartalet, medens de tilsvarende tyske er faldet en anelse - og de spanske og italienske renter var endda en del højere inden det europæiske topmøde, hvor den spanske 10 årige rente var over 7,0%!

### 10-årige statsrenter



Kilde: Dansk FI

Det betyder selvfølgelig meget for de enkelte lande, hvorvidt de kan nøjes med at betale omkring 1,6% p.a., som Tyskland kan låne til, i rente af statsgæld i de næste 10 år, eller om de skal betale omkring 6% p.a. i rente, som Italien og Spanien for nærværende skal. Derfor er den økonomiske byrde, alt andet lige, meget større for italienerne og spanierne, og derfor gøres der mange tiltag for at få de sydeuropæiske finansieringsomkostninger bragt ned. At statsrenterne er steget i Sydeuropa i løbet af 2. kvartal 2012 er således et udtryk for, at investorerne vurderer, at landene får sværere og sværere ved at leve op til deres økonomiske forpligtigelser, samt at der er stigende risiko for, at investorerne også kan komme til at acceptere en nedskrivning på deres tilgodehavender, som de måtte på græske tilgodehavender.

Inflationen har som tidligere nævnt været faldende i løbet af 2. kvartal, men den befinder sig med det aktuelle niveau på 2,4% stadig en del over ECB's målsætning omkring et niveau lige under de 2,0%.

### USA

Den økonomiske vækst i USA synes ikke at være tiltaget i styrke i løbet af 2. kvartal 2012, hvilket ellers var forventet. Således forventes væksten i den amerikanske økonomi at have været omkring 1,9% p.a. i 2. kvartal 2012 sammenlignet med samme periode året før, hvilket er tilsvarende den fremgang, der blev realiseret i 1. kvartal 2012. Opbremsningen kan måske delvis henføres til, at der er kommet nye sæsonudsving i fremstillingsindustrien, således at opbremsningen måske er knap så væsentlig. Der er dog også i kvartalet kommet nogle opmuntrende tal fra USA. Det ser ud til, at der er begyndt at komme mere gang i hussalget og det endog til stigende priser. En bedring af det amerikanske boligmarked er en væsentlig forudsætning for, at den amerikanske økonomi kan komme ind i et mere selvberende økonomisk opsving.

Inflationsniveauet i USA har i løbet af kvartalet været pænt aftagende, idet inflationen er faldet fra 2,3% p.a. i april til 1,7% i maj måned. Dette inflationsniveau er særdeles understøttende for den amerikanske centralbank i bestræbelserne på at fastholde den lave korte rente.

## **Japan**

Efter en meget høj vækstrate på 4,1% p.a. i 1. kvartal 2012 sammenlignet med samme periode året før, forventes vækstniveauet i den japanske økonomi at være aftaget til et niveau omkring de 2,0% p.a. i 2. kvartal 2012 sammenlignet med 2. kvartal 2011. Opbremningen i aktiviteten var ventet, idet den japanske økonomi på grund af det kraftige jordskælv i marts 2011 var påvirket ekstraordinært meget i 1. halvår af 2011.

Japanerne kan glæde sig over, at de har formået at opretholde en positiv inflation, om end denne er tæt på 0, idet seneste måling for maj 2012 viser en inflation på 0,1% p.a.

## **BRIK landene**

### *Brasilien*

Den økonomiske vækst i Brasilien har de seneste kvartaler været en stor skuffelse, og denne tendens ser ud til at fortsætte. Den økonomiske vækst i 1. kvartal 2012 var på blot 0,8% p.a. sammenlignet med samme periode året før, og væksten forventes ikke at have været meget højere i 2. kvartal. Den brasilianske økonomi har i de senere år nydt godt af landets store råvareforekomster, hvilket har bragt megen velstand til landet. Denne velstandsstigning har regeringen arbejdet meget bevidst på skulle komme hele befolkningen til gode. Velstandsniveauet er blevet løftet "fra bunden af". Dette er absolut prisværdigt, men det har selvfølgelig også sin bagside i form af, at lønningerne er steget (for) meget uden at de brasilianske virksomheders produktivitet er fulgt med. Det skal forbedres uden protektionistiske krav som eksempelvis, at biler solgt i Brasilien skal indeholde en andel lokalt producerede komponenter.

Det brasilianske inflationsniveau er heldigvis også aftaget i takt med, at den økonomiske vækst har skuffet. Således viste den seneste måling af inflationen for maj 2012 en stigning på 5,0% p.a. sammenlignet med samme periode året før, hvilket bringer niveauet tæt på de 4,5%, som er den brasilianske centralbanks (BCoB) midtværdi for inflationen. Det aftagende inflationspres har muliggjort, at BCoB i løbet af 2012 har kunnet nedsætte den ledende rente (Selic renten) med 4,0% point til nu 8,5%. Det forventes, at renten vil blive nedsat yderligere, hvis væksten fortsætter med at skuffe.

### *Rusland*

Væksten i den russiske økonomi har i starten af 2012 været på et relativt pænt niveau, idet væksten i 1. kvartal 2012 var på 4,9% p.a. sammenlignet med samme periode året før og væksten forventes kun at være aftaget til et niveau omkring de 4,5% i løbet af 2. kvartal 2012. Den russiske økonomi har i 1. halvår været holdt godt oppe af et relativt højt statsligt forbrug, hvilket ikke forventes at gentage sig i 2. halvår.

Inflationen har vist en bemærkelsesværdig faldende tendens. Således er inflationen faldet fra 6,1% p.a. i december 2011 til nu blot 3,6% p.a. i maj 2012. Det åbner op for, at den russiske centralbank kan nedsætte renten, hvis den økonomiske vækst skulle aftage for meget.

### *Indien*

De økonomiske udsigter for den indiske økonomi er i løbet af 1. halvår blevet forværret. Ikke nok med at den økonomiske vækst har vist skuffende med en vækst på kun 5,3% p.a. i 1. kvartal af 2012, sammenlignet med samme periode året før og et tilsvarende lavt niveau i 2. kvartal af 2012. Disse vækstrater skal sammenlignes med en årlig vækst på henholdsvis 8,2% p.a. i 2010 og 7,5% p.a. i 2011. Inflationen er desværre steget i løbet af året. Inflationen for maj 2012 var på 7,55% p.a. sammenlignet med samme periode året før, hvilket er en stigning fra et niveau omkring 6,6% p.a. i starten af 2012.

Den indiske økonomi er nu fanget i en uheldig situation, hvor den økonomiske vækst aftager væsentligt mere end ønsket, samtidig med at inflationen stiger, hvilket gør det vanskeligt for den indiske centralbank at nedsætte renten.

### *Kina*

Verdens 2. største økonomi er som de fleste andre af BRIK landene ramt af en større vækststopbremsning end forventet. Således var den økonomiske vækst på 8,1% p.a. i 1. kvartal af 2012 og væksten forventes at være aftaget til 7,5% p.a. i løbet af 2. kvartal 2012 sammenlignet med de samme perioder året før. Der har været flere skuffende nøgletal fra den kinesiske økonomi i løbet af det forgangne kvartal, bl.a. har både eksporten, industriproduktionen og detailsalget været skuffende. Opbremsningen indikerer, at det kinesiske eksporteventyr har toppet, og at kineserne nu skal vende sig til, at også de bliver udsat for en stigende konkurrence, hvilket vil lægge pres på deres vækstpotentiale.

Inflationspresset i den kinesiske økonomi har været aftagende i løbet af det forgangne kvartal, og seneste måling for inflationen var 3,0% p.a. i maj 2012 sammenlignet med samme periode året før. Dette skal sammenlignes med et inflationsniveau omkring 6,5% p.a. medio 2011. Faldet i inflationen har haft en høj prioritet hos de kinesiske myndigheder, men nu hvor den økonomiske vækst er aftaget mere end ønsket, er kineserne begyndt at nedsætte den ledende rente og reducere reservekravene til landets banker. Den kinesiske premierminister, Wen Jiabao, har udtrykt ønske om, at der fokuseres mere på at holde et fornuftigt væksthiveau. Der kan derfor forventes yderligere væksthæmmende tiltag fra de kinesiske myndigheders side.

### **Samlet omkring den økonomiske udvikling i 2. kvartal 2012**

Der har i de fleste lande og i særdeleshed i BRIK landene i løbet af 2. kvartal 2012 været en større opbremsning i den økonomiske vækst end forventet. Den økonomiske udvikling i Kina indikerer, at deres konkurrencefordel har toppet, hvorfor vi måske skal til at vende os til et faldende væksthiveau der. Et for de finansielle markeder succesfuldt EU topmøde i slutningen af juni har skabt lidt optimisme på de finansielle markeder og fået de 10-årige sydeuropæiske statsrenter til at falde. Tiden vil vise, om optimismen kan holde, men det er desværre tvivlsomt, hvis ikke der snart kommer en plan for en varig løsning af den europæiske gældskrise.

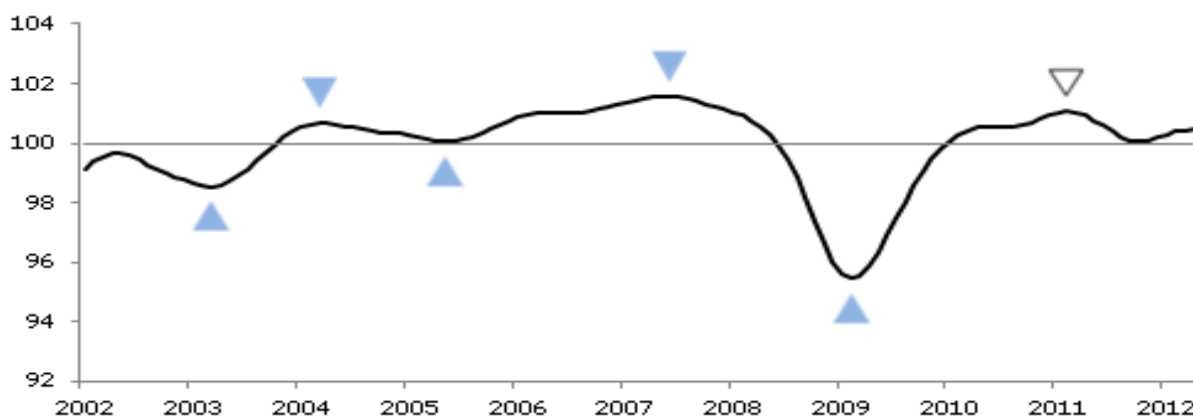
## Forventninger

Økonomiske nøgletal						
	2011r		2012e		2013e	
Region	BNP Vækst	Inflation	BNP Vækst	Inflation	BNP Vækst	Inflation
USA	1,70%	3,10%	2,00%	1,90%	1,80%	1,50%
Euroland	1,60%	2,70%	-0,20%	2,30%	0,50%	1,60%
Japan	-0,70%	-0,20%	2,00%	0,20%	1,10%	0,00%
Danmark	1,00%	2,80%	1,00%	2,40%	1,20%	2,00%
Brasilien	2,70%	6,50%	2,70%	5,40%	3,30%	5,40%
Rusland	4,30%	8,50%	5,00%	5,00%	4,50%	5,00%
Indien	7,10%	9,00%	5,70%	8,30%	6,50%	6,50%
Kina	9,10%	5,30%	8,00%	3,40%	8,00%	3,40%

Kilde: Dansk FI

### Økonomi

OECD's leading indicators, som historisk har været en meget god indikator for, hvilken retning verdensøkonomien udvikler sig i, viser, at den stigende aktivitet vi så i starten af året er ved at flade ud, hvilket også skete på stort set samme tidspunkt i såvel 2010 som i 2011, men niveauet for udfladningen er denne gang sket på et lavere niveau end i de 2 forgangne år. Det gør denne opbremsning mere bekymrende, og det kan ikke udelukkes, at opbremsningen ledsages af en decideret konjunkturedgang. Opbremsningen er også anderledes denne gang, idet det nu er BRIK landene som oplever en kraftig opbremsning i den økonomiske aktivitet, og disse lande var ellers udset til at skulle holde væksten i verdensøkonomien kørende. Så der er alt mulig grund til at være ekstra opmærksom på, hvordan de økonomiske konjunkturer udvikler sig på den korte bane.



Kilde: OECD

*Eurokrisens udvikling vil stadig sætte dagsordenen på de finansielle markeder!*

Der er slet ingen tvivl om, at den europæiske gældskrise bliver afgørende for udviklingen på de finansielle markeder i den nærmeste fremtid. Det er efterhånden ved at gå op for de fleste investorer, og forhåbentlig også politikere, at der snart skal en langsigtet og holdbar plan på bordet for håndtering af eurokrisen. Vi er ikke i tvivl om, at politikerne skal beslutte sig for, om de vil gå helhjertet ind for at bibeholde euroen, eller om der skal ske en opsplitning. En bibeholdelse af euroen vil efter vores



vurdering kræve, at der skal arbejdes hen imod Europas Forenede Stater, hvor der etableres en fælles økonomisk politik, herunder en bankunion og fælles hæftelse for gælden. Tyskland har hidtil været stor modstander af fælles gældshæftelse, men i realiteten er det næsten allerede indført! Det ”spøjse” ved situationen er, at hvad enten det er de nordeuropæiske banker, ECB, redningsfondene ESM, EFSM og ESFS eller de sydeuropæiske banker som ejer de sydeuropæiske statsobligationer, så vil regningen ved en statsbankerot i de sydeuropæiske lande i høj grad alligevel lande på bordet hos landene i Nordeuropa! Dette kan vi kort illustrere:

1. Kommer de nordeuropæiske banker i problemer, som følge af tab på sydeuropæiske statsobligationer, vil Staten i de respektive lande, som vi har set det i forbindelse med Finanskrisen, sandsynligvis komme bankerne til undsætning. Regningen for en statsbankerot i Sydeuropa lander således såvel hos aktionærerne i bankerne som landene i Nordeuropa.
2. ECB er ejet af de 17 eurolande, og det er selvfølgelig kun de solvente lande, sandsynligvis kun de nordeuropæiske, som kan dække et tab på de sydeuropæiske statsobligationer.
3. Redningsfondene ESM, EFSM og ESFS er ligeledes ejet af eurolandene, dog støtter IMF fondene i forbindelse med redningspakker til Sydeuropa. Regningen for en statsbankerot i Sydeuropa vil således hovedsageligt lande hos de solvente nordeuropæiske lande.
4. De sydeuropæiske banker har i stor stil opkøbt statsobligationer i deres egne lande for penge stillet til rådighed af deres egne Nationalbanker, som igen har lånt pengene i ECB. Regningen for en statsbankerot i Sydeuropa lander således i sidste ende hos ECB og dermed hos de solvente eurolande, hvilket er landene i Nordeuropa.

I praksis hænger de nordeuropæiske lande, og dermed i særdeleshed Tyskland, på den ene eller anden måde på regningen for en evt. statsbankerot i Sydeuropa. Det ved de tyske politikere godt, men problemet er sandsynligvis bare, at det har de glemt at fortælle de tyske vælgere! Det bliver således noget af en opgave for de tyske politikere at få fortalt den tyske befolkning, at Tyskland i realiteten allerede nu hæfter for gælden i Sydeuropa, og derfor lige så godt kan tage skridtet fuldt ud i form af en fælles politisk og monetær union i Europa. Det er sandsynligvis også derfor, at de tyske politikere hele tiden påpeger, at der skal være en større budgetdisciplin i Sydeuropa, før de kan få tildelt de forskellige hjælpepakker. Det er trods alt nemmere, at ”sælge” Europas Forenede Stater til den tyske befolkning med en bedre økonomi i de sydeuropæiske lande.

Hvorfor vælger Tyskland så ikke bare at melde sig ud af euroen? Det er selvfølgelig en mulighed, men det kan faktisk få endnu større fatale konsekvenser. For det første vil tyskerne stadig hænge på de garantier, de har givet og de statsobligationer, de har opkøbt, så regningen for en statsbankerot i Sydeuropa vil sandsynligvis forblive den samme. For det andet har tyskerne stor fordel af at være i euroen! Dette skyldes, at kursen på euroen er en fælles vurdering af eurolandenes økonomi, og her er den tyske økonomi helt i top. Ud fra et økonomisk synspunkt burde en selvstændig tysk valuta måske være 10-15% højere end den nuværende eurokurs (og dermed burde også den danske krone kurs sandsynligvis være væsentlig højere). Den for tyskerne lave eurokurs gavner derfor de tyske eksportorienterede virksomheder og dermed den tyske økonomi! Denne fordel vil pludselig blive vendt til en ”bagdel”, hvorfor tyskerne faktisk har rigtig meget at tabe, hvis euroen bliver splittet op. Derfor bør tyskerne have en meget stor interesse i, at der snart skabes en langsigtet plan for etablering af Europas Forenede Stater. Men selv om det ud fra et økonomisk synspunkt burde være den rigtige løsning, så er det i sidste ende befolkningerne, som afgør, hvorvidt det bliver en realitet! Og da politikerne desværre ikke har været ærlige omkring europrojektet fra starten, nemlig at det krævede Europas Forenede Stater for at lykkes, er der en risiko for, at euroen kan risikere at sprænges i stedet for, hvilket kan føre til endnu en Finanskrisen. Et muligt udfald af eurokrisen er således desværre også, at det kan gå helt galt! Det er også derfor, at vi i dagspressen kan læse, at de forskellige

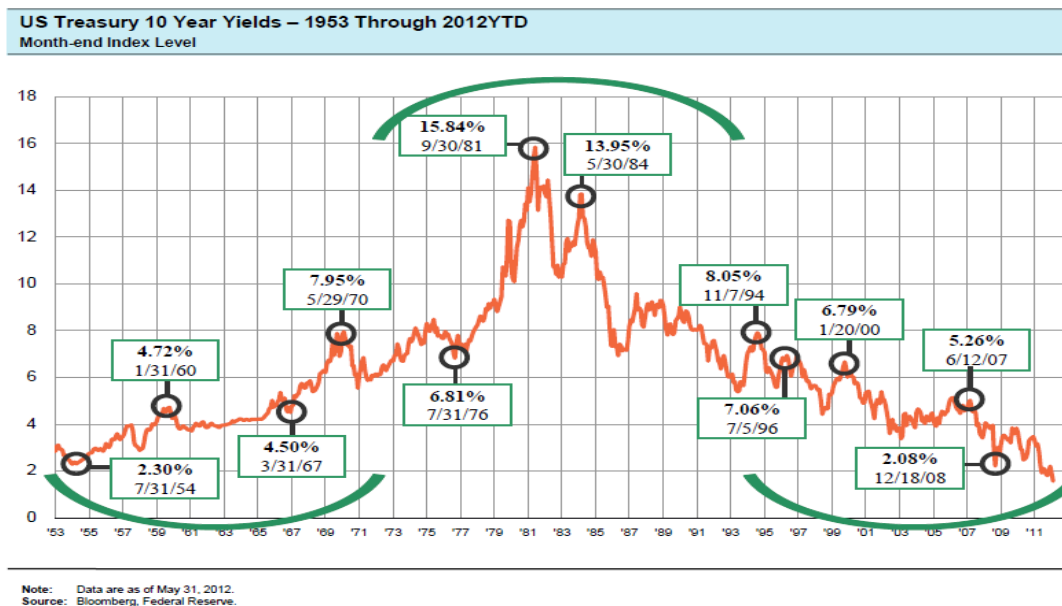
”investeringguruer” kommer med stik modsatte konklusioner. Nogle mener at aktierne er historisk billige, medens andre, bl.a. den amerikanske investeringsekspert Jim Rogers, mener, at investorer helt skal undgå aktier, idet vi er på vej mod et finansielt Armageddon. Der er således meget delte opfattelser om aktier er billige eller dyre på nuværende tidspunkt!

### Er aktier og obligationer billige eller dyre?

Hvis vi betragter prisfastsættelsen på aktiemarkedet ud fra det alternativafkast investorer kan få på obligationsmarkedet (benævnes Fed modellen), er der ingen tvivl om, at aktierne er meget billige, hvis virksomhederne kan opretholde det nuværende høje indtjeningsniveau. Nogle investorer bruger i stedet et andet nøgletal til at vurdere om aktierne er billige eller ej. Nøgletallet som benævnes Schiller P/E, tager udgangspunkt i den gennemsnitlige virksomhedsindtjening over de seneste 10 år og sætter dette tal i forhold til kursniveauet. Rationalet bag dette nøgletal er, at økonomien normalt kører i faser, hvorfor det mest relevante er at betragte indtjeningsniveauet for virksomhederne over både en høj- og lavkonjunktur. Hermed får investorer et bedre billede af virksomhedernes indtjeningssevne. Ud fra dette nøgletal er aktier ikke billige, men tværtimod lidt for dyre.

Der er således delte meninger omkring, hvorvidt aktier alene ud fra nøgletal er billige eller ej. Dertil kommer risikoen for en eskalerende eurokrise, og risikoen for, at de nuværende obligationsrenter er kunstigt lave. Herudover kan en løsning af eurokrisen også bidrage til et generelt højere renteniveau i Europa.

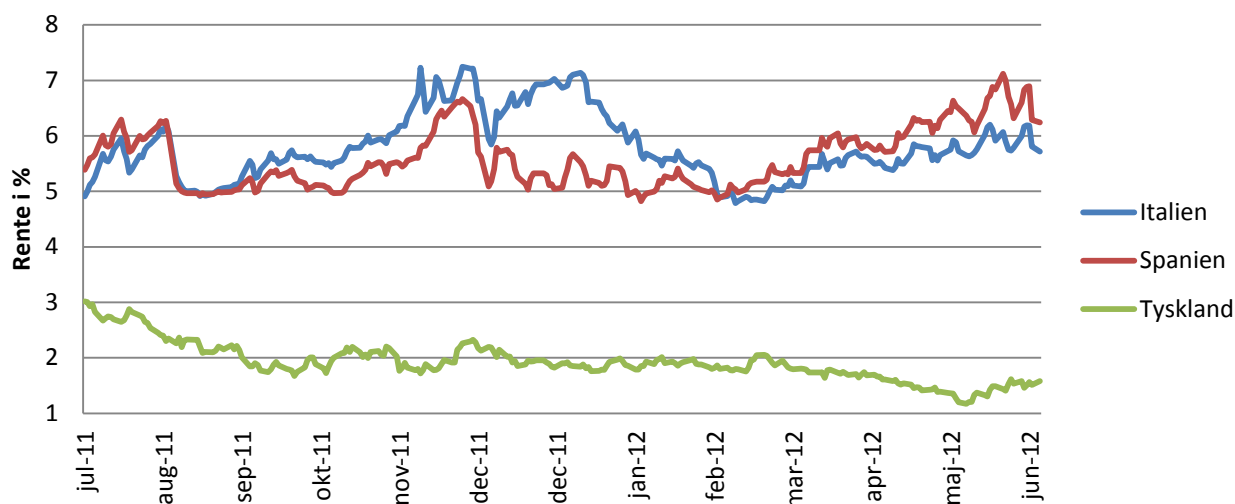
Den 10-årige amerikanske rente har i de seneste 60 år bevæget sig i nogle lange trende, der kunne tyde på, at vi pt. er ved en rentebund, og at den næste større bevægelser på renten bliver op. Økonomisk har vi i de seneste 10-15 år oplevet en kraftig globalisering, hvor virksomhederne i Vesten har outsourcet produktion til lavtlønslande, herunder i særdeleshed Kina, hvilket har nedbragt de vestlige virksomheders produktionsomkostninger. Dette har været stærkt medvirkende til at holde inflationen i de vestlige lande i ro. Hvis globaliseringseffekten har toppet, hvilket det kunne tyde på, idet Kina synes at tabe konkurrenceevne, og flere virksomheder melder om, at de er begyndt at trække produktionen væk fra Kina igen, kan vi stå over for en periode med inflationært pres fra virksomhederne, hvis ikke produktiviteten på anden måde kan forbedres. Der er således absolut en risiko for, at vi i den vestlige verden igen, som følge af et højere inflationsniveau, snart begynder at se stigende 10-årige renter.



Fra præsentation af Morgan Stanley

Kommer der en langsigtet plan for Europas Forenede Stater, hvor der etableres en fælles udstedelse af euroobligationer og dermed fælles gældsforpligtelse, vil der ske en hel- eller delvis tilnærmelse af de europæiske renteniveauer i eurolandene afhængig af, hvordan planen ser ud. Som det kan ses af nedenstående graf for den 10 årige renteutvikling i henholdsvis Italien, Spanien og Tyskland i det seneste års tid, er den tyske rente faldet fra 3,0% primo juli 2011 til 1,6% primo juli 2012, medens den tilsvarende spanske rente er steget fra 5,4% til 6,2% og den italienske 10 årige rente fra 4,9% til 5,7%. Dermed er rentespændet i det seneste års tid mellem de tyske og italienske/spanske 10 årige renter blevet udvidet med 2,2% point, hvilket er et udtryk for at den økonomiske situation er blevet markant forværret i såvel Italien som Spanien, medens investorerne har søgt ly i de tyske obligationer. Men hvad vil der ske med renteniveauerne, hvis der laves fælles euroobligationer? Mon ikke et realistisk scenarie er, at vi vil se en kraftig stigning i den 10 årige tyske rente og et tilsvarende kraftigt fald i de spanske og italienske renter? Og mon ikke også dette vil have en afsmittende effekt på den danske 10 årige rente, så denne også vil stige?

### 10-årige statsrenter



Kilde: Dansk FI

Det er vores vurdering, at flere forhold peger på, at vi kan risikere at få en større stigning i de lange renter, hvorfor investor anbefales at placere hovedparten af investeringerne i korte obligationer, og boligejere bør overveje at prioritere med et 30-årigt 3,5% fastforrentet lån.

Det er således vores overordnede vurdering, at usikkerheden er udsædvanlig stor i øjeblikket, og at der i den nærmeste fremtid kan komme nogle kraftige bevægelser på de finansielle markeder. Vi er af den opfattelse, at investorer bør føre en forsigtig investeringsstrategi, men samtidig også være åben over for at øge risikoen, enten i takt med at der kommer en troværdig langsigtet plan på bordet for Europa og/eller at prisfastsættelsen bliver mere attraktiv. Det er som tidligere nævnt et tålmodighedsspil i øjeblikket, og investorer skal passe på ikke at blive fristet til at forøge rente- eller aktierisikoen på et uheldigt tidspunkt i forsøget på at opnå et større afkast.

## Aktier

Som beskrevet tidligere er der meget delte meninger omkring, hvorvidt det er tid til at købe aktier nu eller ej, og selv meget velansete investeringsstrategier er dybt uenige omkring potentialet på aktiemarkedet. Albert Edwards fra Société Générale har ultimo maj spået, at det amerikanske aktieindeks S&P 500 vil falde under bundniveauet på 666 fra primo 2009, medens Morgan Stanley spår, at S&P 500 i deres base case scenario vil slutte året i indeks 1.214 og en velrenommeret dansk kapitalforvalter har en fair value på S&P 500 i niveau 1.750 - 2.200. Til sammenligning er det amerikanske S&P 500 indeks for nærværende i indeks 1.368. Vurderingen af potentialet i de amerikanske aktier rangerer blandt de nævnte således fra et fald på over 50% til en stigning på over 50%. Dette illustrerer meget godt, at udfaldsrummet på nuværende tidspunkt er særdeles stort som følge af de betydelige risici men også de muligheder, der eksisterer på de finansielle markeder.

Vi anbefaler fortsat at undervægte aktieandelen, men samtidig være parat til at øge denne, hvis enten prisfastsættelsen bliver mere attraktiv og/eller der præsenteres en succesfuld langsigtet plan for løsningen af eurokrisen. Og vi foretrækker stadig at investere i stabile selskaber, som er relativt uafhængige af de økonomiske konjunkturer, idet vi ikke vurderer, at der i de nærmest kommende år vil komme et kraftigt økonomisk opsving.

## Obligationer

Vi er af den opfattelse, at de nuværende lave renteniveauer er kunstigt lave som følge af de store risici, der eksisterer på de finansielle markeder. Desuden kan der være et inflationært pres på vej i økonomien som følge af, at globaliseringsbølgen har toppet, og det kan absolut heller ikke udelukkes, at det vil betyde en betydelig stigning i de nordeuropæiske renter, herunder også den danske, hvis der kommer en langsigtet plan for løsningen af den europæiske gældskrise. Derfor er risikoen efter vores vurdering også usædvanlig høj, hvis der investeres i lange stats- og realkreditobligationer, men dette er efter vores vurdering ikke afspejlet i de nuværende høje kurser. Det kan boligejere overveje at udnytte ved at optage et 30 årigt 3,5% lån. Men som investor anbefaler vi at investere i obligationer med en kort løbetid.

Vi er også opmærksomme på, at såvel højrenteobligationer fra Emerging Markets som virksomhedsobligationer igen kan blive attraktive at investere i, men for nærværende undlader vi også at investere i disse aktivklasser.

6. juli 2012

Dansk Formue- & Investeringspleje A/S  
Fondsmæglerselskab

Nærværende kvartalsrapport kan ikke erstatte den rådgivning, der gives i Dansk Formue- & Investeringspleje A/S, Fondsmæglerselskab. Rapporten er således ikke en opfordring til at købe eller sælge værdipapirer. Selskabet påtager sig heller ikke noget ansvar for rapportens rigtighed eller fuldkommenhed, selvom rapporten naturligvis er søgt sikret et korrekt og retvisende indhold. Selskabet påtager sig ikke noget ansvar for eventuelle tab, der følger af værdipapirhandler foretaget på baggrund af kvartalsrapporten. Citeres der fra kvartalsrapporten, skal dette ske med kildeangivelse og udarbejdsdato.